

## أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة - نموذج بورصة النيل المصرية و بورصة ألترناكست الفرنسي -

*The importance of financing small and medium enterprises through the stock exchange  
- The Egyptian Nile Stock Exchange and the French Exchange of Altranscast*

د. خالد إدريس - أستاذ محاضر - جامعة عنابة  
Moh.haouli@gmail.com

د. محمد حولي أستاذ محاضر - جامعة عنابة  
Dri\_khal@yahoo.fr

### الملخص:

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

ولقد جاءت هذه الدراسة لإبراز أهمية إنشاء مثل هذه الأسواق ونجاحها في بعض الدول.

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

### Résumé:

Le développement des petites et moyennes entreprises (PME) est devenu une nécessité économique contemporaine. Étant donné le rôle important que jouent dans le développement économique de divers pays développés et en voie de développement. L'un des défis auquel nous avons été confrontés a été au premier plan la question du financement.

Parmi les formules à laquelle ont eu recours certains États pour remédier à ce problème est la création de marchés financiers destinés en particulier aux petites et moyennes entreprises qui sont considérés comme une source de l'épargne public et international dans les conditions de la mondialisation financière en cours, et un recours aux PME pour leurs fournir des capitaux pour financer leurs diverses activités. Ces marchés contiennent des termes et conditions en fonction des caractéristiques et des contraintes des petites et moyennes entreprises et parfois appelé bourse des PME, à cause de l'incapacité de ces institutions de répondre aux conditions et exigences d'entrée dans la bourse principale, nous citons parmi ces marchés le marché Alternext, qui a été créé par les Français en Mai 2005 et la Bourse Égyptienne du Nil et qui vient d'être créé en Octobre 2007.

Cette étude a été conçue pour souligner l'importance de la création de tels marchés et leur réussite dans certains pays.

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

**تمهيد :**

تواجه معظم الدول صعوبة في تحديد تعريف موحد لتصنيف المشروعات الاقتصادية، وتبين من دراسة أجرتها منظمة العمل الدولية عن المؤسسات الصغيرة بان هناك أكثر من 25 تعريفاً مختلفاً في 25 بلداً أجريت عليها الدراسة ويختلف التصنيف نسبياً باختلاف الدول وقطاعات الأعمال التي تنتمي إليها تلك المشروعات، ويوجد عدة معايير لتعريف المشروعات الصغيرة (مثل معيار العمالة، رأس المال، القيمة المضافة،...) وقد تستخدم تعريفات وفقاً للخصائص الوظيفية مثل نوع الإدارة أو التخصص أو أساليب الإنتاج أو اتجاهات السوق، ويعتبر التعريف ضروري لتقديم الخدمات والحوافز المشجعة لمساندة هذه المشروعات وزيادة كفاءتها. ولتحديد تصنيف واضح يجب توفر عدة عوامل، منها توفر المعلومات ودقتها، البناء الهيكلي للمشروعات حسب الأنشطة المختلفة، وخطة السلطات في دعم ومساندة المشروعات الاقتصادية، رغم أن صياغة تعريف مبسط لا يعتبر أمراً يسيراً. وطبقاً لما ورد في دراسة "من إعداد Gray and Gamser يفضل استخدام معيار عدد العاملين لتحديد حجم المنشأة بدلاً من الاعتماد على حجم الأصول والقيمة المضافة التي يتم قياسها حسب قيمتها والتي تتغير بتغير قيمة العملات<sup>1</sup>. ويعتبر التمويل احد اهم المشاكل التي تعيق تطور تلك المؤسسات خاصة اذا علمنا برؤية وكيفية تعامل البنوك معها، لذلك اصبح من الضروري ايجاد مصدر تمويلي مختلف لها والذي يتمثل في السوق المالي، ونظرا لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يجب ان تكون تلك السوق تحوي شروط وقيود تناسب هذه المؤسسات، كما هو الحال في بورصة النيل في مصر و سوق **Alternext** في فرنسا.

