

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص : تسيير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

بغنوان :

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

- دراسة إستشرافية -

من إعداد الطالب : خالد إدريس

نوقشت و أجزت علنا بتاريخ :

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الأستاذ الدكتور / محمد براق (أستاذ التعليم العالي ، المدرسة العليا للتجارة) رئيسا

الدكتور / مسعود صديقي (أستاذ محاضر جامعة ورقلة) مقرر

الدكتور / يوسف قريشي (أستاذ محاضر جامعة ورقلة) مناقشا

الدكتور / محمد شيخي (أستاذ محاضر جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2007 / 2008

الملخص:

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

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

Résumé:

Le développement des petites et moyennes entreprises (PME) est devenu une nécessité économique contemporaine Étant donné le rôle important que joue 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 marché financier destiné en particulier aux petites et moyennes entreprises qui sont considérés comme une source de l'épargne public et international dans les conditions de la mondialisation financière en cours, et un recours aux PME pour leurs fournir des capitaux pour financer leurs diverses activités. Ces marchés contiennent des termes et conditions en fonction des caractéristiques et des contraintes des petites et moyennes entreprises et parfois appelé bourse des PME, à cause de l'incapacité de ces institutions de répondre aux conditions et exigences d'entrée dans la bourse principale, nous citons parmi ces marché le marché Alternext, qui a été créé par les Français en Mai 2005 et la Bourse Égyptienne du Nil et qui vient d'être créé en Octobre 2007.

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

Mots clés: les PME, financement, les marchés financiers, la bourse des PME

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرها

إلى جميع الإخوة والأخوات

إلى جميع الأقارب

إلى أساتذة الدراسات العليا وخاصة فرع تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إلى السيد عميد كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية وكافة الطاقم الإداري بجامعة

ورقلة

إلى كافة الأصدقاء والزملاء وأخص بالذكر مرزوقي ،نصر، رضا ، إبراهيم ، عبد

الله وبقية عناصر دفعة تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

شكر وتقدير

- في البداية أشكر الله سبحانه وتعالى على توفيقني في إعداد هذه المذكرة بعد جهد وجد .
- كما أتقدم بشكري وتقديري لأستاذي الفاضل الدكتور مسعود صديقي ،الذي كان خير مشرف وموجه لي طوال فترة البحث .
- إلى عمال مكتبة العلوم الإقتصادية بجامعة الجزائر وكذلك مكتبة المدرسة العليا للتجارة بالجزائر .
- إلى كل من ساعدني من قريب او بعيد .

فهرس المحتويات

الفهرس العام

VI.....	فهرس الجداول
VII.....	فهرس الأشكال
1.....	المقدمة العامة
01.....	الفصل الاول: سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
02.....	المبحث الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
02.....	المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
02.....	1- معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
05.....	2- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
09.....	المطلب الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
09.....	1- السمات العامة
11.....	2- السمات الخاصة
12.....	المطلب الثالث: أهمية المؤسسات ص.م في التنمية الاقتصادية ومعوقاتها
12.....	1- أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية
17.....	2- المعوقات والمشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
18.....	المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول التمويل
18.....	المطلب الأول: مصادر التمويل
18.....	1- مزايا و عيوب البدائل التمويلية
19.....	2- مصادر التمويل
24.....	المطلب الثاني: تكلفة التمويل
24.....	1- قياس تكلفة التمويل
27.....	2- حساب متوسط تكلفة إجمالي مصادر التمويل
28.....	المطلب الثالث : ماهية هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة
29.....	1- محددات الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة
31.....	2- محددات الاقتراض: تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة
34.....	المبحث الثالث: خصوصية التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
34.....	المطلب الأول: قرار التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
34.....	1- خصوصية اتخاذ القرارات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
37.....	2- نماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
38.....	المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
38.....	1- التمويل الذاتي
40.....	2- التمويل من السوق الغير الرسمي للإقراض
41.....	3- التمويل من السوق الرسمي
42.....	4- بدائل التمويل المستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
47.....	المطلب الثالث التحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
49.....	خلاصة الفصل الاول

الفصل الثاني: نجاعة دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة.....50

- المبحث الأول مكانة سوق الأوراق المالية في السوق المالية.....51
- المطلب الأول موقع سوق الأوراق المالية في السوق المالية.....51
- 1- مفهوم السوق المالية.....51
- 2- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها.....52
- المطلب الثاني وظائف سوق الأوراق المالية و آلية تنظيمه.....55
- 1- وظائف سوق الأوراق المالية.....55
- 2- تنظيم سوق الأوراق المالية.....56
- المطلب الثالث كفاءة سوق الأوراق المالية.....61
- 1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية.....61
- 2- متطلبات كفاءة سوق رأس المال.....62
- 3- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق.....64
- المبحث الثاني أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة.....65
- المطلب الأول: حاجة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة خاصة بها.....65
- 1- ضيق نطاق التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....65
- 2- السوق الثانية.....68
- المطلب الثاني المزايا التي تحققها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحدياتها.....71
- 1- المزايا على مستوى الاقتصاد الكلي.....72
- 2- المزايا على مستوى الاقتصاد الجزئي (المؤسسات).....72
- 3- التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....73
- المطلب الثالث واقع الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم.....74
- 1- قياس درجة تطور أسواق رأس المال.....74
- 2- أداء الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم.....75
- المبحث الثالث نماذج دولية في إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....80
- المطلب الأول نموذج السوق المالية الفرنسية.....80
- 1- أقسام السوق المالية الفرنسية.....81
- 2- التعديلات والإصلاحات.....83
- 3- بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Alternext.....83
- المطلب الثاني نموذج بورصة النيل المصرية.....84
- 1- المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر.....84
- 2- الإطار التنظيمي للبورصة المصرية.....86
- 3- بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة (النيل).....87
- خلاصة الفصل الثاني.....92

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لنجاعة انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى

البورصة وآفاقها في الجزائر 93.....

- 93.....المبحث الأول الواقع التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- 94.....المطلب الأول: آليات وبرامج ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 94.....1- الإطار القانوني لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 96.....2- برامج دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 101.....3- التعاون الدولي.
- 101.....المطلب الثاني تطور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية.
- 101.....1- تطور تعداد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.
- 102.....2- توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 105.....3- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل.
- 106.....المطلب الثالث واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- 106.....1- برامج تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- 111.....2- تقييم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- 112.....المبحث الثاني نجاح بورصة المؤسسات ص و م و آفاق إنشائها في الجزائر.
- 113.....المطلب الأول نجاعة بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Alternext.
- 113.....1- تطور السوق الثانية في فرنسا.
- 114.....2- دور السوق الثانية في تمويل م.ص.م. في فرنسا.
- 115.....3- نجاح سوق Alternext.
- 120.....المطلب الثاني بورصة الجزائر ومعوقاتهما.
- 121.....1- بورصة الجزائر.
- 123.....2- معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- 127.....المطلب الثالث آفاق إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر...
- 127.....1- عوامل الاختلاف بين البورصة الرئيسية وبورصة المؤسسات ص و م.
- 127.....2- إجراءات عملية لتفعيل دور السوق المالي كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 130.....المبحث الثالث دراسة سلوك مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ورؤيتهم للبورصة.
- 131.....المطلب الأول عينة الدراسة الميدانية.
- 131.....1- منهج الدراسة.
- 132.....2- عينة الدراسة.
- 134.....المطلب الثاني طبيعة المسير واتخاذ القرارات.
- 134.....1- طبيعة المسير.
- 137.....2- سلوك المسير.

v

144.....	المطلب الثالث تحليل سلوك مسيري المؤسسات ص و م
144.....	1- المسير ودرجة الاستشارة.....
146.....	2- الميل إلى المشاركة وصفات المسير.....
148.....	3- قرار الدخول إلى البورصة وشخصية المسير
151.....	خلاصة الفصل الثالث.....
152.....	الخاتمة.....
155.....	قائمة المراجع.....
	الملاحق

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	05
02	التعريف الأمريكي للمؤسسات الصغيرة	07
03	تعريف اليابان للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة	08
04	توزيع المؤسسات ص و م حسب التعريف القانوني في الجزائر	09
05	مزايا و عيوب حقوق الملكية	18
06	مزايا و عيوب الاقتراض	19
07	تصنيف سلوك المسيرين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	36
08	قواعد التداول في بورصة النيل	91
09	تطور تعداد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة	102
10	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب فروع النشاط	103
11	قطاعات النشاطات المهيمنة	104
12	توزيع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الخاصة حسب الجهات	105
13	تطور عدد مناصب الشغل	106
14	توزيع المشاريع المصرح بها حسب قطاعات النشاط مجتمعة	109
15	وضعية المؤسسات المصغرة الممولة حسب قطاعات النشاط	110
16	حجم الصفقات ورسملة السوق الثانية الفرنسية.	113
17	تطور مؤشر السوق الثانية	114
18	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الثانية.	114
19	خصائص أقسام السوق المالية الفرنسية	128
20	الاستفادة من وكالات الدعم	134

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
32	قيمة المؤسسة في ظل تكلفة الإفلاس	01
33	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة إلى الضريبة ووجود كلفة الإفلاس والوكالة.	02
77	رأسمال أسواق الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال 2005	03
78	عدد الشركات في أسواق الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال 2005	04
79	قيمة التداول في أسواق الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال 2005	05
80	العائد في أسواق الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال 2005	06
90	مراحل القيد في بورصة النيل	07
115	عدد المؤسسات و رسملة سوق Alternext	08
116	توزيع المؤسسات المدرجة في السوق حسب القطاعات	09
116	ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسات حسب القطاعات	10
117	تنوع الجنسيات الموجودة في السوق	11
118	قيمة التداول في سوق Alternext	12
118	حجم التداول	13
119	توزيع المؤسسات المدرجة حسب رقم الأعمال	14
119	أداء مؤشرات السوق المالية الفرنسية	15
120	أداء مؤشر سوق Alternext	16
132	طبيعة نشاط مؤسسات العينة	17
133	الشكل القانوني لمؤسسات العينة	18
133	أعمار مؤسسات العينة	19
135	طبيعة علاقة المسير بالمؤسسة	20
136	المستوى التعليمي للمسير	21
136	الفئات العمرية لمسيري العينة	22
137	نسبة الاستشارة	23
138	نسبة المؤسسات التي تحصلت على قروض مصرفية	24
140	نسبة الرضا على البنوك	25
141	نسبة الميل إلى المشاركة	26
142	نسبة المسيرين الذين لديهم معلومات عن البورصة	27
143	نسبة المؤسسات التي ترغب للدخول إلى بورصة المؤسسات ص و م	28
144	المؤسسات التي ترغب في الدخول إلى بورصة المؤسسات ص و م المحلية	29
145	العلاقة بين درجة الاستشارة وطبيعة المسير	30
146	العلاقة بين درجة الاستشارة والمستوى التعليمي	31
147	العلاقة بين طبيعة المسير والميل إلى المشاركة	32
148	العلاقة بين المستوى التعليمي والرغبة في المشاركة	33
149	العلاقة بين طبيعة المسير وإمكانية الدخول إلى البورصة	34
150	العلاقة بين قرار الدخول إلى البورصة والمستوى التعليمي	35

فهرس الملاحق

رقم الصفحة	الملاحق
160	الملحق (1): نموذج الاستبيان
161	الملحق (2): قواعد قيد الأوراق المالية في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة (النيل)
164	الملحق (3): قواعد عمل الرعاة في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة (النيل)
167	الملحق (4): رسوم القيد في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة (النيل)
169	الملحق (5): قواعد التداول والمقاصة في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة (النيل)

المقدمة

1- أهمية البحث وسبب اختياره

1-1 - أهمية البحث

يرى كثير من الاقتصاديين أن تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و تشجيع إقامتها من أهم روافد عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول بشكل عام، والدول النامية بشكل خاص، وذلك باعتبارها منطلقاً أساسياً لزيادة الطاقة الإنتاجية من ناحية، والمساهمة في معالجة مشكلتي الفقر والبطالة من ناحية أخرى، و لذلك أولت دول كثيرة هذه المشاريع اهتماماً متزايداً، وقدمت لها العون والمساعدة بمختلف السبل ووفقاً للإمكانيات المتاحة.

وعلى الرغم من انتشار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كافة دول العالم، إلا أن مفهوم هذه المؤسسات مازال يثير جدلاً كبيراً يتعذر معه تحديد تعريف محدد متفق عليه لها، لان هذه المؤسسات تختلف في خصائصها الاقتصادية والتقنية والتنظيمية حسب نوع النشاط ومرحلة النمو التي تمر بها الدولة، فما يعتبر مؤسسة صغيرة في قطاع الصناعة قد يصنف مؤسسة متوسطة أو كبيرة في قطاع الخدمات، وما يعتبر مؤسسة صغيرة في دولة متقدمة يعتبر مؤسسة كبيرة في دولة نامية .

