

## دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس

### The Role of The Alternative Financial Market in Financial SMEs: Tunisia Case Study

تاريخ الاستلام : 2020/01/31 ؛ تاريخ القبول : 2020/07/06

#### ملخص

إن غياب أسس ومقومات الوساطة المالية الفعالة لإمداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برؤوس الأموال الطويلة الأجل فضلا عن محدودية الخدمات البنكية، أدى إلى بروز الحاجة الملحة إلى إنشاء سوق مالية ثانية للأوراق المالية توجه خصيصا لهذه المؤسسات، خصوصا بعدما صددت أبواب السوق الأولى أمامها نظرا للإجراءات الطويلة والمكلفة والشروط الصعبة التي لا يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة استيفائها للالتحاق بها. لذا تعتبر السوق المالية البديلة بمثابة وسيلة تمويلية، حديثة، وفعالة أثبتت نجاعتها في كثير من الدول كنونس، نظرا لما تقوم به من جذب للاستثمارات وتعبئة للمدخرات لتلبية احتياجات قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالحجم اللازم، التكاليف المتدنية وفي الأوقات المناسبة.

**الكلمات المفتاحية:** السوق المالية، السوق المالية البديلة، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، السوق البديلة التونسية، بورصة تونس.

\* د. سماح طلحي

د. نسرين عوام

د. بعلول نوفل

جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي،  
الجزائر.

#### Abstract

The absence of effective financial intermediation which supplies the small and medium enterprises with long-term funds as well as limited banking services, have led to the urgent need to establish alternative financial market for securities directed specifically to these institutions, Especially after the main complications found in the first market because of the long and costly procedures and the difficult conditions that small and medium enterprises face when they want to enroll. The alternative financial market is considered as a modern and effective means of financing proven in many countries like Tunisia, because of their attractiveness to investments and mobilization of savings to face the funding request that needs the sector of small and medium enterprises with the necessary amounts, low costs and in the appropriate time.

**Keywords:** The Financial market; alternative financial market; financing of SME ; Tunisian alternative financial market; Tunisian Stock Exchange.

#### Résumé

L'absence d'intermédiation financière efficace qui fournit aux PME des fonds à long terme, ainsi que la limités des services bancaires, a conduit à la nécessité urgente d'établir un marché financier alternatif pour les titres destinés spécifiquement aux PME, en particulier après les principales complications constatées dans le premier marché en raison des procédures longues et coûteuses et des conditions difficiles auxquelles les petites et moyennes entreprises sont confrontées lorsqu'elles souhaitent s'inscrire. Le marché financier alternatif est considéré comme un moyen de financement moderne et efficace éprouvé dans de nombreux pays comme la Tunisie, en raison de leur attractivité pour les investissements et la mobilisation de l'épargne pour faire face à les besoins de financement des PME avec les montants nécessaires, les coûts raisonnables et en temps opportun.

**Mots clés:** Le marché financier; marché financier alternatif; financement des petites et moyennes entreprises; marché financier alternatif tunisien; Bourse tunisienne.

Corresponding author, e-mail: [samah.talhi55@gmail.com](mailto:samah.talhi55@gmail.com)

## مقدمة

تشير الدراسات والتحقيقات الميدانية العديدة التي أجريت في كل من الدول المتقدمة والدول النامية إلى أن التمويل هو العائق الأساسي لإنشاء وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والعامل المحدد لبقائها، حيث تعتمد في تأسيسها على مواردها الذاتية التي لا تعد كافية لتحقيق النمو المنشود في مناخ يتسم بالحركية العالية والمنافسة الشديدة، كما يبرز مشكل التمويل أكثر حينما تتوفر لهذه المؤسسات فرصا للنمو والتوسع، بداية من صعوبة حصولها على القروض المصرفية الناجمة عن ارتفاع تكلفة الاقتراض، المغالاة في الشروط وطلب الضمانات العينية. بالإضافة إلى عدم استيفائها لشروط الإدراج إلى الأسواق المالية. وصولا إلى قصور الآليات والصيغ التمويلية التقليدية الحالية التي أضحت عاجزة عن تلبية الاحتياجات التمويلية للمستثمرين بالحجم المناسب والتكاليف الممكن احتواؤها لترقية هذه المنظومة بصورة تؤدي إلى احتواء المشكلات المحلية الداخلية ومواجهة التحديات الخارجية.

وعليه فإن الأمر يستدعي ضرورة البحث عن مصادر تمويلية جديدة تكون مكملة للمصادر التمويلية الكلاسيكية، ومن بين هذه البدائل التمويلية الجذابة نجد السوق المالية البديلة وخير دليل على ذلك هو مدى توسع ونجاح تطبيقها في أنحاء العالم خلال مدة وجيزة. حيث تتلاءم مع خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فتتيح لها المزيج التمويلي المتنوع الذي يمكن أصحاب هذه المؤسسات من المفاضلة بينها واختيار تلك التي تتناسب مع حجم المشروع وطبيعة نشاطه ومستوى عائداته ومعدلات أرباحه، والذي في إطاره يمكن إضفاء المزيد من المرونة الإجرائية وإتاحة القدر المطلوب من التمويل. حيث تنخفض في ظلّه تكاليف التمويل وتتنوع مخاطره على أطراف العملية الاستثمارية توزيعا مناسباً.

وعلى ضوء ما سبق يمكن صياغة التساؤل الجوهري التالي: ما هو دور وفعالية السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وما هو واقع وآفاق ممارسة هذه التقنية في تونس؟

ومن أجل حصر الموضوع فإنه من الضروري طرح التساؤل الفرعي التاليين:  
➤ هل أضحت النظام التمويلي التقليدي بأساليبه وصيغته وإجراءاته يمثل عائقاً أمام تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟  
➤ إلى أي مدى تشكل السوق المالية البديلة حلاً فعالاً لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وما هو واقع وآفاق ممارسة هذه التقنية التمويلية الحديثة في تونس؟

على ضوء الإشكالية الرئيسية قمنا بصياغة فرضيتين أساسيتين والتي سوف يتم إما تدعيمهما أو رفضهما، وهما:

➤ يشكل أسلوب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية البديلة حلاً لإشكالية تمويل هذا النوع من المؤسسات، وذلك نظراً للمزايا العديدة التي تتمتع بها وإتاحتها بالقدر اللازم وبالتكاليف الملائمة وفي الوقت المناسب إضافة إلى ملاءمتها لخصوصيات هذه المؤسسات.

➤ إن توفير آليات الدعم الحكومي وإرساء الأطر التشريعية والتنظيمية المناسبة لعمل السوق المالية البديلة من شأنه أن يرتقي بأداء هذه الأخيرة إلى حتى تساهم بفعالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية وبالأخص في تونس.