#### أولاً: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تعرف منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (اليونيدو) المشروعات الصغيرة بأنها تلك المشروعات التي يديرها مالك واحد يتكفل بكامل المسؤولية ويتراوح عدد العاملين فيها ما بين 10 - 50 عامل فيما يصف البنك الدولي المشروعات التي يعمل فيها اقل من 10 عمال بالمشروعات المتناهية الصغر، والتي يعمل فيها بين 10 و 50 عاملاً بالمشروعات الصغيرة، والتي يعمل فيها بين 50 - 100 عامل بالمشروعات المتوسطة<sup>2</sup>، وتنبأين المعايير التي يمكن الاستناد عليها لتحديد المشروعات الصغيرة من دولة لأخرى وفق امكاناتها وقدراتها وظروفها الاقتصادية ومراحل النمو التي بلغتها، وبالتالي المشروعات التي تعتبر كبيرة الحجم في دولة نامية يمكن اعتبارها صغيرة أو متوسطة الحجم في دولة متقدمة. وفي الدول العربية تقسم الصناعات الصغيرة والمتوسطة على أساس حجم النشاط إلى<sup>3</sup>:

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

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

لقد مر تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بعدة مراحل وذلك استجابة للمتغيرات التي شهدتها الاقتصاد الوطني، ويمكن سرد التعريف الحالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، والذي كان عن طريق المشرع الجزائري<sup>4</sup> حيث صدر القانون رقم 18-01 المؤرخ في 27 رمضان 1422 هـ الموافق 12 ديسمبر سنة 2001م المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو التعريف القانوني والرسمي للجزائر فحسب المادة الرابعة من القانون المشار إليه أنفا تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات التي:

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

كما أشارت المادة الخامسة من نفس القانون الى تعريف المؤسسة المتوسطة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 50 الى 250 عاملا ويكون رقم أعمالها ما بين 200 مليار دج أو أن تكون إيراداتها ما بين 100 و500 مليون دج.

أما المادة السادسة من ذات القانون فتعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 10 الى 49 شخصا ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي مائتي مليون دج أو لا يتجاوز مجموع إيراداتها السنوية 100 مليون دج .

وأخيرا تعرضت المادة السابعة من القانون السالف الذكر الى تعرف المؤسسة المصغرة بأنها مؤسسة تشغل من عامل الى تسعة عمال وتحقق رقم أعمال أقل من 20 مليون دج أو لا يتجاوز مجموع إيراداتها السنوية عشرة ملايين دج

وعليه فإن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون كالتالي :

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

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

متوسطة	من 50 إلى 250	من 02 إلى 200 مليون دينار	من 100 إلى 500 مليون دينار
--------	---------------	---------------------------	----------------------------

### المصدر : وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

#### - التحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعددت مصادر التمويل للمشروعات الصغيرة، فهناك التمويل الداخلي من الاحتياطات أو الأرباح المتراكمة في المشروع أو المدخرات الشخصية للمالكين أو الاقتراض والدعم المالي من العائلة أو الأقارب أو الأصدقاء لمالك المشروع. وهناك التمويل الخارجي الذي يمكن إجماله في البنوك التجارية والمؤسسات الإقراضية الأخرى، والحصول على الائتمان من الموردين، أو الحصول على الدعم المالي بصيغ شتى من المؤسسات المهتمة بدعم المشروعات الصغيرة، الحكومية منها وغير الحكومية، أو الحصول على التمويل بزيادة رأس المال ودخول شركاء جدد في المشروع.

إن مصادر التمويل الداخلية للمشروع الصغير في الغالب لا تسد كل احتياجاته في مراحل تطوره 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 محدوداً فإنه قد يؤدي إلى التدخل في إدارة المشروع لذلك قد لا يميل له المالك.

أما البنوك التجارية، وخصوصاً 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 غالباً 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 محدوداً، خصوصاً في البلدان النامية.

ومن جانب آخر فإن المشروعات الصغيرة في اتجاهها إلى التمويل بإدخال شركاء جدد وزيادة رأس المال قد لا يكون متاحاً، هو الآخر، في المراحل الأولى لنشوء وتطور تلك المشروعات للمخاطرة العالية في الاستثمار فيها. وعندما يكون متاحاً 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.

### ثانياً - أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة

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

### أ - حاجة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة خاصة بها

كشفت العديد من الدراسات على صعوبة حصول المؤسسات ص و م على القروض من البنوك وهذا بسبب قلة الضمانات، ونظراً لعدم استيفاء هذه المؤسسات شروط الدخول إلى البورصة الرئيسية كان من الضروري إنشاء أسواق مالية تتناسب شروطها و خصوصية المؤسسات ص و م.