إن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ما يزال دون المستوى المطلوب، كما أنه في حاجة إلى إصلاحات جذرية، و بالتالي يبقى تحسين واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضمان آفاق واعده لها مرهونا بإقامة بيئة نشاط ملائمة وجذابة للاستثمارات الخاصة الوطنية والأجنبية وتحضيره من مختلف الجوانب لمواجهة التحديات الجديدة.

لاشك أن عولمة الاقتصاد يميزها الدور البارز للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تساهم في تحقيق نسبة عالية من النمو فضلا عن امتصاص البطالة و المساهمة في تسييرها، ولا يمكننا الحديث عن آفاق هذه المؤسسات في الجزائر بدون أن نأخذ في الحسبان الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة وإبرام اتفاق الشراكة مع الاتحاد الأوروبي.

إن التيار الاقتصادي العالمي جعل من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة اليوم المحرك القاعدي للاقتصاد، لذا فالتحديات التي تواجه هذا القطاع في الجزائر كبيرة، فرغم مرور أكثر من عشرية على الانفتاح الاقتصادي إلا أن موضوع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لا يزال في طور التأسيس ومن بين تلك التحديات نجد مشكلة التمويل .

في حين نجد أن المؤسسات في العالم المتقدم تعاني من مشكل رشادة اختيار مصادر التمويل المتعددة التي يمكنها أن تحصل عليها و بأقل التكاليف ، نجد إن المؤسسات في بقية الدول النامية مثل الجزائر تعاني مشكل الندرة من تلك المصادر و حتى تنمو وتتقدم هذه المؤسسات فهي تحتاج بالضرورة إلى المال لتغطية الاختلالات المؤقتة للصندوق و لتحقيق تمويل استثماراتها ودورة استغلالها تلجأ المؤسسات للبحث عن مختلف مصادر التمويل .

فمنذ القدم كان التمويل يتم عن طريق الوساطة المالية للجهاز المصرفي أين لعبت البنوك و المؤسسات المختصة في منح القروض دورا أساسيا في تمويل المؤسسة و الاقتصاد بصفة عامة ، و اعتبر النظام البنكي آنذاك أساس قيام اقتصاد السوق ، ونظرا لضغوط التكاليف المرتفعة للنظام السابق الذي خضعت له المؤسسة من جهة و السعي وراء بلوغ نصاب التوظيف الأكبر مردودية بالنسبة للمدخرين ، اتجه تمويل الاقتصاد نحو الأسواق المالية إذ أصبح يتم عن طريق إصدار الأوراق المالية ، وبذلك قل نصيب البنوك في حجم التمويل في حين ارتفعت نسبة التمويل المباشر الذي مكن المؤسسة من التمويل مباشرة من الادخار المتوفر في السوق دون اللجوء إلى الاقتراض ، هذا الإجراء الأخير سمح للمؤسسة من تدعيم رأس مالها الخاص و بالتالي التقليل من تكلفة رأسمالها ككل ، و هنا تصبح فكرة انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة قائمة بشكل فعال و بالتالي الاستفادة من إجراءات هذا النوع من التمويل الذي تنتقل من خلاله المؤسسة من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية، إن التطور المستقبلي لهذه العملية يعد أكثر تأمينا ، حيث أننا نجد أنه في كثير من المؤسسات ليس بإمكان المساهمين فيها المساهمة الدائمة قصد توسيع المؤسسة و تطويرها و بالتالي يصبح الانضمام إلى البورصة طريقة لدوام مستقبل المؤسسة و زيادة تطورها .

وبناء على ما سبق يمكن إبراز أهمية البحث فيما يلي:

- تكمن أهميته بحثنا هذا في كونه يتعرض لأحد أهم المواضيع الاقتصادية المطروحة اليوم على الساحة الاقتصادية ومتداولة بين الباحثين والمفكرين الاقتصاديين، ومقرري السياسة التنموية في مختلف الدول، المتقدمة أو النامية منها، خاصة في الوقت الراهن الذي يتسم بتحولات اقتصادية عميقة كان لها أثر واضح على أهمية ومكانة هذه المؤسسات في الحياة الاقتصادية والاجتماعية.
- أن نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وزيادة قدرتها لمواجهة المنافسة يظل مرتبط بمدى تجاوزها لمشكلة التمويل التي تظل المحدد الأساسي لقراراتها المتعلقة بالاستثمار وحتى صحتها المالية وقدراتها التنافسية، لذلك جاءت هذه الدراسة لمعالجة مشكل التمويل الذي تعاني منه أغلبية هذه المؤسسات، وإظهار أثر الدخول إلى البورصة الذي يساعد في نمو تلك المؤسسات ، الذي ينعكس إيجابا على مستوى الاقتصاد الكلي من ناحية زيادة معدل الاستثمار واستغلال المدخرات الذي بدوره يزيد في معدل النمو والتقدم.
- أهمية إنشاء أسواق مالية لها شروط وقيود تتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة(السوق الثانية) والتي يطلق عليها في بعض الأحيان ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لعدم استطاعة تلك المؤسسات تحقيق شروط ومتطلبات الدخول إلى البورصة الرئيسية، والتي نذكر من بينها سوق

Alternext الفرنسي الذي انشأ في ماي 2005 و بورصة النيل المصرية التي أنشأت حديثا وذلك في أكتوبر 2007.

1-2- سبب اختيار الموضوع

- من أهم الأسباب الدافعة وراء اختيار موضوع البحث الذي بين أيدينا والذي عنوانه فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة مع دراسة استشرافية لآفاقه في الجزائر، نذكر مايلي:
- قناعتنا الخاصة لما يمكن أن تلعبه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر إذا ما عمل المهتمين بها بإعطائها العناية الكافية، وتقديم الدعم المناسب لها حتى تؤدي الدور الذي يجب أن تلعبه، كما هو سائر في مختلف دول العالم
 - مكانة مشكل التمويل لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الذي يعتبر أهم العوائق أمام تطورها ونموها و حتى ضمان بقائها، بسبب عدم تكيف الأطر المالية التقليدية لاحتياجات التمويل المتميزة لهذا النوع من المؤسسات.
 - نجاح إنشاء الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العديد من الدول وامكانية استفادة الجزائر من تلك التجارب لخلق بورصة تتناسب شروطها وطبيعتها تلك المؤسسات.

2-أهداف البحث

- من بين الأهداف التي نسعى إلى تحقيقها من رواء القيام بهذا البحث نذكر أهمها:
- محاولة التعرف على ملامح سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال القيام بمسح لمختلف التعاريف المعطاة لهذا القطاع اعتمادا على ما قدمته بعض المنظمات الدولية، وتجارب بعض الدول في هذا المجال، ومحاولة الوقوف على أهم خصائصها المالية وذلك سواء من حيث المصادر المتاحة لها أو من جانب اتخاذ القرارات التمويلية.
 - محاولة إظهار أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة ، وذلك بإنشاء أسواق مالية تأخذ في الحسبان خصوصية تلك المؤسسات، وهذا من خلال عرض بعض التجارب الدولية في كل من فرنسا ومصر .
 - إن المسير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة له دور مركزي فهو مصدر كل القرارات، لذلك جاءت هذه الدراسة لمحاولة التعرف على شخصية مسيري تلك المؤسسات وتفسير سلوكياتهم وكذلك إيضاح رؤيتهم من فكرة الانضمام إلى البورصة.

2-إشكالية الدراسة

في هذا الصدد ونظرا لمكانة مشكل التمويل في الأدبيات المهمة بشأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وباعتبار أن النظرة السائدة تعد البورصة حكرا على المؤسسات الكبيرة، نصل إلى إبراز معالم إشكالية بحثنا، التي نحاول تناولها وفق سياق نظري تحليلي من خلال الإجابة على السؤال الرئيسي التالي :

ما مدى إمكانية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية عن طريق البورصة ؟

نظرا لكون الدخول إلى البورصة يعتبر من بين القرارات المالية التي يتخذها مسير المؤسسة و الذي يحدد سياساتها المالية، وباعتبار خصوصية تلك المؤسسات وعدم توفرها على شروط التي تضعها الأسواق المالية الرئيسية، و لمعالجة وتحليل هذه الإشكالية، نقوم بطرح والإجابة على الأسئلة الفرعية التالية :

- ما هي ملامح السياسات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وخصائص اتخاذ القرارات فيها؟
- ما أهمية إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؟
- ما هو واقع التمويل في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية ؟ وما رؤية مسيرها في إنشاء بورصة خاصة بهم؟

3-الفرضيات

يتطلب تحليل الإشكالية محل الدراسة اختبار مجموعة من الفرضيات التي تعتبر كإجابة مبدئية على مختلف التساؤلات المطروحة فيها، ونظرا لمكانة المسير في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي أوضح مختلف الدراسات التي تناولت موضوع تلك المؤسسات الدور المركزي له، وكذلك لعدم استيفاء هذه المؤسسات لشروط الدخول إلى البورصة الرئيسية جاءت صياغة الفرضيات على النحو التالي:

* يمكن لشخصية المسير أن تفسر السياسات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة و تحدد ملامح عملية اتخاذ القرار.

وعلى ضوء تلك الفرضية تم وضع فرضيات أخرى جزئية:

- H1: طبيعة شخصية المسير (مالك/موظف) تحدد سلوك اتخاذ القرار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسياساتها المالية.
- H2: المستوى التعليمي للمسير يفسر نمط اتخاذ القرار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسياسات تمويلها.
- H3: عمر المسير يؤثر في سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و يفسر نمط اتخاذ القرار.

* تحقق بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مزايا عديدة في الحياة الاقتصادية وذلك سواء على مستوى الاقتصاد الكلي أو المستوى الجزئي، وذلك من خلال قدرتها الكبيرة في جذب تلك المؤسسات لاتخاذ قرار التوجه إلى الادخار العام.

* هناك رغبة لدى المسيرين الجزائريين في الدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا تم إنشاؤها في الجزائر.

5- منهج الدراسة

جاءت هذه الدراسة الاستشرافية من اجل عرض نجاح إنشاء بورصة تهتم بمتطلبات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال بعض التجارب الدولية وتصور إمكانية إدراجها في الجزائر، نظرا لطبيعة الدراسة فقد استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي، المقارنة و الاستقرار، حيث أننا قمنا بوصف وتحليل السياسات المالية المتبعة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالتعرف على أهم مصادر التمويل واتخاذ القرار في هذه المؤسسات، واعتمدنا المنهج الاستقرار وذلك من اجل التعرف على رؤية مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبورصة في كل من ولاية الوادي، ورقلة وبسكرة عن طريق طرح الاستبيانات، إضافة إلى تلك المناهج استخدمنا منهج المقارنة وهذا لتوضيح أهم نقاط الاختلاف بين البورصات الرئيسية وبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك فيما يخص قيود الإدراج ونظام التداول لإبراز بساطة و مرونة الشروط في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتناسب و خصوصية تلك المؤسسات.

6- هيكل البحث

لقد قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى قسمين نظري وآخر تطبيقي، حيث في القسم النظري تم تجزئته إلى فصلين الفصل الأول تم التعرف فيه على ملامح سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ففي البحث الأول تم التطرق إلى ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بإبراز خصائص تلك المؤسسات وتعريفها في مختلف الدول، أما في البحث الثاني فقد خصصناه إلى توضيح بعض المفاهيم الأساسية في التمويل مصادره وكذلك تكلفته، وفي البحث الثالث أظهرنا ملامح سياسات التمويل في تلك المؤسسات من خلال إبراز دور المسير و خصوصية اتخاذ القرار فيها، وذلك بالاستعانة بنظريات الهيكل المالي لتفسير قرار التمويل في هذه المؤسسات، كما تعرفنا أيضا على أهم مصادر التمويل و التحديات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما في الفصل الثاني والذي خصص لدراسة نجاعة دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة، حيث في البحث الأول تناولنا دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، وبيننا أهمية انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة و مزاياه سواء على المستوى الكلي أو الجزئي وذلك في البحث الثاني، حيث تعرفنا أيضا على واقع الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم، أما البحث الثالث فقد خصص

لعرض بعض التجارب الدولية في إنشاء أسواق مالية تتناسب شروطها وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كل من فرنسا ومصر .