وبناء على ما تقدم فإن بحثنا هذا البحث يسعى لإدراك الأهداف التالية:

➤ المساهمة في إبراز دور وأهمية السوق المالية البديلة كحل لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي نجحت في تطبيقها معظم البلدان المتقدمة وبعض الدول النامية.

➤ البحث في مختلف أساليب وطرق ممارسات السوق البديلة في تونس ومدى قدرة هذه الأخيرة التكفل بصعوبات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المطروحة بقوة سواء في مراحل الانطلاق أو التوسيع والتجديد لنشاطها ولاسيما النشاط الاستثماري.

ومن أجل تبيان ذلك استعنا بالمنهج الوصفي والتحليلي باعتباره الأنسب لطبيعة بحثنا بالإضافة إلى اعتمادنا على بعض الأدوات الإحصائية والبيانات الرقمية الرسمية الصادرة عن الهيئات الرسمية. حيث قسمنا هذه الورقة البحثية إلى ثلاثة محاور أساسية، تطرقنا في البداية إلى ماهية السوق المالية البديلة، ثم انتقلنا لنسلط الضوء على تنظيم السوق البديلة التونسية والامتيازات الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بها، لننتقل إلى دراسة وتحليل دور السوق المالية البديلة في تمويل هذه المؤسسات في تونس من خلال تقييم أداء جميع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة التونسية منذ نشأتها.

### 1- ماهية السوق المالية البديلة:

تعد السوق المالية البديلة أداة هامة في الاقتصاديات المعاصرة وذلك نظرا لما تقوم به من دور فعال في تعبئة المدخرات والتخصيص الأمثل للموارد لدعم نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال سد الفجوة التمويلية التي تعاني منها هذه المؤسسات جراء محدودية مصادرها التقليدية وعدم استيفائها للشروط المعسرة والإجراءات الطويلة والمكلفة اللازمة للالتحاق بالسوق المالية الأولى، الشيء الذي يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليووجهه نحو الإلتعاش والتسريع من وتيرة التنمية.

### 1-1 نشأة السوق المالية البديلة:

أول ما ظهرت الأسواق المالية البديلة كان سنة 1971 بالولايات المتحدة الأمريكية بهدف تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمتع بقدرات عالية على الابتكار والإبداع التكنولوجي ولديها آفاق توسعية واعدة في المستقبل وكذا من أجل تفعيل وتطوير تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، ثم انتقلت هذه الأسواق من أمريكا إلى أوروبا وفي مقدمتها بريطانيا التي قامت بإنشاء السوق المالي AIM Alternative Investment Market سنة 1995 والتي تعتبر أول سوق لرؤوس الأموال متخصصة في تداول وتسعير قيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما تم إنشاء السوق البديلة الفرنسية عام 1983 تبعثها بعد ذلك السوق الجديدة الفرنسية التي أنشئت في 28 ديسمبر 1995 والموجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة الفتية المبدعة ذات القدرة الكبيرة على النمو وكذلك بهدف تطوير مهنة رأس مال المخاطر في فرنسا. كما قامت سوق Euronext بإنشاء السوق الفرعية المعروفة باسم Alternext سنة 2005 من أجل دعم السوق البديلة والسوق الجديدة وإعطائهما دفعة جديدة تتماشى والتطورات الراهنة. أما بلجيكا فقد افتتحت سوقها البديلة سنة 1985 وألمانيا سنة 1987. غير أن إيطاليا تأخرت في إنشاء مثل هذا النوع من البورصات إلى غاية عام 2001. أما في كوريا فقد أنشأت السوق المالية البديلة عام 1996 والتي تأثرت كثيرا بالنمو الكبير والمتسارع لقطاع التكنولوجيا (عبد الحميد، 2009، ص- ص : 288-289).

أما بالنسبة للدول العربية فنسجل كلا من محاولة المغرب بإنشاء السوق الجديدة المغربية عام 2000 عن طريق الأموال الخاصة للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بقدرة نمو كبيرة والتي ترغب في الاستفادة من السوق المالية لتسريع عملية نموها، إضافة إلى إنشاء مصر لبورصة النيل سنة 2007 والتي تعمل

## سماح طلحي، نسرين عوام، بعلول نوفل

ضمن إطار بورصتي القاهرة والإسكندرية وذلك بهدف تعزيز مصادر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حتى وإن تم التداول فيها لمدة ساعة واحدة فقط يوميا. في حين قامت الجزائر بإنشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012. حيث تم تحديد شروط وإجراءات تسجيل مرقيي البورصة بموجب تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-2013 المؤرخة في 9 يونيو 2013 (باسين العايب، 2011، ص: 290).

### 2-1 مفهوم السوق المالية البديلة:

تعرف السوق المالية البديلة بأنها تلك السوق التي تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة في الحصول على التمويلات الاستثمارية المتوسطة والطويلة الأجل اللازمة لها عن طريق قيد أسهمها في هذه السوق، وذلك وفقا لقواعد قيد وإفصاح أسهل وتكلفة أقل مصممة خصيصا لتلائم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. حيث توفر لها شروط إدراج ميسرة مقارنة بالسوق الرئيسية خاصة فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال المفتوح للاكتتاب وعدد المساهمين وكذا عدد الأسهم المصدرة.

كما تعرف بأنها إحدى تلك الآليات التي وضعت من أجل تنشيط سوق رأس المال وزيادة مساهمتها في تعبئة المدخرات، وتوجيهها لتمويل احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المؤهلة للإدراج في الأسواق المالية الرئيسية الأولى إلى جانب المؤسسات الكبيرة، وذلك بعد تخفيض التكاليف وتيسير شروط وإجراءات القيد بها والتي تراعى خصائص هذه المؤسسات وجعلها تستفيد من خدمات السوق المالية دون شروط معقدة، الأمر الذي يسهم في تنشيط ودعم هذا القطاع من خلال تلبية متطلباته واحتياجاته التمويلية، وذلك في إطار المشاركة والضمان وإتاحة الأوراق المالية والقواعد المنظمة لكل من الشركات والمستثمرين معا في عملية انسيابية متصلة ومتواصلة بين الأطراف المكونة لها (عبد الحميد، 2009، ص- ص: 304-305).