### - ضيق نطاق التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

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

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

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

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

إن الإطار الذي تعمل فيه البنوك لا يسمح عادة بتخفيض سعر الفائدة لمشروعات معينة، خاصة إذا كانت مخاطرة الإقراض بالنسبة لها مرتفعة، كما أن هذا الإطار لا يهيئ أية فرصة لما يسمى بفترة سماح في مثل هذه الحالات.

على العكس من ذلك فإن منطق عمل البنك التجاري يميل إلى فرض سعر فائدة على المقترض الصغير ويتشدد معه، بينما هو على استعداد لمنح أسعار فائدة مميزة للمشروع الكبير، أو لرجل الأعمال

البارز والتمهل عليه في السداد في حالة طلبه لذلك، وهناك تجاوزات أكثر من تلك في البلدان النامية خاصة تلك التي يسيطر فيها الأجانب على البنوك.

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

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

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

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

- أن أصحاب الأعمال في المؤسسات الصغيرة يفتقرون إلى كثير من الخبرة التنظيمية و الإدارية و هي أكثر أهمية من التمويل، فالخبرة التنظيمية القليلة تعني عدم القدرة على استخدام الموارد المالية استخداماً رشيداً، ومن ثم زيادة احتمالات الوقوع في مشاكل و ربما الفشل الكامل.

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

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

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

- في الأوقات التي تقل فيها الأرصدة النقدية السائلة لدى البنوك التجارية لسبب أو لآخر أو عند قيام البنك المركزي بتنفيذ سياسات انكماشية في مجال الائتمان المصرفي، فإن من مصلحة البنوك التجارية أن تحاول الاستمرار في مد عملاتها الكبار و المرموقين باحتياجاتهم، وهذا ما ينعكس في تقلص الائتمان بشكل حاد، و ربما انقطاعه بالنسبة للعملاء المتوسطين، ولا نتحدث عن العملاء الصغار.

وتنعكس السياسات الانكماشية في مجال الائتمان أيضاً في البلدان النامية في وجود فرص أكبر للاقتراض من المراكز الرئيسية و الفروع الكبرى للبنوك في العاصمة و بعض المدن الكبرى، على عكس الحال في



الفروع الموجودة في المدن الصغيرة ( أو في القرى الكبيرة إن وجدت) حيث تتركز نسبة كبيرة من المؤسسات الصناعية الصغيرة في الأقاليم الريفية و المدن الصغيرة، فتقل فرصة الحصول على التمويل أو تكاد تنعدم في ظروف ضغط الائتمان المصرفي، وهذا ما يزيد من الطلب على التمويل بشكل حاد من القطاع غير الرسمي الذي تروج أعماله في هذه الظروف.

- تكاليف الخدمة أو المعاملة المصرفية في تمويل المشروع الصغير مرتفعة بسبب المبلغ المتواضع للقرض، بالإضافة إلى ذلك فإن ثمة إجراءات إدارية أكبر مطلوبة في حالة تمويل المشروع الصغير للحصول على المستندات الضرورية والبيانات التي يتم على أساسها اتخاذ قرار التمويل. كذلك فإن إجراءات عمليات الإشراف والتحصيل غالباً ما تكون أكبر بالنسبة للبنك حينما تمنح القروض لمشروعات صغيرة.

ظهر من بعض الدراسات في بلدان نامية آسيوية و أمريكية لاتينية أن تكاليف المعاملة المصرفية بلغت في حالة المشروعات الصغيرة نحو 5-7% أكثر من تكاليف المعاملة في المشروعات الكبيرة. في رأي أحد خبراء البنك الدولي أن هذا الرقم الأخير أقرب إلى الحقيقة، و قيل أيضاً أن تكاليف المعاملة المصرفية بالنسبة لقرض صغير قد تتساوى مع تكاليف قرض كبير يصل إلى عشرة أمثاله أو أكثر. وهكذا يجد رجال البنوك التجارية ما يبهر تصرفاتهم، و بعض هذه المبررات كما ذكرنا قد يستفاد منها إذا كانت هناك إرادة للتغيير في مواجهة مشكلة هامة هي مشكلة التمويل.