وفي الفصل التطبيقي قمنا بعرض ملامح السياسات المالية المتبعة من طرف الجزائر لتمويل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذلك التعرف على الواقع التمويلي لتلك المؤسسات ، أما في المبحث الثاني والذي خصصناه إلى إظهار مدى نجاح إنشاء سوق للأوراق المالية يتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا بعرض التجربة الفرنسية من خلال سوق **Alternext** للأوراق المالية ، وبيننا أهم الاختلافات بينه وبين السوق الرئيسية، ونظرا لكون قرار الدخول إلى الأسواق المالية يرجع إلى مسيري تلك المؤسسات، خصصنا المبحث الثالث لدراسة و التعرف ميدانيا على شخصية ومستوى المسيرين الجزائريين وكذلك استنتجنا رؤيتهم للدخول إلى البورصة في حالة ما تم إنشاء سوق للأوراق المالية يخص ذلك النوع من المؤسسات، وهذا عن طريق طرح استبيان على مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى الوادي وتقرت وورقلة وبسكرة و حاسي مسعود، وبعد جمع البيانات وتبويبها إحصائيا ، واستخراج النتائج والنسب تم التعليق عليها واثبات مدى صحة الفرضيات .

7- الدراسات السابقة

-يوسف قريشي :سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية

وعلوم التسيير بجامعة الجزائر، سنة 2005، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول الخصائص العامة المحددة لسياسة تمويل المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة في الجزائر و طبيعة ومميزات السلوك التمويلي لهذه المؤسسات، و ذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعين من 128

مؤسسة صغيرة ومتوسطة على الفترة 2003/2001، وقد كان هدف الدراسة تفسير سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في

الجزائر وتحليل سلوكها التمويلي بالتعرف على أهم المحددات التي تفسر بناء هياكلها التمويلية.

و من بين أهم التوصيات التي اقترحها الباحث السماح ببروز سوق مالي يهتم بالاستجابة لاحتياجات التمويل المؤسسات غير المصنفة في

البورصة في الجزائر وكذلك دفع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول إلى البورصة والتي هي محور دراستنا.

8- صعوبات الدراسة

إن أية عملية بحث إلا وتعرضها بعض الصعوبات والمعوقات ، وتتمثل الصعوبات التي واجهتنا عند إعداد البحث في ما يلي:

- نقص المراجع المتعلقة بمجهر موضوع الدراسة.
- عدم وجود دراسات سابقة تطرقت لهذا الموضوع في المكاتب الجزائرية.

الفصل الأول

سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

تمهيد

شهدت السنوات الأخيرة تزايد الإدراك في كثير من البلدان باختلاف درجة النمو فيها ، بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقوم بدور فعال في توسيع النشاط الاقتصادي وتنويعه ، وفي تحقيق الأهداف الإنمائية الأساسية ،ومن الواضح أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل الغالبية الساحقة من الطاقات الاقتصادية في معظم البلدان ،سواء من حيث عدد المؤسسات أو من حيث العمالة .

وعلى الرغم من وجود توافق في الآراء بين الباحثين والمسؤولين بشأن ما للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهمية فائقة في عملية التنمية ،إلا أنه لا يزال هناك إشكال فيما يتعلق بإعطاء تعريف موحد ومناسب لها وفي تحديد معالمها وأشكالها، الذي ترتب عنه ظهور صعوبات كبيرة أمام المعنيين بهذا القطاع بشأن السياسة التي يتعين اختيارها من أجل مواصلة النهوض وترقية تلك المؤسسات.

يعتبر توافر رأس المال من أهم عوامل إنشاء وتشغيل أي مشروع صناعي، تجاري أو خدمي، وفيما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل عام فالقصور في تمويلها يعتبر من المعوقات الرئيسية التي تحول دون تنميتها في جميع البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء إلا انه في هذه الأخيرة أكثر حدة واشد تأثيرا، نظرا لخصوصية تلك المؤسسات مما ميز سياساتها المالية.

لذلك سوف نتناول في هذا الفصل الباحث التالية:

- ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- مفاهيم أساسية حول التمويل.
- خصوصية التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

إن الأهمية البالغة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النشاط الاقتصادي العالمي جعلته يستقطب اهتمام العديد من الباحثين والمفكرين، الذين اجمعوا على حيوية القطاع ودوره الفعال في تحريك عجلة التنمية، إلا أن تحديد تعريف جامع لهذا القطاع قد خلف نوعاً من الاختلاف لدى هؤلاء المفكرين والباحثين الذين اجتهدوا في إعطاء مفهوم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كل حسب المعايير والمحددات التي يراها مناسبة في تحديد معالم هذا التعريف، ولهذا سنحاول في هذا المبحث تقديم أهم التعاريف المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والدور الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن محاولة وضع تعريف دقيق للمؤسسات ص و م مع توضيح من جهة تعاليمها من المنظمات الأخرى — المؤسسات المتزيلة والمؤسسات الكبيرة — ومن جهة أخرى مجالات نشاطها، تعتبر ضرورة أمام كل باحث يتناول هذا الموضوع بالدراسة والتحليل، وكذلك أمام المسؤولين الاقتصاديين والسياسيين في مختلف الدول عند إعدادهم للخطط والبرامج لإنماء ومساعدة هذا النوع من المؤسسات .

1-1- معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

رغم الصعوبات التي تواجه عملية وضع تعريف دقيق وشامل لهذا القطاع، فإن أغلب الدراسات والبحوث التي تمت في هذا الشأن وأيضاً أغلب المؤلفين يركزون على ضرورة الانتهاء إلى تحديد ماهية هذه المؤسسات بالاعتماد على مختلف المعايير للترقية بين المؤسسات ص و م من جهة والمؤسسات الكبيرة من جهة أخرى، النوع الأول هو المعايير الكمية والتي تصلح للأغراض الإحصائية والتنظيمية، حيث يسهل بمقتضاها جمع البيانات عن المؤسسات المختلفة ووضع الحدود الفاصلة بين المؤسسات ص و م والكبيرة مما يساعد الجهات التنظيمية المستولة عن مساندة وتدعيم هذه المؤسسات في تحديد نطاق عملها على وجه دقيق، أما النوع الثاني فيعتمد على المعايير النوعية، وهو يصلح لإجراء التحليل الاقتصادي وتقويم كفاءة المؤسسات وتحديد الدور الكامن لكل من المؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية .

1-1-1- المعايير الكمية⁽¹⁾ .

إن صغر أو كبر المؤسسة يتحدد بالاستناد إلى جملة من المعايير والمؤشرات الكمية والإحصائية المحددة للحجم، يسمح استعمالها بوضع حدود فاصلة بين مختلف أحجام المؤسسات ويمكن تقسيم هذه المعايير إلى مجموعتين

(1) اسماعيل شعبان، ماهية المؤسسات ص و م وتطورها في العالم، الملتقى الوطني الأول حول فرص الاستثمار بولاية غرداية ودور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -

الواقع والتحديات -، غرداية 2004

– المجموعة الأولى: وتظم مؤشرات تقنية واقتصادية، نجد من ضمنها كل من:

- عدد العمال .
- حجم الإنتاج .
- حجم الطاقة المستعملة .

– المجموعة الثانية: وتتضمن المؤشرات النقدية :

- رأس المال المستثمر .
- رقم الأعمال .
- القيمة المضافة.
- التركيب العضوي لرأس المال.

بالرغم من تعدد المعايير الكمية ، يمكن القول بأن معيار عدد المشتغلين يعتبر أكثرهم قبولا على المستوى الدولي، وبصفة عامة يتوقف المعيار المرجح على طبيعة القطاع الذي ينتمي إليه نشاط المؤسسة وعلى الغرض من التحليل والدراسة ونوعية البرامج المقترحة لتنمية المؤسسات ص و م وتوفير الخدمات الداعمة لها، ويفضل الاعتماد على المعايير المزدوجة أو المركبة إذا ما توافرت البيانات والمعلومات التي تمكن من استخدامها وبما يتوافق وخصائص القطاع ونشاط المؤسسة التابعة له ومن بين المعايير المزدوجة نذكر : معيار عدد العمال ورقم الأعمال أو عدد العمال ورأس المال... الخ.

1-2- المعايير النوعية⁽¹⁾

لا يكشف الاعتماد على المعايير الكمية لوضع الحدود الفاصلة بين المؤسسات ص و م والمؤسسات الأخرى عن طبيعة تنظيم العمل أو علاقة المؤسسة بالحيث أو درجة التخصص وعمق تقسيم العمل... الخ، لذا فإن تعريف المؤسسات ص و م، لا يعتمد على المعايير الكمية فحسب، بل يتعين إضافة معايير نوعية أخرى تسمح بإبراز خصائص هذا النوع من المؤسسات، وكذا شرح طبيعتها و اختلافها مع باقي التنظيمات الأخرى. حيث يمكن اعتبار المؤسسة صغيرة أو متوسطة إذا وجدت فيها خاصيتين من الخصائص الأربعة التالية:

- بالنسبة لاستقلالية الإدارة، فعادة ما يكون المسيرون هم أصحاب المؤسسة.
- تعود ملكية المؤسسة ورأس مالها لفرد أو مجموعة من الأفراد.
- تمارس المؤسسة نشاطها محليا، إذ أن احتياجها إلى السوق يمكن أن تمتد خارجيا، كما أن أصحاب المؤسسة و العاملون فيها يقطنون منطقة واحدة.

(1) لخلف عثمان ، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، أطروحة دكتوراة جامعة الجزائر 2004 – ص 10

- تعتبر هذه المؤسسة صغيرة الحجم، إذا ما قورنت بالمؤسسة كبيرة الحجم تمارس نفس النشاط.

ويعكس هذا التنوع في المعايير تعدد الخصائص التي يميّز بها القطاع المعني، الأمر الذي أدّى إلى تعدد التعاريف من بلد إلى آخر ومن منظمة إلى أخرى، حتى وإن اتّفق بعضها في نوعية المعايير المعتمدة، إلّا أنّها لا تعطيها نفس الأهمية بسبب عدّة عوامل اقتصادية، تقنية وسياسية من بينها⁽¹⁾:

– **العوامل الاقتصادية:** تتمثل في التطور الغير متكافئ لقوى الإنتاج في مختلف الدول، فالمؤسسة التي تعتبر كبيرة في إفريقيا الغربية يمكن أن تكون صغيرة في اليابان مثلاً، كما أنّ شروط النمو الاقتصادي والاجتماعي قد تتغير من مرحلة لأخرى، ممّا يؤدي إلى تغير في حجم المؤسسات، فإذا كانت المؤسسات التي توظف 200 عامل تعتبر كبيرة في فترة معينة قد تصبح صغيرة أو متوسطة في فترة لاحقة، إضافة إلى ذلك يؤدي تنوع الأنشطة الصناعية إلى تغير في متوسط أحجام المؤسسات في مختلف الفروع.

– **العوامل التقنية:** تتمثل في مستوى اندماج المؤسسات ذاتها، فإذا كانت المؤسسات في بلد ما أكثر اندماجاً، فإنّ عملية إنتاج كافة الأجزاء تتم في مصنع واحد، وبالتالي يتجه حجم هذه المؤسسات نحو الكبر، وعلى العكس من ذلك فإذا كانت عملية الصنع مجزئة وموزعة على عدد من المؤسسات المستقلة عن بعضها و المتكاملة، سيؤدي إلى ظهور وحدات إنتاج صغيرة أو متوسطة.

– **العوامل السياسية:** تتمثل في مدى اهتمام السلطات بهذا القطاع، ويظهر ذلك خاصة عندما تريد الدولة توجيه ومساعدة القطاع.

2- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

بغض النظر عن بعض الاقتراحات والتوصيات التي قدمتها المنظمات الدولية نلاحظ غياباً يكاد يكون مطلقاً لتعريف شبه رسمي يمكن اعتماده، فكل دولة تنفرد بتعريف خاص بها يرتبط بدرجة نموها الاقتصادي، والتعريف المقترح، إما أن يكون قانونياً كما هو الشأن في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، أو إدارياً كتعريف ألمانيا، وهولندا، وأيضاً بعض التعاريف المتفق عليها من قبل المجموعات الدولية مثل التعريف المقدم من البنك الأوروبي للاستثمار في إطار الاتحاد الأوروبي وتعريف اتحاد دول جنوب شرق آسيا

(L" ANASE)

2-1- تعريف الاتحاد الأوروبي:

صدرت توصية المفوضية الأوروبية باستخدام التعريف الجديد داخل الاتحاد الأوروبي والدول الأعضاء، بناء على قرار المجلس الأوروبي بتطبيق برنامج متكامل لصالح المؤسسات ص و م والقطاع الحرفي عام 1994 م. وقد ظهرت مشكلة تعدد تعريفات وعدم اتساقها بوضوح عند بدء تطبيق البرنامج، وأدى ذلك لعملية تحديد التعريف الجديد، وهي عملية شاقة وتتضمن العديد من الخطوات. وقام الاتحاد الأوروبي بإصدار التعريف عام

(1) - دمدوم كمال « دور الصناعات الصغيرة و المتوسطة » ، دراسات اقتصادية، العدد 2 (2000)، ص 185

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

1996 ضمن توصيات المفوضية بتاريخ 3 أفريل 1996، وتفسر مقدمة التوصيات، السبب الذي من أجله وضع التعريف، على سبيل المثال، البرامج الموجهة، والمعاملة التفضيلية، وبرامج الإعانة، والدعم الموجه، ونقص التنسيق وتشوه المنافسة، وناقشت المقدمة كذلك الكيفية التي تم بها التوصل إلى التعريف المقترح الذي يلخصه الجدول رقم (1) الموالي :

الجدول رقم (1) :تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نوع المؤسسات	عدد الموظفين الأقصى	الحد الأقصى لرقم الأعمال	الحد الأقصى للموازنة
المصغرة	9	-	-
الصغيرة	49	7 مليون يورو	5 مليون يورو
المتوسطة	249	40 مليون يورو	27 مليون يورو

المصدر: خلف عثمان، مرجع سابق، ص 35.