### 3-1 أهمية السوق البديلة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تلعب السوق البديلة دورا جوهريا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذ تسمح هذه السوق بتحسين مناخ الاستثمار في سوق الأسهم، كما تساعد على تنمية الشركات الصغيرة والعائلية خاصة وأن شروط التمويل في هذه السوق أقل صرامة وتعقيدا مقارنة بالسوق الأولى. حيث يمكننا اختصار هذه الأهمية في النقاط التالية (طلحي، 2014، ص- ص: 229-230) :

- إمكانية تمويل البرامج الاستثمارية التوسعية المكلفة جدا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأكثر طموحا حيث تسمح لها بتنويع مصادر التمويل في ظل عدم كفاية أموالها الخاصة إضافة إلى ما تعانيه من صعوبات عديدة عند الاقتراض البنكي.
- تحديد قيمة عادلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمر الذي يفرض على مسيرتها إتخاذ القرارات الاستراتيجية باستمرار والتي ترفع من أسعار الأسهم وكذا قيمة المؤسسة لإرضاء المساهمين وزيادة مداخيلهم.
- توفير الحافز الرئيسي للشركات المدرجة على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين مؤشرات أدائها الاقتصادي وزيادة نسبة التوزيعات، الأمر الذي يرفع من ثقة المساهمين في الإدارة ومن ثم دخول مساهمين جدد.
- تساهم عملية الإدراج في هذه السوق في تحسين صورة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أمام مورديها إضافة إلى تحقيق مزايا تتعلق بتسهيلات الحصول على الائتمان البنكي.

➤ يلعب الإشهار دورا فعالا في تعزيز الأموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة أو المتوسطة المدرجة نتيجة لتسهيل عملية طرح أسهم جديدة للاكتتاب، وذلك من خلال تمكّنها من جلب رؤوس الأموال حسب درجة الخطر والعائد المنتظر.

➤ ارتفاع سيولة المؤسسات المسعرة نتيجة لسهولة حيازة والتنازل عن قيمها من طرف المكتتبين، وذلك بفعل التقييم اليومي للأسهم وهو ما يضمن استمرارية المؤسسة بعد خروج المساهمين مثلما يسهل دخول مساهمين جدد في حالة توسعها.

➤ إن الشفافية والرقابة المستمرتين واللذان تفرضهما السوق البديلة تجعل مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يسعون باستمرار إلى الإفصاح عن نشاطها وآفاقها المستقبلية وبالتالي تقوية مصداقية المؤسسة في نظر الغير.

➤ السعي إلى جلب الاستثمارات الأجنبية في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال منح فوائد مرتفعة ومغرية مع تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها، وهو ما ويدل على أن أوضاعها الاقتصادية جيدة ومركزها المالي جد مقبول.

➤ تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من التعود على السوق المالية فتمتلك القدرة والخبرة الكافية قبل التسجيل مباشرة في السوق الأولى، وذلك باعتبارها مرحلة انتقالية تتكيف فيها هذه المؤسسات مع عمليات البورصة.

➤ عدم فقدان السيطرة من قبل الملاك جراء فتح جزء بسيط فقط من رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاكتتاب، عكس ما هو عليه في السوق الأولى وهو ما يناسب كثيرا هذه المؤسسات التي غالبا ما يطغى عليها الطابع العائلي.

**2- تنظيم وامتيازات السوق البديلة التونسية الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة :**

إن تداخل الاقتصاديات العالمية وعولمة الاقتصاد قد حفز السلطات التونسية على مساندة تلك التحولات وذلك من خلال تطوير النظام المالي والتحول لرفع نصيب السوق المالية في تكوين إجمالي رأس المال الثابت بأكثر من 25%، وفي هذا الإطار قامت الحكومة التونسية بالعديد من الإصلاحات قصد تطوير وتنشيط بورصة تونس لتقوم بتمويل الاقتصاد الوطني وتجنيب الادخار الوطني والأجنبي في خدمة التنمية، الأمر الذي أدى إلى إنشاء سوق مالية بديلة موجهة لدعم تمويل قطاع المؤسسات والمتوسطة.

## **1-2 إنشاء السوق البديلة في تونس :**

أعلنت السلطات الحكومية في يوم 04 ديسمبر 2007 عن إنشاء سوق للأوراق المالية على مستوى بورصة تونس موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والشركات التي تكون بصدد التكوين والتي لديها آفاق واعدة بهدف تنشيط وزيادة استثمارتها، وذلك من أجل الوصول لتحقيق الهدف الرئيسي للدولة والمتمثل في خلق 70.000 مؤسسة و210.000 منصب شغل جديد. إذ يعتبر تنفيذ هذه المبادرة مستوحى من التجربة الفرنسية في هذا المجال وذلك إنطلاقا من إنشاء Alternext في ماي 2005 المخصصة لهذا النوع من المؤسسات. حيث كلفت حينها وزارة الصناعة والتكنولوجيا التونسية مجلس السوق المالية CMF بإعداد برنامج تجريبي لمساعدة بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المعنية ببرنامج إعادة التأهيل الحصول على التمويل عن طريق سوق رأس المال، وقد اختارت اللجنة المكلفة بهذا البرنامج 61 مؤسسة صغيرة ومتوسطة لإعدادها للدخول في هذه السوق البديلة (Sahnoun, 2009, p : 92).

## **2-2 تنظيم السوق البديلة التونسية :**

تتميز السوق البديلة التونسية بتنظيم خاص بالمقارنة مع السوق المالية الرئيسية سواء من حيث المتدخلين الأساسيين أو من حيث أنظمة تسعير أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في هذه السوق.

## 2-2-1 المتدخلون الأساسيون في السوق البديلة التونسية :

منذ نشأة بورصة تونس للقيم المتقولة وعمليات إدراج المؤسسات تتم عن طريق وسطاء البورصة. حيث يتميز بين نوعين أساسيين من الوسطاء على مستوى السوق البديلة التونسية وهما (Ayari, [www.cmf.org.tn/pdf/textes\\_ref/marche\\_alternatif.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/textes_ref/marche_alternatif.pdf)), (consulté le : 15/09/2019)

### أ. المؤسسات الراعية Le Listing Sponsor :

تتكفل المؤسسات الراعية بمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في إدراج أسهمها بالسوق البديلة فيما يتعلق بإجراءات التسجيل وتسيير محفظة الأوراق المالية. بالإضافة إلى السهر على احترامها لشروط الإفصاح المالي بشكل دوري خلال كامل فترة إدراجها بالبورصة. حيث تتولى هذه المهمة إما شركات الوساطة المالية على مستوى البورصة، بنوك الاستثمار ومؤسسات الإقراض أو مكاتب الدراسات المتخصصة في المحاسبة، المالية أو القانون. والتي يشترط أن تمتلك خبرة كبيرة في مجال الهندسة المالية وتقديم الاستشارات، كما يجب أن تتمتع بكفاءة عالية في مجال الإعداد لفتح رأس المال المؤسسات الراغبة في الإدراج للاكتتاب العام وكذا إجراءات تسجيلها في السوق المالية. حيث بلغ عدد المؤسسات الراعية الناشطة بالسوق البديلة ببورصة تونس 23 مؤسسة تحصلت جميعها على الاعتماد من طرف مجلس السوق المالية CMF، إذ تتمثل أغلبها في بنوك أعمال كما نجد من ضمنهم مكاتب دراسات متخصصة بالإضافة إلى ثماني شركات وساطة مالية على مستوى البورصة.