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

وفي دراسة لمنظمة العمل الدولية وفي البرنامج الإقليمي للدول العربية تحديداً يشير الخبراء انه إضافة إلى ما سلف ذكره من مشاكل ومعوقات تمويل المؤسسات الصغيرة، فإن الدول العربية طبيعة التفكير لديها هو تفكير تجاري مبني على أسس تجارية نتيجة لممارسة العرب التجارة على نطاق واسع ومنذ أجيال عديدة لكونهم على الطريق التجاري بين الشرق و الغرب، ومن ذلك من الصعب إيجاد (في الدول العربية) من هم مستعدين لتمويل مشاريع ذات طبيعة غير تجارية، وهذا هو السبب في بقاء الصناعة في الدول العربية متأخرة في مراحل بدائية ماعدا في مجالات محدودة الصناعات البترولية والبتروكيماوية والغزل والنسيج.

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

ب- المزايا التي تحققها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحدياتها

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

#### - المزايا على مستوى الاقتصاد الكلي<sup>1</sup>.

- دمج المؤسسات ص و م التي تعمل بصورة غير رسمية في منظومة الاقتصاد الرسمي.  
- توفير فرصة لدخول الاستثمارات الأجنبية إلى قطاع المؤسسات ص و م.  
- دعم وتطوير القطاعات الواعدة التي تتمتع بمزايا نسبية وتحتاج لدعم فني وتمويلي مثل قطاعات تكنولوجيا المعلومات.

- تفعيل آليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، هذا السوق سيوفر قاعدة بيانات للمؤسسات ص و م في جميع القطاعات الاقتصادية وهو ما يمثل فرصة لرأس مال المخاطر الذي يرغب في الاستثمار في هذه الشركات ومعرفة إمكاناتها وأوضاعها المالية كما تمثل هذه البورصة فرصة للشركات للحصول على تمويل لأنها تعاني من الحصول على قروض بنكية لصغر حجمها، ويمثل قيدها في البورصة فرصة للحصول على التمويل والنمو والتوسع

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

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

#### - المزايا على مستوى الاقتصاد الجزئي (المؤسسات)<sup>2</sup>

- إتاحة الفرصة لتوفير التمويل اللازم في النشاط بعيدا عن صعوبات التمويل المصرفي .  
- تتيح فرصة كبيرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة من الشباب وصغار المستثمرين في التوسع في مشروعاتهم

- يساعد قيد الشركة في البورصة على تقوية وضعها التفاوضي عند الاقتراض.  
- أنها تساهم بدون شك في إغراء أصحاب الاقتصاديات العشوائية بالعودة للعمل ضمن الاقتصاد الشرعي مادامت هناك استفادة قائمة لهم .

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

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



- تحديد قيمة عادلة للشركة من خلال القيمة السوقية لأسهم الشركة في البورصة.  
- الالتزامات التي تتحملها الشركة بسبب القيد في البورصة ترفع من كفاءة الإدارة المالية والتنظيمية للشركة.

#### - التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

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

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

- إجماع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الدخول إلى هذه البورصة.

- ضعف خبرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكيفية التعامل في البورصة.

- إجماع المستثمرين عن الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### ثالثاً نماذج دولية في إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

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

#### 1- نموذج السوق المالية الفرنسية

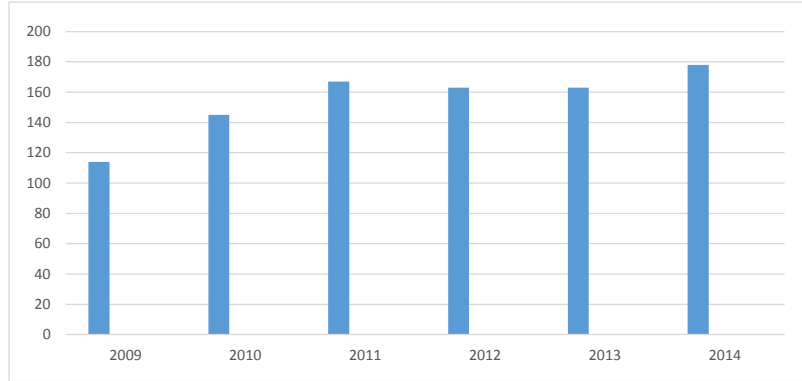
في ظل اهتمامات السلطات الفرنسية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أنشأ في ماي 2005 سوق **Alternext** بهدف توفير سوق مالية تتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يطلق على هذا السوق بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: " Le marché boursier sur mesure pour les PME"، ولقد حقق هذا السوق منذ تأسيسه عدة تطورات وانجازات في مجال تمويل تلك المؤسسات وجذب المستثمرين إليه.