ويمكن اعتبار المؤسسة أما مصغرة أو صغيرة أو متوسطة بناء على معيار الموظفين ثم أحد المعيارين الماليين (رقم الأعمال أو الحد الأقصى للموازنة) بالإضافة إلى معيار الاستقلالية أي أن لا تزيد مساهمة مؤسسة أخرى في رأسمال المؤسسة قيد التعريف على 25 % كحد أقصى. ويتضح مما سبق أن تحديد حجم المؤسسات ص و م بغرض تعريفها قانونيا ومن تم اقتصاديا يركز على ثلاثة معايير أساسية تتعلق أولها بعدد الموظفين وثانيها برقم الأعمال أو إجمالي الأصول في حين يرتبط ثالثها بموازنة المؤسسة .

إن الغرض من وجود تعريف موحد داخل إطار المجموعة الأوروبية هو تعدد التعاريف المستخدمة داخل المنظومة الأوروبية، كما يوجد تعريف يستخدم من قبل بنك الاستثمار الأوروبي وتعريف آخر يستخدم من جانب صندوق الاستثمار الأوروبي، وهو الأمر الذي لم يكن مقبولا داخل سوق موحد لا توجد به حدود داخلية. لهذا أدرك الاتحاد الأوروبي أنه يجب عليه أن ينسق بين التعاريف المختلفة أو أن يتجه نحو تعريف موحد لأن وجود أكثر من تعريف على مستوى الاتحاد وعلى مستوى الدولة أمر من شأنه أن يخلق نوع من عدم الاتساق بالإضافة إلى التأثير السلبي على التنافسية بين المؤسسات المختلفة⁽¹⁾.

تم تطبيق التعريف الذي اقترحه المفوضية بعد إدخال بعض التعديلات عليه من قبل غالبية الدول الأعضاء، على سبيل المثال، تستخدم إيطاليا معايير الحجم والإيرادات والموازنة ولكنها تضيف بعدا خاصا للفرقة بين المشروع الصناعي والمشروع الخدمي، والأخير تم تحديد الحد الأدنى للعاملين به بأقل من عشرين عاملا بالنسبة للمؤسسة الصغيرة، و ما بين واحد وعشرين الى خمسة و تسعين عاملا للمشروع المتوسط. أما المشروع الذي

(1) - جميع الاقتباسات مأخوذة من وثيقة (توصيات اللجنة بتاريخ 1997/12/31 بشأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مكتب المطبوعات الرسمية للاتحادات الأوروبية، لكسمبورج.

يضم أكثر من خمسة و تسعين عاملا فيعد مؤسسة كبيرة، تضم إيطاليا أيضا للتعريف فئة من المؤسسات الحرفية التي تنتج أنواعا معينة من السلع، بغض النظر عن المعايير الأخرى⁽¹⁾.

من ناحية أخرى، فإن خدمات المؤسسات الصغيرة بالمملكة المتحدة تستخدم عدد العمال فقط في التعريف، و هو متسق نوعا ما مع المعايير التي حددها الاتحاد الأوروبي.

وقد طبقت بعض الدول غير الأعضاء بالاتحاد الأوروبي هذه التعاريف، كبديل عن وضع تعريف بنفسها أو أن الجانب الأكبر من تجارته يتم مع الاتحاد الأوروبي أو لأنها تريد الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي مستقبلا .

2-2- اتحاد بلدان جنوب شرق آسيا: (L'ANASE)

في دراسة حديثة حول المؤسسات ص و م قام بها اتحاد بلدان جنوب شرق آسيا استخدم كل من بروتش وهيميتز (BRUCH et HIEMENZ) التصنيف الآتي المعترف به بصورة عامة في هذه البلدان، والذي يأخذ مؤشر العمالة كمعيار أساسي⁽²⁾:

- من 1 إلى 10 عمال.....مؤسسات عائلية وحرفية
- من 10 إلى 49 عامل.....مؤسسات صغيرة
- من 49 إلى 99 عامل.....مؤسسات متوسطة .
- أكثر من 100 عامل.....مؤسسة كبيرة.

كما استند أيضا على بعض المعايير النوعية في التمييز بين كل من الأشكال السابقة، ففي المؤسسات الحرفية يكون المالك هو المنتج مباشرة، والمستخدمين أغلبهم من أفراد العائلة، عكس المؤسسات ص و م حيث تعرف نوع من تقسيم العمل، فيبتعد المالك عن وظيفة الإنتاج ليهتم أكثر بالإدارة والتسيير فيظهر بذلك نوع من تنظيم للوظائف.

2-3- الولايات المتحدة الأمريكية⁽³⁾:

قدم لنا قانون المؤسسات الصغيرة لعام 1953 مفهوم المؤسسة ص و م، على أنها تمثل المؤسسة التي يتم امتلاكها وإدارتها بطريقة مستقلة حيث لا تسيطر على مجال العمل الذي تنشط في نطاقه وقد تم تحديد مفهوم هذه المؤسسات بطريقة أكثر تفصيلا بالاعتماد على معيار حجم المبيعات وعدد العاملين ولذلك فقد حدد القانون حدودا عليا للمؤسسة الصغيرة كما هو مبين في الجدول رقم (2) :

(1) الونيدو، تحليل مقارن لاستراتيجيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سياسات وبرامج دول مبادرة أوروبا الوسطى-الجزء الثالث

www.unido.org/doc/331152

(2) خلف عثمان، مرجع سابق، ص42.

(3) اسماعيل شعبانني، مرجع سابق.

الجدول رقم (2): التعريف الأمريكي للمؤسسات الصغيرة

أنواع المؤسسات	المعيار المعتمد
المؤسسات الخدمية والتجارة بالتجزئة	من 1 الى 5 مليون دولار أمريكي كمبيعات سنوية
مؤسسات التجارة بالجملة	من 5 الى 15 مليون دولار أمريكي كمبيعات سنوية
المؤسسات الصناعية	عدد العمال 250 عامل أو أقل

المصدر: لخلف عثمان، ملاحع سابق، ص48.

2-4- اليابان⁽¹⁾:

وكان أول خطوة لتشجيع تنمية وتطوير المؤسسات ص و م في اليابان، هي وضع تعريف واضح ومحدد لها المسمى بالقانون الأساسي للمؤسسات ص و م ،ويشدد هذا القانون على ضرورة القضاء على كافة الحواجز والعقبات التي تواجهها و محاولة تطويرها وتنميتها .
و قد عرف القانون الذي عدل في الثالث من ديسمبر من عام 1999 المؤسسات ص و م على الشكل الذي يوضحه الجدول رقم (3)

جدول رقم (3) تعريف اليابان للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة

عدد العمال	رأس المال (مليون ين)	القطاع
الصناعة والقطاعات الأخرى	300 أو أقل	300 عامل أو أقل
مبيعات الجملة	100 أو أقل	100 عامل أو أقل
مبيعات التجزئة	50 أو أقل	50 عامل أو أقل
الخدمات	50 أو أقل	100 عامل أو أقل

المصدر :مركز التعاون الياباني لمنطقة الشرق الأوسط ،عن التجربة اليابانية في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،طوكيو 2002 م ، ص4

2-5-:تعريف الجزائر:

لقد مر تعريف المؤسسات ص و م في الجزائر بعدة مراحل وذلك استجابة للمتغيرات التي شهدتها الاقتصاد الوطني، وصولا للتعريف الحالي، والذي كان عن طريق المشرع الجزائري⁽²⁾ حيث صدر القانون رقم 18-01 المؤرخ في 27 رمضان 1422 هـ الموافق 12 ديسمبر سنة 2001م المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م ، وهو التعريف القانوني والرسمي للجزائر فحسب المادة الرابعة من القانون

(1) - مركز التعاون الياباني لمنطقة الشرق الأوسط ، التجربة اليابانية في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،طوكيو 2002، ص4

(2) - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية ،العدد 77 بتاريخ السبت 30 رمضان عام 1422 هـ الموافق 15 ديسمبر 2001 م

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

المشار إليه أنفا تعرف المؤسسة ص و م مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات التي:

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

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

أما المادة السادسة من ذات القانون فتعرف المؤسسة ص و م 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 إلى تعرف المؤسسة المصغرة بأنها مؤسسة تشغل من عامل إلى تسعة عمال وتحقق رقم أعمال أقل من 20 مليون دج أو لا يتجاوز مجموع إيراداتها السنوية عشرة ملايين دج

وعليه فإن تعريف المؤسسات ص و م يكون كالتالي :

جدول رقم 04 : 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 : من إعداد الطالب استنادا إلى المواد السابقة

المطلب الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصائص، تميزها عن غيرها من المؤسسات ويمكن تقسيم هذه الخصائص إلى سمات عامة وأخرى خاصة.

1- السمات العامة (1)

تتميز المؤسسات الصغيرة عن الكبيرة بعدة سمات تجعلها أكثر ملائمة في دفع عملية التنمية الاقتصادية أهمها

مايلي:

(1) — محمد محروس إسماعيل، اقتصاديات الصناعة والتصنيع، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، 1992، ص 170

- أن إنشائها لا يحتاج إلى رأس مال كبير مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، واحتياجاتها من خدمات البنية الأساسية قليلة، كذلك احتياجاتها من العدد والأدوات ومستلزمات الإنتاج بسيطة نسبيا تكون بعضها يدوية.
- غالبا ما تعتمد المؤسسات الصغيرة في إنتاجها بشكل أساسي على الخامات المحلية والموارد الطبيعية المتاحة داخل المجتمع المحلي، وفي حالات الصناعة يمكن لها استخدام الخامات التالفة أو التي في حكم الفاقد من الصناعات الكبيرة.
- لا تحتاج المؤسسات الصغيرة بالضرورة (باستثناء البعض منها) إلى العمالة الماهرة المدربة تدريباً عالياً مما يجعلها قادرة على استيعاب أعداد كبيرة من العمالة الزائدة أو الداخلة حديثاً إلى سوق العمل في المجتمع المحلي، الأمر الذي يساعد على خلق كوادر فنية جديدة وتنمية مهارات قدامى العاملين في النشاط .
- غالبا ما تساهم المؤسسات الصغيرة - خاصة في المناطق البعيدة - في تحقيق نسبة من الاكتفاء الذاتي وإشباع الحاجات الضرورية للعديد من سكان هذه المناطق.
- في المجال الصناعي يمكن أن تكون الصناعات الصغيرة اللبنة الأولى في قيام نهضة صناعية ضخمة من خلال قيام منشآتها بصناعة مكونات الصناعات الأخرى التي تكون بعد تجميعها منتج نهائي عالي الجودة وبسعر منافس .
- لا تؤدي وجود المؤسسات الصغيرة دائما إلى خلق منافسة ومواجهة مع المؤسسات الكبيرة ،بل تعتبر المؤسسات الصغيرة في كثير من الأحيان مشروعات مغذية تعتمد عليها المؤسسات الكبيرة ،وقد يكون التكامل والتعاون بينهما هام وضروري وارتباط النوعين وحاجتهما لبعض أمر أساسي
- يؤدي نقص حجم القوى العاملة في المؤسسات الصغيرة إلى إمكانية تحقيق روح الفريق والأسرة العاملة الواحدة ونقص تكلفة العمل نسبيا .
- تتميز المؤسسات الصغيرة بعدم تعقيد التكنولوجيا المستخدمة بها وبساطة العمل فيها.
- القدرة على تغيير وتركيب القوى العاملة وسياسات الإنتاج والتسويق والتمويل ومواجهة التغيير بسرعة وبدون تردد بما يساعد على التغلب على العقبات في الحالة الاقتصادية .
- التجديد والابتكار وتميز السلعة أو الخدمة بسرعة حسب حساسيات ورغبات السوق وبمعدل قد ينافس نظيره في المؤسسات الكبيرة أحيانا.
- سهولة وحرية الدخول والخروج من السوق لنقص نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول الكلية في أغلب الأحيان وزيادة نسبة رأس المال إلى مجموع الخصوم وحقوق أصحاب المشروع .
- ارتفاع معدل دوران البضاعة والمبيعات وأرقام الأعمال حيث يمكن للمشروع الصغير التغلب على فترة الاسترداد لرأس المال المستثمر.