### ب. صانع السوق The Market Maker :

يمثل نظاما من أنظمة تبادل الأوراق المالية التي أدخلت على السوق البديلة التونسية وهو عبارة عن شركة تعمل على ضمان وتعزيز سيولة الأسهم المسعرة في هذه السوق المالية، من خلال نشر مستمر للحدود الإرشادية لأسعار الشراء والبيع الخاصة بالأوراق المالية المصدرة بالسوق في كلتا الاتجاهين، لتساعد بذلك على تسهيل معاملات تداول تلك الأوراق بشكل مستمر خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين يواجهون صعوبات في العثور على الطرف المقابل لإتمام عمليات بيع أو شراء الأسهم. حيث تتولى هذه المهمة إما شركة وساطة مالية في البورصة تمتلك قاعدة مالية جيدة أو بنك استوفى الشروط الخاصة بالموارد البشرية والتقنية التي تؤهله للقيام بهذه الوظيفة، ويتم ذلك عن طريق إمضاء عقد السيولة بين المؤسسة المدرجة في السوق وهيئة موفرة لخدمات الاستثمار والتي إما تكون عبارة عن بنك أو مكتب للصراف (Prestataire de Services d'Investissement) PSI حيث في حالة عدم توازن السوق تضع المؤسسة المدرجة سواء كانت مشتريّة أو بائعة أسهمها تحت تصرف PSI هو الذي يتكفل بتصحيح الخلل كما يضمن تسييل الأوراق المالية ليوفر بذلك السيولة الإضافية التي يحتاجها السوق.

## 2-2-2 تقنيات التسعير المعتمدة على مستوى السوق البديلة التونسية:

لا تختلف طرق تسعير الأوراق المالية على مستوى هذه السوق عن تلك المطبقة في السوق المالية الرئيسية والتي تهدف في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا، إذ يلتقي البائعون والمشترون للأصول المالية ويتنافسون للحصول عليها وذلك عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب. حيث نجد كلا من طريقة التسعيرة المستمرة وطريقة تسعيرة fixing وعند الحاجة لسيولة أكثر في السوق البديلة يمكن اللجوء إلى التسعيرة وفقا لنظام market making.

### أ. طريقة التسعيرة المستمرة:

تسمح هذه التقنية بتحديد سعر الأوراق المالية الذي يضمن إجراء أكبر قدر ممكن من الصفقات والمعاملات وذلك عن طريق مقابلة أوامر البيع والشراء للورقة المالية

لتنفيذ الأوامر حسب السعر التوازني المحدد. حيث يتم احتساب جميع أوامر البيع والشراء حتى تلك الخاصة بفترة ما قبل افتتاح جلسة التداول وذلك من أجل ضمان تداول كل الأوامر، كما نجد أن مدة جلسة البورصة وفقا لهذه الطريقة تمتد لفترة أطول من الزمن مقارنة بتلك الخاصة بالسوق الرئيسية بهدف تحقيق أكبر عدد ممكن من المبادلات، لذا يتم تقييم مدى فعالية هذه التقنية حسب عدد الصفقات السنوية

(Chérif, [www.tribune-economique.com/index.php/bourse/analyse/analyse](http://www.tribune-economique.com/index.php/bourse/analyse/analyse),

consulté le : 15/09/2019 ) :

### ب. طريقة التسعيرة **fixing**:

تخصص هذه الطريقة من التسعير على مستوى السوق المالية البديلة التونسية للقيم المنقولة الأقل سيولة، حيث تخضع جميع المؤسسات عند إدراجها لأول مرة في هذه السوق للتسعير وفقا لهذه التقنية، والتي بموجبها يتم تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر. وطبعاً تكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق، كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب ليتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحنى العرض مع منحنى الطلب. كما ينبغي برمجة مواعيد جلسات البورصة وفقاً لهذه التقنية مسبقاً وذلك من أجل ضمان تنفيذ أكبر قدر ممكن من الصفقات والمبادلات (بوراس، 2006، ص: 111).

### ج. طريقة التسعيرة **Market Making** :

هي تقنية من تقنيات التسعير التي سيتم إدخالها إلى السوق البديلة التونسية من أجل ضمان المزيد من السيولة للأوراق المالية المصدرة. حيث تلزم هذه الطريقة القيام بعمليات النشر المستمر والمتواصل من بداية الجلسة إلى نهايتها لمؤشرات أسعار البيع والشراء للحد الأدنى من القيم المنقولة المتداولة الذي تحدده هذه الطريقة ( Rapport de la bourse de Tunis, [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn), consulté le: 18/07/2019).

### 2-2-3 تسوية المعاملات:

عند إتمام الصفقات على مستوى السوق المالية البديلة لا يلتزم البائع بتسليم الأوراق المالية المباعة للمشتري عند تنفيذ أمر البيع، كما أن المشتري غير مسؤول عن عملية استلام تلك القيم المنقولة المشتراة عند تنفيذ أمر الشراء. لأنه عادة ما تتم عملية التسوية النهائية للمعاملات وتوزيع الأوراق المالية على مستوى السوق الرئيسية عن طريق وسيط يعمل وفقاً لنظام STICODEVAM 3 بمعنى بعد 3 أيام من يوم إتمام الصفقة. حيث يتلقى هذا الوسيط يومياً ملفاً خاصاً بجميع المعاملات المنفذة وبعد أكده من جميع المعلومات ليقوم بدمج محتويات الملف في قاعدة البيانات الخاصة به من أجل التحضير ليوم التسوية النهائية عند T+3

(Chérif, [www.tribune-economique.com/index.php/bourse/analyse/analyse](http://www.tribune-economique.com/index.php/bourse/analyse/analyse),

consulté le : 15/09/2019 ) .