#### 1- تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق

في 11 ماي 2007 أي بعد مرور سنتين من تأسيس سوق **Alternext**، بلغ عدد المؤسسات المدرجة حوالي 90 مؤسسة، حيث وصلت رسملة السوق إلى حوالي 8.4 مليار اورو، مما ابرز هذا السوق

كسوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونظرا لنجاحه تم فتح فروع أخرى في كل من بروكسل وأمستردام والشكل الموالي يبين تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة Alternext خلال السنوات الاخيرة.

### الشكل رقم 01: تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق Alternext



المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على تقارير واحصائيات موقع البورصة [www.euronext.com](http://www.euronext.com)

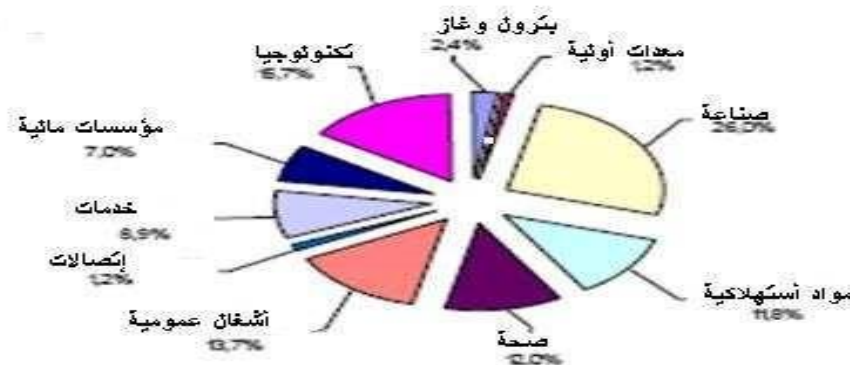
الالكتروني في 2017/02/12

من خلال الشكل نلاحظ تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق حيث كانت خلال سنة 2009 حوالي 114 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، ثم ارتفعت سنة 2010 الى 145 مؤسسة اما في سنة 2011 وصل عدد المؤسسات الى 167 مؤسسة، سنة 2012 عرفت انخفاض في عدد المؤسسات المدرجة في السوق حيث انخفض عدد المؤسسات الى 163 مؤسسة وذلك راجع الى تحويل عدد من المؤسسات الى السوق الرئيسية اجباريا لتحقيقها متطلبات وشروط الدخول الى السوق الرئيسية حسب ما ينص عليه قانون تنظيم البورصة، كما يلاحظ انه في سنة 2014 وصل عدد الشركات المدرجة في هذه السوق الى حوالي 178 شركة صغيرة ومتوسطة وهذا ما يدل على أهمية هذه السوق في توفير التمويل لتغطية احتياجات تلك المؤسسات.

### 2 - توزيع المؤسسات المدرجة حسب القطاع

المؤسسات المدرجة في سوق Alternext والتي تنتمي إلى عدة قطاعات، يحقق رقم أعمال بين 5 و30 مليون اورو.

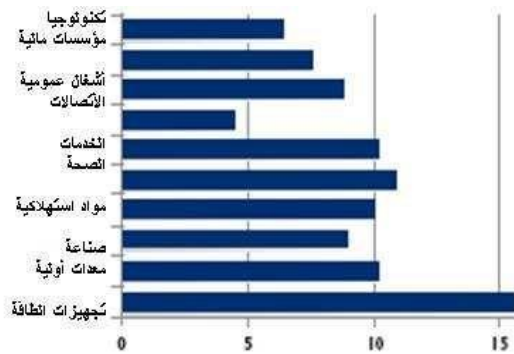
### الشكل رقم 02: توزيع المؤسسات المدرجة في السوق حسب القطاعات



Source: [www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-FR.html](http://www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-FR.html) le 15/03/2017

قد جذب سوق Alternext مؤسسات من جميع القطاعات، حيث نلاحظ تنوع قطاعات المؤسسات المدرجة في السوق، 26% من الصناعة، 7.15% من قطاع التكنولوجيا و 13.7% من قطاع الخدمات حيث نسجل ارتفاعا في القيمة السوقية للمؤسسات بحوالي 900 مليون أورو أي بمتوسط 6.13 مليون أورو لكل مؤسسة مدرجة في السوق والشكل الموالي يوضح ارتفاع قيمة المؤسسات حسب القطاعات.