2- السمات الخاصة (1)

تتميز منشآت الأعمال الصغيرة بعدد من السمات الإضافية الخاصة التي تميزها عن غيرها من المؤسسات الكبيرة خاصة في الدول النامية ومن أهمها:

- انخفاض مستويات معامل رأس المال.

حيث تخصص المؤسسات الصغيرة وعلى وجه الخصوص الصناعية منها في عدد محدود من القطاعات ، مما يسمح لها استخدام تكنولوجيا أقل كثافة في رأس المال ويؤدي هذا بدوره إلى انخفاض مستويات معامل (رأس المال /العمل)نسبيا ف المؤسسات الصناعية الصغيرة ،وهو ما يؤدي إلى زيادة قدرة المؤسسة ص و م على استيعاب فائض العمالة ، كما أن استخدامها تكنولوجيا أقل تعقيدا أو أقل كثافة رأسمالية يقوم بتسيير عمليات التدريب على استخدامها ويؤدي إلى تخفيض نفقات وتكاليف الصيانة ومن ثم الإقلال من مشكلات الأعطال في هذه المؤسسات .

- العلاقة بين الملكية والإدارة .

تشير هذه الخاصية إلى أن المؤسسات الصغيرة تكون أكثر جاذبية لصغار المدخرين الذين لا يميلون إلى أنماط الاستثمار والتوظيف التي تحرمهم من الإشراف المباشر على استثماراتهم ،ومن هنا يمكن القول بأن إقامة المؤسسات الصناعية والخدمية الصغيرة تمثل نغما للاستثمار أكثر اتفاقا مع تفضيلات المستثمرين في الدول النامية .

- أنماط الملكية .

يرتبط انخفاض الحجم المطلق لرأس المال اللازم لإقامة وتشغيل المؤسسات الصغيرة بأشكال معينة للملكية والتي تتمثل في الغالب في الملكية الفردية والعائلية أو في شركات الأشخاص وتساعد هذه الأنماط من الملكية على استقطاب وإيراز الخبرات والمهارات التنظيمية والإدارية في البيئة المحلية وتنميتها .

- انخفاض القدرات الذاتية على التوسع والتطوير والتحديث .

تنجم خاصية انخفاض القدرات الذاتية على التوسع والتطوير والتحديث عن الانخفاض في الطاقات الإنتاجية والقدرات التنظيمية والتمويلية و التمويلية للمؤسسات الصغيرة ،وهو ما يلقي بأعباء كبيرة على عاتق الأجهزة المسؤولة عن التنمية الاقتصادية ،وتتعاظم هذه المسؤوليات باستمرار لا سيما مع ازدياد المتطلبات المالية والفنية للعمليات الصناعية مع التقدم الفني والتطور التكنولوجي .

- عدم إقبال رأس المال الأجنبي على الاستثمار في مجال المؤسسات الصغيرة .

وذلك إما لعدم تفضيل الأجانب لطرق ومجالات المؤسسات الصغيرة ،وإما لعد تفضيل أصحاب المؤسسات لهذه المشاركة نظرا للطبيعة العائلية لهذه المؤسسات الصغيرة إلى أسباب أخرى عديدة والتي من بينها :

(1) محمد فتحي صقر: واقع المشروعات الصغيرة والمتوسطة ندوة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الوطن العربي: الإشكالية وآفاق التنمية. القاهرة 18-19 جانفي

- عدم نضج التنظيمات القانونية والمؤسسية لهذه المؤسسات .
- اقتصار معظمها على الأشكال العائلية للملكية والعمل .
- ارتفاع درجة المخاطرة نظرا لصغر حجم رأس المال .
- ضعف الروابط الخلفية والأمامية لمعظم هذه المؤسسات واتصافها بالطابع التقليدي.
- الميل الى استخدام فنون إنتاجية محلية .

-الاعتماد على شخص واحد لإدارتها .

وهو ما يثير عدة مشاكل للمنشآت الصغيرة حيث أن هذا الشخص قد لا تكون لديه المهارات والكفاءات اللازمة لإدارة النشاط ،فمثلا قد لا يكون مدركا لأهمية تنظيم بيانات محاسبية وأنظمة الرقابة المالية وانشغاله بالعمليات اليومية للنشاط قد يمنعه من التخطيط للمستقبل ،وقد لا تتوافر لديه الدرجة العالية من التدريب الإداري والخبرة وبالتالي إدارته تكون شخصية لا منهجية بل قد تصل إلى الارتجالية بالإضافة إلى تداخل الذمم المالية أحيانا ما بين المؤسسة ومالكها أو مديرها وهو ما يؤدي لصعوبة قياس وتحليل الكفاءة المالية للمنشأة .

المطلب الثالث: أهمية المؤسسات ص.م في التنمية الاقتصادية ومعوقاتها.

تساهم المؤسسات ص و م في زيادة معدل النمو الاقتصادي في كثير من الدول، ولكن بالمقابل هناك مجموعة من العقبات التي تعرقل نموها وتطورها، الأمر الذي دعا إلى خلق سياسات تعمل على التكفل بهذا النوع من المؤسسات.

1 - أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية

بقي الفكر والنظرية الاقتصاديين لفترة ليست قصيرة أسيرين لمفاهيم تبرز دور ومكانة المؤسسات كبيرة الحجم في تحقيق التنمية الاقتصادية واستدامة النمو الاقتصادي وذلك وفقا للمبررات التالية⁽¹⁾:

- كلما كبر حجم المؤسسة كلما استطاعت تحقيق وفورات كبيرة في التكاليف المترتبة عليها سواء في مجال المواد الأولية و الوسيطة أو استخدام كامل الطاقة الإنتاجية .
- تزداد تنافسية المؤسسات الكبيرة وقدرتها على النفاذ إلى الأسواق مع ازدياد خبرتها واستخداماتها لعناصر الإنتاج بكفاءة وفعالية أكبر .
- تستطيع المؤسسات الكبيرة تنويع نشاطاتها ومنتجاتها سواء كانت سلعاً أو خدمات وتحديد في نوعيتها مما يجعلها أقل عرضة لمخاطر الفشل والإفلاس .

(1) لخلف عثمان، مرجع سابق، ص56

وقد تناولت مختلف الدراسات في تحليلها الساكن المؤسسات ص و م كمشاريع غير مرغوب فيها اقتصاديا وتمثل خسارة في الكفاءة الاقتصادية وتخصيص الموارد لدرجة أن بعض الاقتصاديين جادل في أن أسعار السلع المبالغ بها والتي تنتج عن القوة الاحتكارية للمؤسسات الكبيرة في السوق إنما سببها الفعلي وجود مشاريع صغيرة أو متوسطة غير كفؤة

وفي منتصف السبعينات من القرن العشرين قام الباحث المعروف ،شوماخر صاحب التوجه الجديد ،بإصدار كتابه المشهور "الصغير جميل" حيث نادى بضرورة الالتفات إلى المشاريع الصغيرة وإعطائها المزيد من الاهتمام لدورها الكبير في المجال الاقتصادي ،وأظهرت بعض الدراسات أن الحجم الاقتصادي المثالي للوحدة الإنتاجية هو ذلك الذي يتناسب ويتوازن مع المعايير غير الاقتصادية للإنتاج والمجتمع ولقد برزت عوامل في أوائل الثمانينات من القرن الماضي دفعت باتجاه ظهور موجة من الاهتمام بالمؤسسات ص و م في مختلف دول العالم المتقدمة منها أو النامية

- الركود الاقتصادي العالمي الذي ساد منتصف الثمانينيات وتسبب في انهيار الأوضاع المالية لكثير من الدول النامية ،ولقد شهدت اقتصاديات هذه الدول بما فيها الجزائر في هذه الفترة معانات شديدة اضطررها في نهاية العقد من الدخول في برنامج تصحيح اقتصادي.
- فشل الكثير من البرامج التنموية التي اعتمدت على إنشاء المؤسسات والصناعات العملاقة والكبيرة وعدم قدرة الدول النامية على الاحتفاظ بها فشلا عن تسيير أمورها والاستفادة منها فأخضعته إلى إصلاح كان أساسه إعادة هيكلتها بتفكيكها إلى وحدات أقل حجما .
- سعت المؤسسات الكبيرة والمؤسسات المتعددة الجنسية إلى الاستفادة من الأيدي العاملة الرخيصة نسبيا في بلدان العالم النامي ، وأنشأت مؤسسات مكملية أو مساندة لنشاطاتها خاصة في المجال الخدمي ،مما أظهر بعض الفوائد الاقتصادية للمؤسسات الأصغر حجما .
- ازدياد ظاهري الفقر والبطالة في العالم أجمع وبالذات في الدول النامية مما حدا بالمؤسسات الدولية إلى المندادة بتطبيق سياسة داعمة ومحفزة للمؤسسات ص و م للتقليل من انتشار الظاهرتين .
- انسحاب الدول النامية — خاصة التي تطبق منها برامج تصحيح اقتصادي بالتعاون مع الصندوق النقدي الدولي — من المشاريع الاستثمارية والعودة إلى الفكر الاقتصادي الكلاسيكي في تحجيم دور الدولة وإعطاء القطاع الخاص زمام المبادرة .

ومع تزايد الاهتمام العالمي والدولي بالمشاريع الصغيرة ظهرت فوائد المؤسسات ص و م ودورها الحيوي في العديد من المجالات الاقتصادية والاجتماعية نقوم في هذا الجزء بسردها فيما يلي :

1-1 مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل

تساهم المؤسسات ص و م بدور فعال في توفير فرص العمل إذ تعتبر من أهم القطاعات الاقتصادية الخالقة لمناصب شغل جديدة، فهي تتجاوز حتى المؤسسات الصناعية الكبيرة في هذا المجال رغم صغر حجمها والإمكانيات المتواضعة التي تتوفر عليه، ويلقى هذا الدور صدى واسعاً في الدول المتقدمة والنامية، فمع تزايد معدلات البطالة تكون المؤسسات ص و م هي الأقدر على القضاء على جانب كبير من البطالة (1) فقد أثبتت العديد من الدراسات التي أجريت في هذا المجال أن هذه المؤسسات تميل إلى تكثيف عنصر العمل عن المؤسسات الكبيرة، أي أنها تتطلب استثمارات أقل لكل فرصة في المتوسط عن المؤسسات الكبيرة (2) حسب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE*، تساهم المؤسسات ص و م اليوم على سبيل المثال في نصف مناصب الشغل الجديدة المستحدثة في أوروبا وهي توظف 70 مليون شخص أي ما يمثل 3/2 من مناصب العمل الكلية وتختلف هذه النسبة باختلاف البلدان والقطاعات الاقتصادية. أما في الولايات المتحدة الأمريكية توظف المؤسسات ص و م أكثر من نصف العمال وبأخص العمالة في قطاع الصناعات الأولية، وفي اليابان تصل نسبة عمالة المؤسسة ص و م عام 2002 إلى قرابة 81 % من مجموع عدد العمال فيها، وأما في الدول النامية فتبدو أهمية مساهمة تلك المؤسسات في خلق مناصب عمل جديدة وذلك لعدة عوامل نذكر من أهمها (3) :

● تعاني معظم الدول النامية من النمو السريع للسكان وزيادة قوة العمل، فضلاً عن عدم وجود

مجال يوظف أعداد العمالة الهائلة وغير المدربة في مختلف القطاعات، وبصفة خاصة بعد أن أصبح القطاع الزراعي في هذه الدول ضعيف القدرة على استيعاب العمالة.

● تساعد المؤسسات ص و م على حل المشكلة الرئيسية في معظم الدول النامية وهي ندرة رأس

المال، ومن ثم فهي تخفف التكلفة الاستثمارية اللازمة - في المتوسط - لخلق فرص العمل وقد

أثبتت إحدى الدراسات أن متوسط تكلفة العمل من الاستثمار في المؤسسات الصغيرة تقل 3

مرات عن متوسط تكلفة العمل في المؤسسات الكبيرة.

إن أهم نتيجة يمكن أن نخرج بها من قراءتنا وتحليلنا لهذه المعطيات هو أنه برغم من صغر حجم هذه

المؤسسات وإمكانياتها المتواضعة بالمقارنة مع إمكانيات المؤسسات الكبيرة إلا أنها استطاعت أن تمتص الجزء

الأكبر من الطاقة العمالية العاطلة. ويخص مجال التوظيف قطاع الخدمات بالدرجة الأولى حيث يمتص هذا

القطاع 95 % من مناصب العمل تتوزع على قطاعات مختلفة كالبناء وتجارة الجملة والتجزئة، الفنادق،

الاتصالات، المطاعم، النقل.... الخ.

1-2 - مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جذب وتعبئة المدخرات .