### 3-2-3 إمتيازات السوق البديلة التونسية:

نظراً لأن تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتطلب إمكانيات تمويلية متنوعة تسمح لها بتحقيق التطور الذي شهده الاقتصاد التونسي، عملت السوق المالية البديلة على تقديم امتيازات عديدة لهذا النوع من المؤسسات نذكر من أهمها ( Rapport de la bourse de Tunis, [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn), consulté le : 17/07/2019)

- تنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تعبئة موارد إضافية
- تعزيز البنية التمويلية والاستفادة من مزايا التوجه من اقتصاديات الاستدانة إلى اقتصاديات أسواق المال
- إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق تدعيم الأموال الذاتية والتقليل من حجم الديون

## سماح طلحي، نسرين عوام، بعلول نوفل

- الأشهار والتعريف بالمؤسسات المدرجة من خلال عمليات التسعير اليومي لأسهما والتقييم المستمر لها
  - اعتماد سياسات الحكم الراشد وتحسين الوعي الاستثماري لدى أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
  - ضمان استمرارية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتسهيل عمليات الانتقال بالنسبة للشركات العائلية المغلقة.
- 2-3-1 الامتيازات المالية والضريبية:**
- تستفيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة أو الراغبة في الإدراج في السوق البديلة التونسية من العديد من الحوافز المالية والضريبية والتي تتمثل أساسا في السنوية

(Chérif, www.tribune-economique.com/index.php/bourse/analyse/analyse, consulté le : 15/09/2019 ) :

- ❖ تشجيع المؤسسات الصناعية الداخلة ضمن برنامج إعادة التأهيل بالتسجيل في سوق القيم المنقولة وذلك عن طريق تكفل صندوق تطوير المؤسسات والتنافسية الصناعية (FODEC) بـ 70% من مصاريف إصدار الأسهم عند سقف لا يتجاوز 30.000 دينار تونسي
- ❖ التخفيض في نسبة الضرائب على دخل الشركات إلى 20% بالنسبة للمؤسسات المدرجة والتي تعمل ضمن إطار قانون تحفيز المستثمرين لمدة 5 سنوات ابتداء من سنة الإدراج، وذلك شريطة فتح رأس مالها بنسبة لا تقل عن 30% للاكتتاب العام قبل سنة 2014

❖ إعفاء القيمة الزائدة المحققة عند الإدراج.

### 2-3-2 شروط الإدراج في السوق البديلة التونسية:

- تتميز شروط دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى هذه السوق بسهولة أكثر ومرونة أكبر من تلك الخاصة بالسوق الرئيسية المخصصة للمؤسسات الكبيرة. حيث تحدد بورصة تونس للقيم المنقولة شروط الإدراج في السوق البديلة على النحو التالي (Sahnoun, 2009, p-p :92-93):

- فتح ما لا يقل عن 10% من رأس المال الخاص للمؤسسة للاكتتاب العام
- نشر القوائم والحسابات مالية للمؤسسة مصادق عليها للسنتين الأخيرتين
- تقديم تقرير خاص بتقييم أصول المؤسسة
- الالتزام باحترام جميع قواعد الإفصاح المالي الدوري والمستمر. حيث تلتزم المؤسسات المدرجة بنشر جميع البيانات المحاسبية والمالية المدققة السنوية والسادسية فضلا عن نشر مؤشرات النشاط الفصلية، كما يجب أن لا تتأخر عن نشر أي معلومة من المحتمل أن يكون لها تأثير على أسعار أسهمها
- إعداد تقرير من طرف مجلس إدارة المؤسسة حول المعلومات والميزانيات التقديرية لمدة خمس سنوات من النشاط وذلك تحت إشراف محافظ حسابات معتمد
- وجوب امتلاك المؤسسة آفاق واعدة للنمو في المستقبل وخطة عمل ناجحة وواضحة المعالم. بالإضافة إلى ضرورة توفرها على نظم تسييرية، معلوماتية ورقابية كفؤة وفعالة كالتدقيق الداخلي ومراقبة التسيير... إلخ
- التزام الشركة الراعية بتقديم كل العناية المهنية المستوجبة منها للمؤسسة طوال فترة إدراجها في السوق البديلة.
- وبعد دراسة الملف وقبول إدراج المؤسسة في السوق البديلة يتم نشر بيان القبول مؤشر عليه من قبل مجلس السوق المالية CMF. والجدول رقم 02 يوضح



مدى مرونة شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة التونسية مقارنة مع تلك المفروضة على الشركات الكبيرة للالتحاق بالسوق الرئيسية.

**الجدول 1- : خصوصية شروط الإدراج في السوق البديلة بالمقارنة مع السوق الرئيسية**

السوق البديلة	السوق الرئيسية
عدم اشتراط تحقيق أرباح خلال دورات النشاط	تحقيق نتيجة موجبة خلال الدورتين الأخيرتين شرط غير ضروري للشركة التي تم إدراجها مباشرة بعد زيادة رأس مالها
يتم توزيع الأسهم على 100 مساهم على الأقل أو 5 مستثمرين مؤسساتيون في أجل أقصاه يوم الإدراج. حيث يمكن قبول قيد الأوراق المالية في السوق لكل من: ❖ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يمتلك فيها إثنتين 02 من المستثمرين المؤسساتيين 20% من رأس المال لمدة تتجاوز السنة ❖ المؤسسات قيد التكوين والتي تكون بصدد تجميع الأموال عن طريق اللجوء للاكتتاب العام ( حالة المشاريع الكبيرة)	عند الاكتتاب العام يتم توزيع الأسهم على 200 مساهم على الأقل في أجل لا يتعدى يوم الإدراج
عدم اشتراط رأس مال أدنى.	امتلاك ما لا يقل عن 3 ملايين دينار تونسي كرأس مال للشركة يوم الإدراج كحد أقصى
عدم اشتراط مدة دنيا من النشاط (إمكانية إدراج شركة بصدد التكوين).	-
الانتفاع بمساعدة وكفالة مؤسسة راعية قبل عملية الإدراج وخلال فترة الإدراج بالسوق البديلة.	-

**La source :** Rapport de la bourse de Tunis sur : l'expérience tunisienne du marché alternatif, www.bvmt.com.tn, consulté le: 18/07/2019.

إن الامتيازات العديدة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة تضمن لها نجاح مسار أسهمها طوال فترة الإدراج ليتم تحويلها فيما بعد إلى السوق الرئيسية، الأمر الذي يمكن اعتبار بمثابة تنويع يزيد من تدعيم صورة المؤسسة وسمعتها ويفتح لها الأبواب أمام تحقيق طموحاتها في النمو والتطور عن طريق قنوات التمويل المباشر من السوق المالية.

**3- أهمية السوق البديلة التونسية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة 2013 – 2017 :**

قبيل الانطلاق الرسمي لفعاليات السوق البديلة التونسية الموجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبرت 17 مؤسسة صغيرة ومتوسطة عن رغبتها في أن تكون جزءا من هذه السوق من أجل الاستفادة من مزايا التمويل المباشر عن طريق السوق المالية، وتجسدت الإنطلاقة الرسمية للسوق البديلة التونسية من خلال إدراج أسهم مؤسسة SOPAT سنة 2007، هذه الأخيرة التي قامت بالتحضير للانتقال إلى السوق الرئيسية بعد عامين من إدراجها ليتم ذلك فعلا سنة 2011. لتنتهي سنة 2017 بتسجيل 13 مؤسسة صغيرة ومتوسطة مدرجة بالسوق البديلة التونسية.