الشكل رقم 03: ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسات حسب القطاعات - مليون أورو -



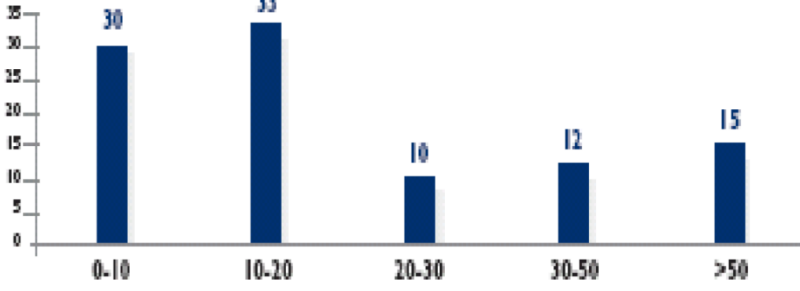
Source :

[www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-FR.html](http://www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-FR.html) le 15/03/2015 من خلال الشكل نجد بان المؤسسات التي تشتغل في مجال تجهيزات المتعلقة بالطاقة، قد حققت ارتفاعا في قيمتها السوقية تفوق 15 مليون أورو، يليها كل من المؤسسات التي تعمل في الصحة، الصناعات الغذائية والخدمات بحوالي 10 مليون أورو، أما المؤسسات التي تعمل في نطاق الاتصالات نجد بأنها سجلت ارتفاعا ضعيفا مقارنة بالقطاعات الأخرى وذلك بقيمة لا تتجاوز 5 مليون أورو.

### 3- رقم الأعمال للمؤسسات المدرجة في السوق

أرادت سوق Alternext أن تأسس نفسها كسوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الواعدة، حيث نسجل نسبة 47% من المؤسسات المدرجة في السوق أنشأت بعد سنة 1997 و حوالي 86% بعد سنة 1986، ومن الشكل رقم نلاحظ بان 30% من المؤسسات المدرجة لديها رقم أعمال يصل إلى 10 مليون أورو، 33% من المؤسسات المدرجة رقم أعمالها بين 10 و 20 مليون أورو و 15% من المؤسسات حققت رقم أعمال يفوق 50 مليون أورو

## الشكل رقم 04: توزيع المؤسسات المدرجة حسب رقم الأعمال -مليون أورو-



المصدر: [www.euronext.com](http://www.euronext.com) من اعداد الباحثان بالاعتماد على تقارير واحصائيات موقع البورصة الالكتروني في 2017/02/12

4- مؤشر السوق<sup>3</sup>:

لقد قامت سلطات البورصة الفرنسية بتعديلات كبيرة لترقية السوق الثانيّة والمساهمة في تنمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن اجل استقطاب المزيد من الشركات والمستثمرين تم إطلاق تشكيلة جديدة من المؤشرات والمتمثلة في:

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

منذ سنة 2003 ومؤشر المؤسسات الصغيرة بسجل أداء أحسن من مؤشر المؤسسات الكبيرة، ونسجل أيضا الانخفاض الذي حصل في سنة 2006 وذلك راجع إلى حساسية تلك المؤسسات من الزيادة التي حصلت في أسعار الطاقة والمواد الأولية، وكذلك في خلال سنوات 2008 و2009 شهد المؤشر تسجيل عدة خسائر وهذا راجع الى انعكاسات الازمة المالية العالمية التي اثرت كثيرا على الاقتصاد الفرنسي، ثم سجل المؤشر عدة مكاسب وذبك ابتداء من سنة 2011.