(1) XAVIER GRFEFFE : les PME CREENT - ELLE DES EMPLOIS ECONOMICA PARIS 1984 P 9-10

(2) - صفوت عبد السلام عوض الله، اقتصاديات الصناعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في تحقيق التصنيع والتنمية، دار النهضة العربية، 1993 ص 41

* Organisation de coopération et de développement économique « perspectives de L'OCDE de sur les PME paris 2000

(3) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق ص 42

تعتبر المؤسسات ص و م هي أحد مجالات جذب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات في مختلف القطاعات، تساهم في توفير مناصب عمل جديدة، حيث أنها تعتمد أساساً على محدودية رأس المال مما بعد عنصراً لجذب صغار المدخرين لأن مدخراتهم القليلة تكون كافية لإقامة هذه المؤسسات، ومن ناحية أخرى فإنها تتوافق وتفضيل صغار المدخرين الذين لا يميلون لنمط المشاركة التي لا تمكنهم من الإشراف المباشر على استثماراتهم

1-3- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنمية الصادرات

تحتل المؤسسات ص و م بدور فعال في تنمية الصادرات، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل تكسب السلع والخدمات التي تقدمها هذه المؤسسات ميزة تصديرية:

- منتجات المؤسسات ص و م عادة ما يظهر فيها فن ومهارات العمل اليدوي الذي يلقي قبولا ورواجا في الأسواق الخارجية.
- اعتماد المؤسسات ص و م على فنون إنتاجية كثيفة العمل مما يخفض من تكلفة الوحدة المنتجة وبالتالي تكتسب ميزة تنافسية في أسواق التصدير.
- تتمتعها بقدر أكبر من المرونة في التحول من نشاط لآخر ومن خط إنتاج لآخر ومن سوق لآخر لانخفاض حجم إنتاجها نسبياً على المدى القصير.

1-4- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التكامل الصناعي .

من المؤكد أن وجود المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة معا وتكاملها يعتبر ظاهرة صحية، تدفع عملية التنمية إلى الأمام .

فالمؤسسات الكبيرة تسود في النشاطات ذات الكثافة الرأسمالية العالية، بينما المؤسسات الصغيرة تسود في تلك النشاطات التي لا تظهر فيها أهمية وفورات الحجم لأسباب تتعلق بطبيعة المنتج ذاته أو طبيعة العملية الإنتاجية، أو بسبب ضيق السوق الكلية للسلعة.

وعلاقة التكامل بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة والمؤسسات الكبيرة من جهة أخرى يمكن لها أن تأخذ أحد شكلين: التكامل غير المباشر والتكامل المباشر.

إن المؤسسات الصناعية الكبيرة والمؤسسات ذات الإنتاج الهائل والنشاط الواسع تحتاج إلى المؤسسات ص و م، وهذا بخلق تكامل وسطي والاستفادة من خدماتها ومنتجاتها لدعم المؤسسات الكبيرة فمثلاً صناعة السيارات لا بد وأن تأخذ الخراطيم من جهة والبطارية من جهة أخرى والقطع الصغيرة من جهة ثالثة وبالتالي فهي بحاجة إلى الصناعات المغذية والوسيطة التي تقدمها المؤسسات ص و م.

1-5- تحقيق التوازن الجهوي اللامركزية في التنمية .

تشير الشواهد الإحصائية إلى أن المؤسسات ص و م تتصف بانتشارها جغرافياً مقارنة بالمؤسسات الكبيرة التي تتركز في بعض المدن أو المناطق كثيفة النشاطات الاقتصادية، مما يمكنها من القيام بدور هام في تحقيق أهداف تنمية نذكر من بين أهمها:

__ إن انتشار المؤسسات ص و م بين الأقاليم يمكن من امتصاص البطالة الكامنة في المدن الداخلية ووقف حركة الهجرة المستمرة من الريف إلى المدن، والتي أدت إلى تكديس المدن أو المناطق التي يتركز بها نشاط الاقتصادي.

__ تحقيق التوزيع العادل للدخل، فانتشار المؤسسات ص و م بين مختلف المدن يمكن من جعل النشاط الاقتصادي قريبا من الأعداد الهائلة من الأفراد والتخفيف من حدة الفقر في المناطق النائية والريفية، وتقليل الفروق القائمة بين المناطق الحضرية والمناطق الداخلية، الذي يؤدي الانفصال بينهما في بعض الحالات إلى حد الازدواجية في بنية الاقتصاد الوطني ككل. ويمكن القول أن صفة الانتشار الجغرافي التي تتميز بها المؤسسات ص و م ومقدرتها على تحقيق عدالة التنمية الجهوية مرجعها أن هذه المؤسسات تتمتع بمرونة أكبر من غيرها في اختيار أماكن توطنها فهي تتطلب القليل من خدمات البنية التحتية وعلى الأخص في النشاطات التقليدية، وقادرة على تصريف إنتاجها في الأسواق الصغيرة المجاورة، ومتطلباتها تكون عادة محدودة، فضلا على أنها قادرة على الاستفادة من المناطق التي تتركز فيها كميات محدودة من المواد الخام والمستلزمات الإنتاجية الأخرى⁽¹⁾.

2- المعوقات والمشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽²⁾:

إن نمو وتطور قطاع المؤسسات ص و م في كافة أنحاء العالم يواجه مجموعة من المشاكل، وهذه قد تكون مختلفة من منطقة لأخرى ومن قطاع لآخر، ولكن هناك بعض المشاكل التي تعتبر موحدة أو متعارف عليها تواجه تلك المؤسسات في كافة أنحاء العالم.

تعتبر طبيعة المشاكل التي تتعرض لها هذا النوع من المؤسسات متداخلة مع بعضها البعض، و بشكل عام يعتبر جزء من هذه المشاكل داخلي وهي المشاكل التي تحدث داخل المؤسسة أو بسبب صاحبها، في حين أنها تعتبر مشاكل خارجية إذا حدثت بفعل وتأثير عوامل خارجية أ والبيئة المحيطة بهذه المؤسسات، ومن خلال مراجعة الأدبيات والدراسات السابقة بهذا الخصوص، كان بالإمكان تلخيص أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات ص و م وبشكل عام :

2-1- كلفة رأس المال: إن هذه المشكلة تنعكس مباشرة على ربحية هذه المؤسسات من خلال الطلب من المؤسسات ص و م بدفع سعر فائدة مرتفع مقارنة بالسعر الذي تدفعه المؤسسات الكبيرة، وذلك عند الاقتراض من البنوك مما يؤدي إلى زيادة الكلفة التي تتحملها.

2-2- التضخم: من حيث تأثيره في ارتفاع أسعار المواد الأولية وكلفة العمل مما سيؤدي حتماً إلى ارتفاع تكاليف التشغيل، و هنا تعترض هذه المؤسسات مشكلة رئيسية وهي مواجهتها للمنافسة من المؤسسات الكبيرة مما يمنعها ويحد من قدرتها على رفع الأسعار لتجنب أثر ارتفاع أجور العمالة وأسعار المواد الأولية.

(1) صفوت عبد السلام عوض الله : مرجع سابق، ص 56-57 .

(2) عبد اللطيف بلغرسة، تطوير دور المشروعات ص و م وتفعيل ادائها، تمويل المشروعات ص و م وتطوير دورها في لقتصاديات المغاربة، سطيف، 2003

2-3- التمويل: تواجه المؤسسات ص و م صعوبات تمويلية بسبب حجمها (نقص الضمانات) وبسبب حداثتها (نقص السجل الائتماني) وعليه، تتعرض المؤسسات التمويلية إلى جملة من المخاطر عند تمويل تلك المؤسسات في مختلف مراحل نموها. (التأسيس، الانطلاق، النمو... الخ). و نظرا لهذه المخاطر تتجنب البنوك التجارية توفير التمويل اللازم لهذه المؤسسات نظراً لحرصهم على نقود المودعين.

2-4- الإجراءات الحكومية: وهذه مشكلة متعاضمة في الدول النامية خصوصاً في جانب الأنظمة والتعليمات التي تهم بتنظيم عمل المؤسسات ص و م.

2-5- الضرائب : يعتبر نظام الضرائب أحد أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات ص و م في جميع أنحاء العالم، وتظهر هذه المشكلة من جانبيين سواء لأصحاب هذه المؤسسات من حيث ارتفاع الضرائب، وهي كذلك مشكلة لإدارة الضرائب نظراً لعدم توفر البيانات الكافية عن تلك المؤسسات مما يصعب عمل جهازها.

2-6- المنافسة: المنافسة والتسويق من المشاكل الجوهرية التي تتعرض لها المؤسسات ص و م ، وأهم مصادر المنافسة هي الواردات و المؤسسات الكبيرة.

2-7- ندرة المواد الأولية: من حيث الندرة الطبيعية وعدم القدرة على التخزين وضرورة اللجوء إلى الاستيراد وتغيرات أسعار الصرف.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول التمويل

لقد كان الاهتمام في النظرية المالية التقليدية عن كيفية الحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة ، أما في النظرية الحديثة فقد أصبح الاهتمام في البحث عن الطرق التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف، ويعود ذلك إلى تعدد وتنوع مصادر التمويل واختلاف تكاليفها، لذا أصبح من الضروري على مسيري المؤسسات عند اتخاذ قرارات التمويل التفكير في جملة من المتغيرات التي تتحكم وتحدد تلك المصادر.

المطلب الأول: مصادر التمويل

إن أساليب التمويل لأي مؤسسة تكون عن طريق حقوق الملكية (أي زيادة أسهم رأس المال أو من خلال التمويل الذاتي) أو عن طريق الاستدانة (و التي تكون في هيئة قروض مصرفية أو سندات تصدر من خلال سوق المال)، وتوجد لدى كل من البدائل التمويلية المختلفة مزايا و عيوب.

1- مزايا و عيوب البدائل التمويلية

و يلخص الجدول التالي مزايا و عيوب كل من بدلي التمويل السابقين:

الجدول رقم 5: مزايا و عيوب حقوق الملكية

مزايا حقوق الملكية	عيوب حقوق الملكية
* لا توجد دفعات سداد ثابتة مستحقة للمساهمين على المؤسسة، حيث تتم توزيعات الأرباح طبقا للنقدية المتاحة، و قد لا يتم توزيع أرباح من الأساس في حالة تعذر ذلك. * لا يتم استرداد رأس المال المدفوع. * ارتفاع نسبة حقوق الملكية، تؤدي إلى ارتفاع قدرة المؤسسة على الوفاء بكافة التزاماتها في وقتها و بصورة منتظمة (الملاءة الائتمانية)	* إصدار أسهم جديدة من نفس النوع قد يؤدي إلى انخفاض عائد السهم. * مصروفات إصدار الأسهم، تعتبر مرتفعة مقارنة بالمصروفات الإدارية للاقتراض. * زيادة نسبة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي للمؤسسة يؤدي إلى رفع تكلفة التمويل. * زيادة رأس المال عن طريق دعوة شركاء جدد للمساهمة يؤدي إلى انخفاض حصة الشركاء القدامى. * لا تحقق توزيعات الأرباح على المساهمين أي وفورات ضريبية للمؤسسة.

المصدر: الجمعية المصرية للأوراق المالية ، دليل المستثمر لتمويل الشركات ، مرجع سابق ، ص 6

الجدول رقم 6: مزايا و عيوب الاقتراض

مزايا الاقتراض	عيوب الاقتراض
* يتميز بتكلفة تمويل منخفضة حيث أن فوائد خدمة الدين معفاة من الضرائب. * يعتبر مصدر تمويل مؤقت يمكن سداده و التخلص من أعبائه في أي وقت. * لا يؤدي إلى انخفاض عائد السهم بل إلى العكس في بعض الأحيان. * لا يعطي للطرف المقرض حق التدخل في إدارة المؤسسة.	* يتم الالتزام بسداد فوائد خدمة الدين بصرف النظر عن تحقيق الشركة أرباح من عدمه * له عمر محدد يجب في نهايته سداد أصل القرض * يؤدي إلى رفع المخاطر الخاصة بالمؤسسة و هي ما يطلق عليها المخاطر المالية. * أولوية في السداد في حالة التصفية.

المصدر: الجمعية المصرية للأوراق المالية، مرجع سابق، ص7

2- مصادر التمويل :

ينبغي أولاً أن نتعرف على مصادر التمويل المتاحة طبقاً لآجالها و الطبيعة الخاصة المميزة لكل منها إضافة إلى العوامل المؤثرة في تكوينها.

و تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر قصيرة و طويلة الأجل طبقاً لما يلي:

2-1 - مصادر التمويل قصيرة الأجل

يغطي التمويل قصير الأجل عادة فترة أقل من سنة، و يعتمد عليه في ضوء الحاجة الموسمية للأموال طبقاً لطبيعة النشاط ، و هو بذلك يتميز عن استخدام مصادر التمويل طويلة الأجل التي قد تؤدي إلى وجود أموال معطلة لمدة زمنية متفاوتة مما قد يؤثر بالسلب على الربحية .