**1-3 المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة التونسية :**

عند الافتتاح الرسمي لها في ديسمبر 2007 حققت السوق البديلة العملية الأولى والوحيدة في نفس السنة من إطلاقها لتتوالى فيما بعد عمليات الإدراج للعديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. حيث بلغ عددها 13 مؤسسات مع في نهاية 2017، والجدول رقم 2 يوضح أغلب المعلومات الأساسية الخاصة بإدراج كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى هذه السوق وفقا لصيغة الاكتتاب العام للجماهير

سماح طلحي، نسرين عوام، بعول نوفل

كالتالي:

الجدول 2-:- كيفية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالسوق البديلة التونسية

المؤسسة	قطاع النشاط	تاريخ إنشاء المؤسسة	تاريخ الإدراج	عدد الأسهم المصدرة	نسبة رأس المال المفتوح	سعر السهم DT	الطلب الكلي	نسبة الأسهم المباعة
SOPAT	م الاستهلاك	2003 /03 /03	2007/12/24	522 742	% 26.14	11	540 618	% 103
SERVICOM	الاتصالات	2003/03/13	2009/06/01	1 000 000	% 42.40	3,25	1 397 307	% 140
CARTHAGE CEMENT	الصناعة	2008 /10/22	2010/06/10	71 000 000	%49.76	1,9	853 829 319	%472
Hexabyte	التكنولوجيا	2001/05/10	2012/01/25	833 334	%42,00	6	13 322 844	%3996
AMS	الصناعة	1962 /10/20	2012/05/18	1 000 000	%28,89	10	12 000 743	%2000
Land Or	م الاستهلاك	1994/12/ 08	2013/03/07	1 456 000	%30,98	7,5	8 406 173	%577
Ae-Tech	التكنولوجيا	2001/10/12	2013/04/04	583 334	%26	6	6 664 513	%1142
New body line	م الاستهلاك	2000/11/20	2013/05/09	630 000	%41,67	8,5	12 219 590	%1293
Syphax Air Lines	الطيران	2011	2013/06/11	2 500 000	%30	10	4 524 179	%180
SOTEMAIL	الصناعة	2002/06/21	2014/01/28	3 200 000	%12,20	2,5	5 161 740	%161
Tawasol GP Holding	الاتصالات	2012/10/ 29	2014/07/16	90 004 156	16,7 %	10	108 000 000	%120
MIP	الخدمات	2004/03/11	2014/08/01	1 531 916	%34,83	10	3 250 000	%212
Céréales	م الاستهلاك	2003 /09/23	2014/12/25	1 777 778	36,36%	6,75	4 000 000	%225
Office Plast	م الاستهلاك	2006/01/19	2015/10/07	2 242 160	35,92%	2.230	2 402 110	%30,3
SANIMED	م الاستهلاك	1998/04/27	2017/01/16	1 880 000	30,3%	4.560	1 504 00	%80

La source : www.bvmt.com.tn, consulté le : 17/07/2019.

تؤكد معطيات الجدول رقم 2 أن عملية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى السوق البديلة التونسية كانت ناجحة إلى حد بعيد إذ تجاوزت نسبة استجابة الجمهور لعمليات الاكتتاب العام نسبة 100%. حيث حققت مؤسسة Hexabyte أعلى نسبة أسهم مباعة من بين المؤسسات المدرجة، وهذا إن دل على شيء فهو يدل على ارتفاع حجم التداول في هذه السوق نظرا لزيادة عدد الصفقات والمعاملات خاصة بالنسبة للمؤسسات المدرجة خلال سنتي 2012 و2013 والتي عرفت خلالهما السوق البديلة التونسية نشاطا كبيرا.

**2-3 تطور أداء السوق البديلة التونسية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة بها :**

استمر تطور حجم ونشاط السوق البديلة منذ إنشائها سنة 2007 وذلك بمعدل إدراج مؤسسة واحدة كل سنة، حيث استمر تطور حجم ونشاط السوق البديلة في نفس الاتجاه خاصة سنتي 2013 و2014 التي عرفنا إدراج 08 مؤسسات صغيرة ومتوسطة، كما شهدت ارتفاع حجم المعاملات وكذا زيادة عدد الأسهم المصدرة وتضاعف قيمة الصفقات المنجزة، لتنتهي سنة 2017 بتسجيل 13 مؤسسة. والجدول الإحصائية التالية تبين مدى تطور نشاط وحجم السوق البديلة التونسية خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى غاية 2017.

الجدول - 3:- وزن ورتبة الم ص م المدرجة بالسوق البديلة حسب مؤشر TUNINDEX

2017		2016		2015		2014		2013		المؤسسة
الرتبة	الوزن	الرتبة	الوزن	الرتبة	الوزن	الرتبة	الوزن	الرتبة	الوزن %	
76	0,04	74	0,06	69	0,12	70	0,09	61	0,12	SERVICOM
9	2,96	14	2,20	19	1,49	8	2,79	4	6,08	CARTHAGE CIMENT
75	0,04	73	0,08	72	0,08	59	0,20	46	0,37	Hexabyte
49	0,20	40	0,38	62	0,19	56	0,23	47	0,37%	AMS
80	0,00	78	0,01	77	0,01	74	0,03	62	0,10%	Land Or
56	0,15	54	0,22	50	0,25	61	0,18	48	0,35	Ae-Tech
-	-	-	-	-	-	55	0,24	35	0,62	New body line
35	0,50	32	0,73	28	0,88	25	1,05	-	-	Syphax Air Lines
58	0,14	51	0,24	46	0,30	46	0,35	-	-	SOTEMAIL
79	0,01	77	0,02	76	0,02	71	0,07	-	-	Tawasol GP Holding
70	0,07	70	0,10	68	0,12	-	-	-	-	MIP
51	0,18	50	0,25	54	0,25	-	-	-	-	Céréales
50	0,19	-	-	-	-	-	-	-	-	Office Plast
								71	-	SANIMED

La source : www.bvmt.com.tn, consulté le : 17/07/2019.

من خلال قراءة معطيات الجدول رقم 3 نجد أن مؤسسة CIMENT Carthage تحتل مكانة هامة إذ تعتبر من بين العشر المؤسسات الأكثر نجاحا ونشاطا في بورصة تونس سواء من حيث الأسهم الأكثر حيوية أو من ناحية رؤوس الأموال الأكثر تداولاً. تليها مؤسسة Syphax Air Lines العاملة في مجال الطيران إضافة إلى مؤسسة AMS التي تعتبر من المؤسسات التونسية الرائدة في مجال تصنيع وتسويق التجهيزات الصحية والمنزلية وكذا المنتجات المصنوعة من الخزف والزجاج.