بالإضافة إلى تلك المؤشرات وبعد إنشاء سوق Alternext في ماي 2005، تم إطلاق مؤشر لقياس أداء السوق يدعى بـ Alternext all share وذلك في سنة 2006، حيث سجل المؤشر تطورا يقدر بحوالي 20 % ، وتشير الإحصائيات التي رصدت تطور السوق منذ إنشاءه في ماي 2005 أن التطور الحقيقي للسوق يصل إلى 45%، هذا الرقم القياسي ما هو إلا دليل على فعالية السوق في جذب المؤسسات وكذلك المستثمرين

## ب- نموذج بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ( النيل )

هناك 2.5 مليون مشروع صغير ومتوسط في مصر تمثل 80% من القيمة المضافة للنشاط الاقتصادي وتواجه هذه المشروعات معوقات فنية وتمويلية.

ظلت المشروعات الصغيرة في مصر تعاني من عدم وجود تعريف واضح ومحدد لها نظرا لاختلاف النظرة إليها لدى كل من أجهزة التخطيط والتنفيذ والإحصاء والتمويل. وبصدور القانون رقم 141 لسنة 2004 والمسمى بقانون تنمية المنشآت الصغيرة، توفر الإطار القانوني المنظم لتلك المشروعات. وقد عرف القانون المشار إليه المؤسسات الصغيرة بكل شركة أو منشأة فردية تمارس نشاطا اقتصاديا إنتاجيا أو خدميا أو تجاريا لا يقل رأسمالها المدفوع عن خمسين ألف جنيه ولا يجاوز مليون جنيه ولا يزيد عدد العاملين فيها عن خمسين عاملا. وفيما يتعلق بالمؤسسات المتناهية الصغر فقد عرفها القانون بكل شركة أو منشأة فردية تمارس نشاطا اقتصاديا إنتاجيا أو خدميا أو تجاريا ويقل رأسمالها المدفوع عن خمسين ألف جنيه.

### 1- تعريف بورصة النيل :

بورصة النيل هي سوق داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية مخصص لقيود وتداول الشركات الواعدة متوسطة وصغيرة الحجم لتوفير التمويل اللازم لهم للتوسع والنمو وبما يسمح برفع قدرتهم التنافسية وتوفير المزيد من فرص العمل وذلك في إطار يجمع بين المرونة في قيود الشركات الواعدة مع توفير الحماية لحقوق كل من الشركات المقيدة والمستثمرين .

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

### 2- قواعد القيد في بورصة النيل :

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

- أن تتعاقد الشركة مع أحد الرعاة المعتمدين من قبل الهيئة العامة لسوق المال، ويكون الراعي المعتمد مسؤول عن مساعدة الشركة في مرحلة قيد أوراقها المالية في البورصة، كما يتولى مسؤولية التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح في البورصة، على أن يستمر التزام الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد.

- أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيد المركزي.

- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوبة قيدها.

- أن تكون الشركة مصدرة الأوراق المالية قد أصدرت القوائم الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد.

- ألا تقل حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد عن 50% من رأس المال المدفوع.

- أن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل وبقيمة اسمية للسهم تتراوح ما بين جنيه واحد وخمس جنيهات.

- ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوبة قيدها عن 100 ألف سهم.
- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 10% من مجموعة الأوراق المالية وألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم.

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

### 3- مراحل القيد في بورصة النيل

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

- **المرحلة الأولى:**  
تختار المؤسسة راع معتمد ليساعدها في عملية التأهيل للقيد في بورصة النيل وطرح أسهمها للمستثمرين للحصول على التمويل.

#### - المرحلة الثانية:

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

#### - المرحلة الثالثة :

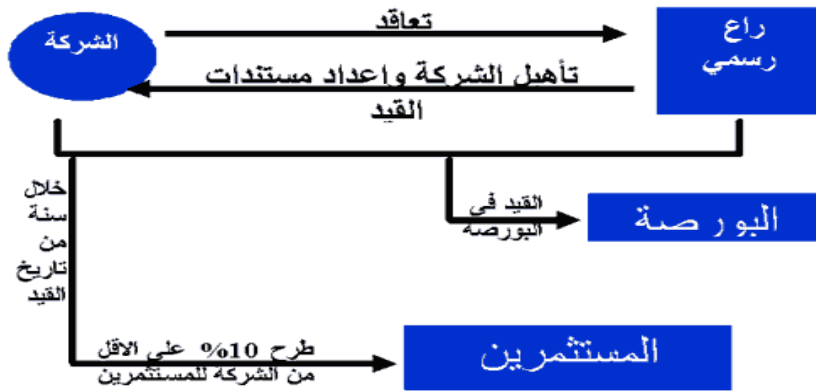
تتقدم الشركة بالتعاون مع الراعي المعتمد بطلب للقيد لإدارة القيد بالبورصة، وتقوم إدارة القيد بفحص الطلب ودراسته بدقة ثم بعد الموافقة المبدئية على الطلب تعرضه على لجنة القيد للحصول على الموافقة النهائية بالنسبة لقيد الشركة بالبورصة .