و تمثل أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل في: الائتمان المصرفي و الائتمان التجاري و الدفعات المقدمة.

2-1-1 - الائتمان المصرفي

تستطيع المؤسسات الحصول على قروض من البنوك لفترة زمنية محدودة، و في هذه الحالة لا بد من تحديد نوع القرض، مدته، سعر الفائدة، طريقة سداد و الضمانات المطلوبة سواء كان ضماناً شخصياً أو عينياً، حتى يمكن تحديد تكلفة هذا النوع من الائتمان.

و تعتبر أسعار فوائد القروض المصرفية سواء صناعية أو تجارية أو خدمية أو زراعية... الخ المحدد لتكلفة الائتمان المصرفي، و التي تمثل في نفس الوقت الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب على أصحاب المشروع الاستثماري الحصول عليه.

و يعني انه يجب ألا يقل معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه عن معدل الفائدة (تكلفة التمويل) و إلا يلغى المصدر، و يبحث المحلل المالي عن مصدر تمويل أفضل، حتى يصل لمزيج مصادر التمويل المناسبة التي تقل تكلفتها عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار، أو على الأقل تكون مساوية لها.

2-1-2 - الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري أحد صور التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه الشركة من الموردين نظير الدفع المؤجل خلال فترة محددة و يتمثل في البيع بالأجل إلى المشتريين ، و عادة ما يكون في شكل تسهيلات تتعلق بتأجيل سداد قيمة المشتريات من السلع و المواد الأولية و المواد الخام التي تحتاجها الشركة للتشغيل . و غالباً أيضاً ما تعتمد المؤسسة الصناعية و التجارية على هذا النوع من التمويل في نشاطها بالمقارنة مع استخدامها للأنواع الأخرى من التمويل قصير الأجل و بصفة خاصة الائتمان المصرفي.

و تختلف الشروط المرتبطة بالائتمان التجاري باختلاف شروط البيع . و يقع على عاتق المحللين المقارنة بين شروط البيع و تكلفة الائتمان المترتبة عليه و بين تكلفة التمويل من مصادر أخرى للحصول على الاحتياجات المالية بأقل تكلفة.

2-1-3- الدفعات المقدمة

تحصل بعض المؤسسات على تمويل من العملاء، في صورة دفعات تحت الحساب. بمجرد التعاقد و قبل تسلمهم البضاعة المطلوبة. مدة تتحدد وفقا لطبيعة الصناعة، و ينتشر استخدام هذا المصدر في الصناعات التي تتسم بطابع الإنتاج بالطلبية و في مجال المقاولات. و تعتبر الدفعات المقدمة، من اخص مصادر التمويل على الإطلاق حيث أنها لا تضيف أية تكاليف على المؤسسة مقابل استخدامها هذه الأموال .

2-2- مصادر التمويل طويلة الأجل:

تشكل مصادر التمويل طويلة الأجل، هيكل رأس المال و من هذه المصادر نجد الأسهم بنوعيتها العادية و الممتازة ، الديون أي القروض متوسطة الأجل و طويلة الأجل، السندات ، الاحتياطيات و الأرباح المحتجزة .

و تمثل مصادر التمويل الطويلة الأجل بالخصوص فيما يلي ⁽¹⁾ :

2-2-1- حقوق الملكية

تمثل حقوق الملكية أهم مصدر من مصادر التمويل للمؤسسات و تنقسم إلى:

-الاسهم العادية

يعتبر رأس المال، المصدر الأساسي للتمويل في بداية حياة المؤسسة ، و يمثل أهم مصدر للتمويل طويل الأجل سواء بالنسبة للمؤسسات الفردية، أو شركات الأشخاص و بالطبع في حالة المشروع الفردي فان مالكة يقدم رأس المال بكامله ، أما بالنسبة لشركات الأشخاص و الشركات ذات المسؤولية المحدودة فالشركاء يساهمون في تقديم رأس المال كل حسب حصته المقررة .

أما بالنسبة لشركات المساهمة، و التي تعتبر الأكثر قدرة على تجميع رؤوس الأموال، فان رأس المال يوزع على عدد من الحصص المتساوية لا تقل كل منها عن قيمة معينة و يطلق عليها لفظ " الأسهم العادية "، و قد يتم عرضها للبيع لأشخاص و شركات محددة، فيما يعرف بالطرح الخاص أو لجمهور غير محدد سلفا فيما يعرف بالطرح العام.

و السهم العادي، هو في الواقع مستند ملكية له قيمة اسمية، و قيمة دفترية، و قيمة سوقية و تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، و عادة ما يكون منصوبا عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة و لكنها تتضمن الاحتياطيات و الأرباح المحتجزة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

(1) الجمعية المصرية للأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 09

و أخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، و قد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية ⁽¹⁾

تمثل الأسهم العادية أحد أهم مصادر التمويل طويلة الأجل الدائمة و تنطوي على العديد من المزايا، من ضمنها عدم التزام بإجراء توزيعات - حتى في السنوات التي تحقق الشركة فيها أرباحا من النشاط - بالإضافة إلى أن إصدار المزيد من الأسهم العادية يقلل من الاعتماد على الأموال المقترضة من البنوك ، و يؤدي ذلك إلى زيادة القدرة الافتراضية للشركة في المستقبل و خفض المخاطر المتعلقة بالافتراض .

- التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي تمويل الاحتياجات الاستثمارية للشركة باستخدام الأرباح المحتجزة و الاحتياطات التي تم تراكمها من خلال ممارسة النشاط الخاص بالمؤسسة و لم يتم توزيعها على المساهمين . مع ملاحظة انه يجب أن يكون هناك توازن بين سياسة التوزيع و احتجاز الأرباح مراعاة لرغبات المساهمين على كل من المدى القصير و الطويل.

فسياسة التوسع في التوزيع النقدي تعني انخفاض القدر المحتجز لاعتبارات النمو المستقبلية و بالتالي انخفاض معدل النمو المتوقع، و من ثم انخفاض سعر أسهم المؤسسة في السوق على المدى الطويل.

و في الوقت نفسه يجب التأكد من أن الإدارة ستمكن من استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من معدل الذي يمكن للمساهمين أن يحققه من خلال فرص استثمارية أخرى مماثلة في درجة المخاطر، في حالة ما لو كان قد استلم هذه الأرباح المحتجزة في صورة توزيعات نقدية، مع مراعاة التكاليف التي يتحملها المساهمين في سبيل الاستثمار في فرصة بديلة أخرى.

- الأسهم الممتازة

هي احد مصادر التمويل الخارجية المهمة التي تعتمد عليها الشركات في بعض الأحيان لتوفير قدر محدد من التمويل بشروط تتوافق و رغبة الشركة المصدرة لها.

و يتعين طبقا للقواعد و الأحكام الخاصة بإصدار هذا النوع من الأسهم أن تكون قد تضمن النظام الأساسي للشركة عند تأسيسها ما يفيد بجواز إصدار أسهم ممتازة و كافة شروطها و امتيازاتها.

و السهم الممتاز يشترك مع السهم العادي في كونه جزء من حقوق ملكية الشركة، و يتماثل معه في أن له قيمة اسمية و قيمة سوقية، غير أن السهم الممتاز لا يتمتع بنصيب في الاحتياطات و الأرباح المحتجزة.

و من ثم فان القيمة الدفترية للأسهم الممتازة تتمثل في قيمتها كما تظهر في سجلات الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة أي أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز هي ذاتها القيمة الاسمية له.

(1) منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، كلية التجارة - جامعة طنطا ، دار المعارف بالإسكندرية ، مصر ، 2002 ، ص 7

و لحامل السهم الممتاز أولوية أو امتياز على حملة الأسهم العادية في الحصول على حقوقه عند التصفية و في التوزيعات الممتازة، و تتحدد بنسبة مئوية ثابتة تسدد سنويا من صافي ربح الشركة قبل إجراء التوزيعات على الأسهم العادية⁽¹⁾.

2-2-2- القروض: وتنقسم إلى :

- القروض طويلة الأجل.

هي تلك القروض التي تفوق مدتها السبع سنوات، بهدف توفير موارد مالية كبيرة لقطاع المؤسسات يتم استغلالها في تمويل مشروعاتها الاقتصادية الكبيرة وتغطية احتياجاتها المالية الأخرى.

يمنح هذا النوع من القروض من قبل البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية طويلة الأجل، وهنا قد تفرض جملة من الشروط على المؤسسة المستفيدة من القروض الطويلة الأجل، حيث إمكانية فرض معدل فائدة مرتفع نسبيا، كما قد تطلب ضمانات مادية أو شخصية لقاء منحها، وفي أحيان أخرى يشترط مراقبة كيفية استخدامها ومجالات استعمالها⁽²⁾.

- القروض متوسطة الأجل.

تستخدم هذه القروض في أغلب الأحيان لتمويل الأصول الثابتة؛ من تجهيزات الإنتاج، معدات النقل، وقطع الغيار تمنح عادة من قبل البنوك التجارية التي تشترط عدم تجاوز مدة تمويلها لمدة صلاحية استعمال الاستثمار ونشير إلى أن مدة استحقاق هذه القروض تفوق السنة ولا تتجاوز السبع سنوات⁽³⁾. عادة يتم تسديد القروض متوسطة الأجل في شكل أقساط متساوية أو متغيرة دوريا، وفق الاتفاق بين البنك والمؤسسة، وبنفس حالة القروض طويلة الأجل، فإن القروض متوسطة الأجل تكون مضمونة بأصول المؤسسة، وفي بعض الأحيان تقترن بجملة من الشروط التي تضمن للبنك استرجاع أمواله⁽⁴⁾. يناسب هذا النوع من القروض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، التي يتعذر عليها الحصول على قروض طويلة الأجل لتغطية احتياجاتها المالية، ويتميز بانخفاض تكلفة التمويل به مقارنة بتكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل.

- سندات الشركات

تمثل السندات تعاقدًا على الإقراض و الاقتراض بين طرفين هما مصدر السند (المقرض) و مشتري السند (المقرض). و يتعهد المقرض من خلال عقد السند بالالتزامات التالية:

- أن يسدد لحامل السند كامل القيمة الاسمية له في تاريخ الاستحقاق.

- يسدد عائد دوري لحامل السند في مواعيد محددة و بمعدل معين يتم الاتفاق عليه كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند (كوبون).

(1) منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 27

(2) A.Ben Hatima, *Pratique des Technique Bancaire*, Edition DAHLEB, 1997, P: 78.

(3) A.Ben Hatima, *Op.cit* PP: 79

(4) Lue. Bernet; R. ollande, *Principes de Techniques Bancaires* 20^{ème} Edition DUNOD France 1998 p 256

المطلب الثاني: تكلفة التمويل

يقصد بتكلفة التمويل أو تكلفة الأموال ما تحصل عليه الجهات المانحة للتمويل بكافة صوره مقابل منح الشركة ما تحتاج إليه من موارد مالية، و تدخل تكلفة التمويل في صناعة قرار الاستثمار في صورة معدل الخصم في طرق تقييم الاستثمارات التي تستخدم مفهوم القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة و ذلك باعتبارها تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الواجب أن يحققه الاستثمار ليصبح مقبولا.

1- قياس تكلفة التمويل

تتركز مصادر التمويل بصورة عامة كما سبق وذكرنا فيما يلي: الأموال المقترضة، الأسهم الممتازة، حقوق الملكية (أسهم عادية و أرباح محتجزة).
إن قياس تكلفة التمويل لهذه المصادر يختلف، فتكلفة الأموال المقترضة تتميز بسهولة القياس، إذ أن سعر الفائدة المدين يتحدد بشكل قاطع في عقد المديونية على ضوء أسعار الفائدة السائدة في السوق و طول مدة القرض.

1-1- تكلفة الأموال المقترضة

و تمثل تكلفة الاقتراض قيمة العائد النقدي الذي تدفعه المؤسسة للجهة المقرضة، سواء كانت مستثمرا أو بنكاً، و ذلك بعد تعديله أحدا في الاعتبار الآثار الضريبية، أو بمعنى آخر بعد استبعاد الوفورات الضريبية، لتحديد حجم التكلفة النقدية الحقيقية التي تتحملها المؤسسة نتيجة لحصولها على هذا القرض. فكلما زادت قيمة الفوائد المدفوعة و الحملة على حساب الأرباح و الخسائر انخفضت مدفوعات المؤسسة للضرائب. و عليه تتحدد تكلفة الأموال المقترضة وفقا للمعادلة التالية⁽¹⁾:

$$\text{تكلفة الأموال المقترضة} = \text{معدل الفائدة المعلن} \times (1 - \text{سعر الضريبة على الأرباح})$$

و تتماثل السندات مع قروض المصرفية في أسلوب احتساب تكلفة التمويل و في وجود التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة، و لكنها تختلف عنها في كون أصل الدين يتم سداؤه على دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق و ذلك لمعظم أنواع السندات.