الجدول - 4:- تطور عدد الصفقات المنجزة للم ص م المدرجة في السوق البديلة خلال 2013-2017.

2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
6 487	7 925	4115	4649	8316	SERVICOM
48 032	55 456	35933	31910	40644	CARTHAGE CIMENT
1 269	9 165	1836	4296	3909	Hexabyte
2 405	6 470	6088	9813	13860	AMS
2 672	6 038	7341	5473	25883	Land Or
859	1 575	1397	1697	20356	Ae-Tech
3 019	2 633	5518	3603	10803	New body line
/	/	/	4717	9562	Syphax Air Lines
14 000	29 929	/	/	/	SOTEMAIL
4 885	8 522	13252	12987	/	Tawasol GP Holding
8	6 653	1100	571	/	MIP
1 517	2 832	2082	733	/	Céréales
5 049	9 180	4000	/	/	Office Plast
616	/	/	/	/	SANIMED

La source : www.bvmt.com.tn, consulté le : 17/07/2019.

توضح أرقام الجدول رقم 04 التطور الذي شهدته السوق البديلة التونسية فيما يخص عدد الصفقات المنجزة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في هذه السوق طوال فترة الدراسة خاصة في سنة 2016. حيث احتلت مؤسسة CIMENT CARTHAGE المرتبة الأولى من حيث عدد الصفقات المنجزة كما حققت مؤسسة MIP أكبر نسبة زيادة في عدد صفقات تجاوزت 504% مقارنة بسنة 2015، كما تطور عدد تلك الصفقات لمؤسسة Hexabyte بنسبة نمو قاربت 400%. أما سنة 2017 فكانت مؤسسة line New body هي من أنجزت أكبر معدل نمو في عدد الصفقات بنسبة 14,66% مقارنة بباقي المؤسسات المدرجة بهذه السوق.

الجدول -5-: تطور عدد الأسهم المتداولة للم ص م المدرجة في السوق البديلة خلال 2017-2013.

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
SERVICOM	1919341	421285	399870	1 266 273	1 415 707
CARTHAGE CIMENT	34801102	31568423	41468427	56 722 835	45 350 552
Hexabyte	592501	702725	171723	3 943 083	352 546
AMS	2426141	4173400	2283174	1 213 945	351 313
Land Or	1755382	1300600	249578	786 511	772 730
Ae-Tech	886 423	215197	184819	324 727	129 030
line New body	2088771	680994	1278834	536 412	665 835
Syphax Air Lines	982882	619302	/	/	/
SOTEMAIL	-	/	/	23 795 522	9 086 301
Tawasol GP Holding	/	12418142	14806556	12 078 670	5 358 715
MIP	/	795580	539751	3 489 897	5 638
Céréales	/	1794981	754470	1 336 793	1 226 796
Office Plast	/	/	2402119	5 667 683	8725 748
SANIMED	/	/	/	/	1 435 536

La source : www.bvmt.com.tn, consulté le : 17/07/2019.

تؤكد معطيات الجدول رقم 05 أن سنة 2016 عرفت تطورا كبيرا وملموسا في عدد الأسهم المتداولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة بهذه السوق خاصة حيث تجاوزت فيها نسبة النمو 2196% لدى مؤسسة Land Or مقارنة بسنة 2015، تليها مؤسسة MIP بنسبة زيادة فاقت 546% ثم مؤسسة SERVICOM بمعدل 216%. أما في سنة 2017 فقد عرفت أسهم مؤسسة line New body أكبر نسبة نمو تداولا بمعدل تجاوز 24%.

الجدول -6:- تطور حجم رؤوس الأموال المتداولة في السوق البديلة خلال  
2017-2013.

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
SERVICOM	45567995	8167981	4368846	9 485 814	7 288 942
CARTHAGE CIMENT	129203860	91821077	77830539	114 848 743	110 063 634
Hexabyte	4895798	6838244	1377561	12 797 820	1 720 213
AMS	24723313	18949565	9136790	2 573 624	567 764
Land Or	17308045	7702408	15596579	2 791 808	6 819 870
Ae-Tech	6076367	827759	344258	389 597	84 745
line New body	17316388	4098806	9939310	3 579 428	3 589 817
Syphax Air Lines	9559240	3824031.21	/	/	/
SOTEMAIL	/	/	/	39 013 708	11 029 006
Tawasol GP Holding	/	9759156.52	9663571	7 187 724	2 335 152
MIP	/	3543286	763481	7 187 123	6 246
Céréales	/	12194184	4692161	4 697 769	5 067 133
Office Plast	/	/	10169366	20 632 258	17 395 405
SANIMED	/	/	/	/	6 387 421

La source : www.bvmt.com.tn, consulté le : 17/07/2019.

توضح أرقام الجدول رقم 06 مدى تطور حجم رؤوس الأموال المتداولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة التونسية خاصة خلال سنتي 2016 و 2017 التي شهدتا تطورا ملحوظا. والذي ساهمت فيه كلا من مؤسسة MIP بنسبة زيادة قدره 841,36% ومؤسسة Hexabyte بمعدل نمو قدر بـ 829,02%. بالإضافة إلى مؤسسة SERVICOM بنسبة زيادة وصلت 117,12% في سنة 2016. أما سنة 2017 فقد احتلت مؤسسة Land Or المرتبة الأولى من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة في هذه السوق بنسبة نمو فاقت 144,28%.

الجدول -7:- تطور رسملة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق  
البديلة خلال 2017-2013.

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
SERVICOM	52583400	50402250	21929400	34 591 860	19 117 140
CARTHAGE CIMENT	574928939	416565279	227217425	354 596 891	399 351 838
Hexabyte	22500007	19770840	13729171	39 369 960	11 020 837
AMS	35359330	22589193	12770138	12 365 121	7 629 543
Land Or	34921000	25474000	21620000	7 668 500	36 109 219
Ae-Tech	12784171	6269802	3045968	2 001 001	1 089 434
line New body	26584320	27357120	28516320	26 661 600	21 209 496
Syphax Air Lines	46750000	21450000	/	/	/
SOTEMAIL	/	/	/	58 951 200	45 128 160
Tawasol GP Holding	/	78840000	69120000	58 320 000	39 960 000

## سماح طلحي، نسرين عوام، بعلول نوفل

4 222 980	23 280 000	5102767	10381491	/	MIP
20 093 334	25 275 556	18577778	33097779	/	Céréales
32 741 018	24 188 370	28089720	/	/	Office Plast
53 072 000	/	/	/	/	SANIMED

La source: www.bvmt.com.tn, consulté le : 17/07/2019.