#### - المرحلة الرابعة :

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

الشكل رقم 05: مراحل القيد في بورصة النيل





#### 4- رسوم القيد في بورصة النيل :

- إن القيد في سوق الشركات المتوسطة والصغيرة يتم وفقاً لرسوم مخفضة على النحو التالي:
- يتم دفع نسبة نصف في الألف من إجمالي رأس مال الشركة المقيد (أو من قيمة الإصدار الإجمالية للأوراق المالية الأخرى) بحد أدنى 500 جنيه مصري وحد أقصى 30,000 جنيه مصري .
  - عند قيد الشركة لأول مرة تسدد رسم القيد عن الجزء المتبقي من العام.

#### 5- قواعد التداول في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- فيما يخص عمليات التداول والمقاصة والتسوية للأوراق المالية المقيدة تسرى القواعد والأحكام المنظمة للمعامل بها للتداول في السوق الرئيسي لبورصتي القاهرة والإسكندرية ضمن القواعد التالية:
- يتم التداول بسوق الشركات المتوسطة والصغيرة من خلال جلسة مزيدة ويسمح خلالها لشركات السمسرة بإدخال العروض والطلبات وبدون حدود سعريه.
  - يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائياً في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة .
  - يمكن لذات شركة السمسرة تسجيل عروض وطلبات علي نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقاً للأوامر الصادرة إليها من عملائها .
  - يحق لشركات السمسرة تعديل أو إلغائها بناء علي طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزيدة وحتى الإغلاق العشوائي للجلسة بما في ذلك إدخال وتعديل وإلغاء العروض والطلبات أو تعديل الكمية والسعر
  - يتم تطبيق كافة القواعد والنظم الحاكمة والمنظمة في التداول بالبورصة وعلى الأخص التأكد من وجود أرصدة لدى العملاء لعدم إدراج عروض طلب وبيع وهمية، وكذا القواعد والنظم اللازمة لعملية الرقابة على التعاملات .
  - يتم تحديد سعر الإغلاق على أساس السعر الذي يحقق أكبر مستوى من السيولة في سوق الشركات المتوسطة والصغيرة، حيث سيتم اختيار سعر الإغلاق والتنفيذ وفقاً لترتيب المعايير التالية، وفي الحال تساوي أكثر من سعر في أي معيار يتم الانتقال إلي المعيار التالي كما يلي:
    - السعر الذي يحقق أكبر كمية تنفيذ
    - السعر الذي يبقى أقل كمية غير منفذة في السوق وكانت قابلة للتنفيذ

- أقرب سعر إلي سعر إقفال جلسة اليوم السابق
- أعلى قيمة تداول (أعلى سعر )

## خاتمة

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

## الهوامش والإحالات:

- <sup>1</sup> وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية المصرية، السياسات المبدئية لتنمية قطاع المنشآت المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في مصر، مارس 2014 .
  - <sup>2</sup> تنمية المشروعات الصغيرة، دورية جسر التنمية، العدد التاسع سبتمبر 2002، السنة الأولى، المعهد العربي للتخطيط بالكويت
  - <sup>3</sup> رياض الصرايرة، ورقة عمل حول إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الأردن، إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان العربية والمتوسطة، منظمة العمل الدولية، تورينو - إيطاليا ، 2-6 ايلول 1996 .
  - <sup>4</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ،العدد 77 بتاريخ السبت 30 رمضان عام 1422 هـ الموافق 15 ديسمبر 2001
- <sup>1</sup> هبة الصيرفي، مشروع انشاء بورصة للشركات الصغيرة والمتوسطة ببورصتي القاهرة والاسكندرية،-www.cipe
  - <sup>2</sup> هبة الصيرفي، مرجع سابق.
  - <sup>3</sup> بناء على تقارير واحصائيات موقع البورصة الالكتروني في 2017/02/15 www.euronext.com