تؤكد معطيات الجدول رقم 06 مدى تطور رسمة السوق المالية البديلة التونسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في هذه السوق خلال فترة الدراسة وخاصة في سنة 2016، التي تجاوزت فيها رسمة مؤسسة MIP معدل زيادة قدره 356,22% بالإضافة إلى سنة مؤسسة Hexabyte ومؤسسة Céréales التي فاق معدل زيادة رسملتهما 186,76% و 108,15% على التوالي. أما سنة 2017 فقد عرفت مؤسسة Land Or أكبر نسبة زيادة في الرسمة والتي تجاوزت 370,87% إضافة إلى كل من مؤسسة Office Plast رغم حداثة إدراجها في السوق البديلة وكذا CIMENT CARTHAGE التي تعد من أهم مؤسسات هذه السوق منذ نشأتها.

#### 4- النتائج ومناقشتها:

تعتبر السوق المالية البديلة التونسية من أنشط الأسواق المالية البديلة في منطقة شمال إفريقيا والتي تضم حاليا 13 مؤسسة صغيرة ومتوسطة وذلك منذ إحداثها في ديسمبر 2007، وذلك انطلاقا من المزايا العديدة التي تتيحها عملية إدراج هذه المؤسسات على مستوى السوق البديلة التونسية بداية من تنوع مصادر التمويل وزيادة حجم الأموال الخاصة، وكذا تخفيض تكلفة التمويل وصولا إلى الاستفادة من المزايا المالية والضريبية التي تمنحها السوق البديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة. هو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى المطروحة في السابق.

لكن رغم الجهود المبذولة من قبل السلطات الحكومية في هذا الإطار تبقى مساهمة هذه السوق في حل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية غير مقبولة ولا ترقى إلى المستويات المنتظر تحقيقها، إذ يعود السبب الأساسي في ذلك إلى عدم إقبال أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على هذه السوق ولجؤهم إلى مصادر التمويل التقليدية على غرار البنوك وكذا شركات رأس المال المخاطر. وذلك بسبب افتقارهم للخبرة اللازمة فيما يخص التمويل عن طريق القنوات المباشرة. بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف الدخول والخروج من وإلى السوق البديلة، هو ما ينفي صحة الفرضية الثانية.

لذا وضعت بورصة تونس إستراتيجية للنهوض بالسوق البديلة تركز على القيام بحملات تحسيسية لفائدة أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالتعاون مع الجمعيات المختصة في هذا المجال. حيث استدعى الأمر القيام بما يلي:

➤ إمضاء اتفاقية شراكة بين البورصة ومركز المسيرين الشباب بتونس le Centre des Jeunes Dirigeants de Tunisie من أجل تعزيز وتطوير الثقافة المالية للمستثمرين الشباب. بالإضافة إلى اختيار وتحضير الشركات المرشحة للإدراج على مستوى السوق البديلة. حيث منذ بداية هذا البرنامج في عام 2009 تم تنظيم خمسة أيام إعلامية لفائدة هذه المراكز في كل من محافظة صفاقس، المنستير، مدنين، جندوبة، وبنزرت

➤ إعادة تنشيط البرنامج التجريبي الذي بدأ بشكل مشترك بين وزارة الصناعة والتكنولوجيا ومجلس السوق المالية CMF لجذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل عن طريق السوق البديلة.

## الخاتمة:

إن ظهور السوق المالية البديلة التونسية كأسلوب من أساليب التمويل الحديثة يعد من الضروريات اللازمة والملحة لنمو اقتصادي ومالي متوازن، والذي يرتبط أساسا بزيادة الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في التوسع والنمو، وذلك بهدف تقريب السوق المالية من هذه المؤسسات التي لا يمكنها الالتحاق بالسوق الرسمية بسبب عدم استيفائها للشروط المعسرة والإجراءات الطويلة والمكلفة اللازمة للالتحاق بها والتي يصعب عليها استيفائها. حيث بذلت السلطات التونسية في هذا الصدد جهودا معتبرة، كما وفرت العديد من الامتيازات المالية وضريبية الهامة بهدف المساهمة في تفعيل دور هذه السوق في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق وتشجيع الأخرى على الإدراج فيها من أجل الاستفادة من مزايا التمويل المباشر. لذا فمن الضروري الاهتمام بتطبيق مجموعة الاقتراحات التالية:

- تشجيع شركات الاستثمار ذات رأس المال المخاطر على تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الإدراج في البورصة
- رفع درجة وعي أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأهمية القيد في السوق المالية البديلة
- التركيز على منح فرص للمؤسسات الواعدة بالانتقال إلى السوق الرئيسي في حالة توافرها مستقبلا مع قواعد القيد بها
- تحسيس أصحاب المؤسسات بمزايا هذه السوق في توفير تمويلات طويلة المدى منخفضة التكلفة
- تدريب أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على قواعد القيد والتداول في السوق
- إعادة النظر في النظام التمويلي الحالي وتحقيق التكامل بين مختلف أطرافه
- العمل على تجسيد شروط الإفصاح التام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المقيدة في السوق البديلة، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى توفير الشفافية الكاملة للمستثمرين المكننين في الأسهم المطروحة في هذه السوق.

## المراجع

- 1- أحمد بوراس، (2006). أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر. ص: 111.
- 2- سماح طلحي، (2014). دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة – مع الإشارة إلى حالة الجزائر- أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي- ، الجزائر. ص- ص: 229- 230.
- 3- عبد المطلب عبد الحميد، (2009). اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مصر: الدار الجامعية، ص. ص: 288-305.
- 4- ياسين العايب، (2011). إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية- حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر. ص: 290.

5- Aïda Chérif, **Positionnement du marché alternatif, la semaine financière,** Du 21/24- 07/ 2014, [www.tribune-economique.com/index.php/bourse/analyse/analyse](http://www.tribune-economique.com/index.php/bourse/analyse/analyse), consulté le : 15/09/2019.

- 6- Chédly Ayari, **Le marché alternatif, une solution adaptée à la PME tunisienne**, [www.cmf.org.tn/pdf/textes\\_ref/marche\\_alternatif.pdf](http://www.cmf.org.tn/pdf/textes_ref/marche_alternatif.pdf), consulté le : 15/09/2019.
- 7- Rapport de la bourse de Tunis sur : **l'expérience tunisienne du marché alternatif** , [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn) , , consulté le : 17/07/2019.
- 8- Sahnoun Djamel, **Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME -Le cas de la Tunisie-**, Revue Des économies nord Africaines N°6, premier semestre, Université Hassiba Benbouali de Chlef, 2009.
- 9- [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn), consulté le : 17/07/2019.
- 10- [www.ilboursa.com/marches/societe.aspx?s=AMS](http://www.ilboursa.com/marches/societe.aspx?s=AMS), consulté le : 20/07/2019.