و يؤخذ في الاعتبار عند تقدير تكلفة السندات القيمة السوقية للسند، حيث في السندات يتم استخدام عائد الاستحقاق كتكلفة ثم يخصم منه الضرائب و يقصد بعائد الاستحقاق معدل العائد الذي يحققه حامل السند لو احتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق.

1-2- تكلفة الأسهم الممتازة

السهم الممتاز يمثل بالنسبة لحامله استثمارا طويلا للأجل يحقق دخلا ثابتا في حين يمثل نفس هذا العائد عبئا تمويليا على المؤسسة، و إن كان أقل من الأموال المقترضة لأن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتوزيعات لا يترتب عليه قانونا إشهار إفلاسها.

(1) الجمعية المصرية للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 42

و لكن في الوقت نفسه تعد تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض حيث أن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد - تخصم بعد طرح الضرائب و من ثم لا تحقق المؤسسة من ورائها وفورات ضريبية.

يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون و من ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد، فعلى عكس المقرضين ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري و انه في حالة الإفلاس و توزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية بعد الدائنين.

و حيث أن الأسهم الممتازة - كمصدر تمويل - لا ترتبط بتاريخ استحقاق محدد، فان تكلفة هذه الأسهم تتحدد بالتوزيعات المقررة من خلال المعادلة التالية ⁽¹⁾:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = (\text{مقدار التوزيع المحدد للسهم الممتاز} / \text{القيمة السوقية للسهم الممتاز}) \times 100$$

و في حالة إذا كانت الشركة ترغب في الحصول على زيادة في رأس المال من خلال طرح أسهم ممتازة، فان تكلفة الأسهم الممتازة الجديدة يجب أن تأخذ في الاعتبار تكاليف إصدارها، طبقاً للمعادلة التالية ⁽²⁾:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة الجديدة} = \text{التوزيعات الممتازة} \div (\text{سعر السهم الممتاز} - \text{تكلفة الإصدار}) \times 100$$

1-3- تكلفة الأسهم العادية

تمثل حقوق الملكية أهم مصدر من مصادر التمويل للشركات و تتضمن رأس المال المدفوع في شكل أسهم عادية و الأرباح المحتجزة و تعتبر حقوق الملكية من المصادر التمويلية الآمنة.

و على الرغم من انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل عن طريق الأسهم العادية بل و انعدامها لعدم ارتباط حصول المؤسسة عليها بأي إجراء تعاقدى مكتوب يتضمن أية التزامات ثابتة واجبة السداد، إلا أنها تحمل المؤسسة تكلفة تمويلية مرتفعة تعكس معدل العائد على الاستثمار الواجب أن يحقق للملاك.

و تستخدم العديد من النماذج في مجال تقدير تكلفة حقوق الملكية، من أكثرها انتشاراً نموذج تسعير الأصول الرأسمالية و نمو التوزيعات.

- يركز نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على تكلفة الفرصة البديلة للعائد، فالمستثمر الذي يرغب في استثمار أمواله يمكنه الاتجاه مباشرة صوب الأوراق المالية الحكومية التي تعطي عائداً خالياً من المخاطر و لكنه أقل نسبياً من عائد الأوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق المالي و تحمل قدراً أعلى من المخاطر .

(1) الجمعية المصرية للأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص43

(2) الجمعية المصرية للأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص44.

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

و عليه فان اتجاه المستثمر نحو هذه الأصول المالية يحتم وجوب منحه التعويض الكافي عن المخاطر التي قبل تحملها، و يكون ذلك في شكل علاوة للمخاطر. و بناء على ذلك فان تكلفة حقوق الملكية تتمثل في الحد الأدنى من العائد المطلوب على السهم و الذي يمكن إيجازه في المعادلة التالية :

$$\text{العائد على السهم} = \text{العائد الخالي من المخاطر} + \text{علاوة المخاطر}$$

حيث أن العائد الخالي من المخاطر، يقصد به الخالي من خطر عدم الوفاء بالسداد، غير أنه لا يخلو من المخاطر الأخرى، و على رأسها تغير سعر الفائدة في السوق، أو معدلات التضخم و يعتمد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عدة مبادئ أهمها :

- أن المستثمر يعتمد - عند اتخاذ قرار الاستثمار - على متغيرين أساسيين بينهما علاقة طردية هما العائد و المخاطر و المستثمر بطبيعة ييغض المخاطر .

- أن المخاطر تتدرج ، فتبدأ من نقطة الخطر - يقصد خطر عدم القدرة على السداد - كما في الأوراق المالية الحكومية و تزيد تدريجياً لتصل إلى أقصاها عند التعامل في الأوراق المالية الأخرى - الأسهم و سندات الشركات .

- يرتكز نموذج نمو التوزيعات على أنه إذا قررت الشركة أن تحتجز جزء من الأرباح دون توزيعها على أصحابها فانه ينبغي أن تتأكد في المقام الأول أن هناك فرصة أن يؤتي استثمارها لهذه الأموال أو الأرباح المحتجزة بمعدل عائد يتساوى - كحد أدنى - مع معدل العائد على السهم الذي يمكن لحملة تحقيقه على أسهم الشركة .

و من هنا، فان تكلفة الأرباح المحتجزة ترتكز بصفة أساسية على مبدأ توازن العائد للسهم، أي أن العائد المطلوب يتساوى مع العائد المتوقع⁽¹⁾ .

$$\text{العائد المطلوب} = \text{العائد الخالي من المخاطر} + \text{علاوة المخاطر} = \text{العائد المتوقع} = \text{عائد التوزيع} + \text{معدل النمو في النشاط}$$

و يتم احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة طبقاً للمعادلة التالية :

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = (\text{التوزيع النقدي في تاريخ التوزيع} + \text{معدل نمو النشاط}) / \text{سعر السهم بالسوق}$$

-أما تكلفة الأسهم العادية الجديدة المصدرة حديثاً التي تتمثل في تكلفة الأرباح المحتجزة بعد تعليلها بتكلفة الإصدار، فهي تكون أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة.

و يتم احتساب تكلفة الأسهم المصدرة حديثاً باستخدام المعادلة التالية⁽²⁾:

(1) الجمعية المصرية للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 47

(2) المرجع نفسه، ص 47

الكوبون النقدي

$$\text{تكلفة الأسهم العادية المصدرة حديثا} = \frac{\text{معدل نمو النشاط}}{\text{سعر السهم (1 - تكلفة الإصدار)}}$$

2- حساب متوسط تكلفة لإجمالي مصادر التمويل

بعد عرض مفاهيم و طرق قياس تكلفة التمويل المرتبطة بمصادر التمويل علينا أن نعرض مفهوم و طريقة قياس التكلفة الكلية للتمويل و التي تتوقف على تركيبة الخليط المكون للهيكال المالي و تكلفة كل عنصر منه.

و أحسن متوسط لذلك هو متوسط الحسابي المرجح لتكلفة التمويل نظرا لان نسبة العناصر المكونة للخليط و تكلفتها ليست متساوية.

يتم حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل بعد ترتيب مصادر التمويل المتاحة للشركة حسب طبيعتها، بين حقوق الملكية و الديون، و من ثم تحديد قيمة إجمالي مصادر التمويل هذه مجتمعة، و أخيرا تحديد الوزن النسبي لكل مصدر إلى إجمالي مصادر التمويل.

و في ضوء ذلك يتم حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل وفقا للخطوات التالية:

- ترتيب بنود الديون و حقوق الملكية وفقا لما هو ظاهر بميزانية الشركة أو المركز المالي في تاريخ التقييم.

-تجميع كافة البنود المكونة للديون و حقوق الملكية للوصول إلى إجمالي مصادر التمويل .

-قسمة كل بند من بنود التكلفة سواء في الديون أو حقوق الملكية على إجمالي مصادر التمويل للحصول

على الوزن النسبي لكل بند بالنسبة لإجمالي مصادر التمويل في شكل نسبة مئوية.

-احتساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل باستخدام المعادلة التالية :

$$\begin{aligned} & \text{الوزن النسبي للدين} \times \text{تكلفة الدين} \\ & \text{الوزن النسبي للأسهم الممتازة} \times \text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \text{المتوسط المرجح لتكلفة التمويل} \\ & \text{الوزن النسبي لحقوق الملكية} \times \text{تكلفة حقوق الملكية} \end{aligned}$$

المطلب الثالث : ماهية هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة .

ويقصد بالهيكل التمويلي بصفة عامة تركيبة مختلف أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية وأموال الاقتراض الدائمة والمؤقتة قصيرة الأجل منها وطويلة الأجل، تجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسة وهيكل رأس المال، حيث يقتصر هذا الأخير على جميع أنواع وأشكال التمويل طويل

الأجل فقط (التمويل الدائم)، وبذلك يعتبر هيكل رأس المال جزء من هيكل التمويل بحيث لا يشمل مصادر التمويل قصيرة الأجل⁽¹⁾.

أما هيكل التمويل الأمثل، فيشير إلى الهيكل التمويلي للمؤسسة والذي يحقق أكبر ربح ممكن لملاك المؤسسة وبأقل التكاليف، وبالتالي فهو الهيكل الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للسهم⁽²⁾.

انطلاقاً من التعاريف المقدمة أعلاه، فإن الهيكل التمويلي للمؤسسة يعتمد على طريقة التمويل التي تنتجها المؤسسة أي يعتمد على تركية الخليط من المصادر التمويل التي يتكون منها الهيكل المالي، بهدف تحقيق مردودية مقبولة للمؤسسة و تخفيض تكاليف التمويل، ونشير إلى أن هيكل التمويل الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يخلق توازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل.

1-محددات الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة .

يتحدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بمجموعة من العوامل، حيث لا يمكن تقديم نموذج تمويلي أمثل يتناول بصورة كافية كل العوامل التي تؤثر على قرارات المسير المالي للمؤسسة، إذ أن هذه العوامل على درجة عالية من التعقيد والتنوع (ولا تتبع دائما نظرية محددة وهذا نظرا لأن أسواق رأس المال أصبحت تتميز بظروف المخاطرة العالية)

سنستطرق على وجه التحديد لأهم العوامل المحددة للهيكل التمويلي للمؤسسة على النحو التالي⁽³⁾

1-1-الربحية .

من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للدفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة، يجب أن يحقق الهيكل المالي للمؤسسة ربحية معتبرة للمؤسسة .

2-القدرة على الوفاء بالديون .

يحدد على العامل الحد الأقصى الذي يمكن أن تتحمله المؤسسة من القروض، والذي يجب أن لا تتجاوزه حتى لا تهدد قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه تسديد هذه القروض وفي نفس الوقت يجنب الملاك أو حملة الأسهم العادية بالمؤسسة، أية مخاطر حالية إضافية .

2-1-المرونة .

يجب على المؤسسة تحديد الهيكل المالي الأمثل، الذي يعمل على تعظيم قيمتها، وبأقل المخاطر الممكنة، حيث لا يتحقق ذلك إلا من خلال التوازن بين كل تلك العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة، بالتالي فإن التخطيط السليم للهيكل المالي الأمثل هو الذي يأخذ في الاعتبار مصالح كلا من المساهمين في المؤسسة العمال الموظفين والدائنين .

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص كمل فريد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع 1994 ص 495

(2) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، دار الجامعة، الاسكندرية، 2000، ص 163

(3) محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، دار الجامعة، الاسكندرية، 2000 ص 166

الملاحظ أنه في بعض الأحيان، قد تعطي مؤسسة ما أهمية أكبر للمرونة على حساب الرقابة، بينما تهتم مؤسسة أخرى بالقدرة على الوفاء بالديون أكثر من العوامل الأخرى كما تتغير الأهمية النسبية لهذه العوامل تبعاً لتغير ظروف البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، ونتيجة لذلك فإن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يكون قابلاً للتكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة .

في ضوء كل تلك العوامل السابقة أعلاه، يجب على المسير المالي للمؤسسة أن يراعي مستوى أو درجة الرفع المالي، مع الأخذ بعين الاعتبار عامل المخاطرة. وسيتم تحليل هذه المعطيات على النحو التالي:

-درجة الرفع المالي.

تشير درجة الرفع المالي إلى التأثير الممارس بالديون على مردودية الأموال الخاصة، أي مدى قدرة المديونية على الرفع من مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة⁽¹⁾ .

لعل أفضل طريقة لفهم الرفع المالي، أهدافه واستخداماته تأتي من خلال آثاره على ربحهم الأسهم (EPS)، وهذا في ظل درجات مختلفة من الرفع المالي. ويتم حساب EPS مباشرة من العلاقة التالية⁽²⁾:

$$EPS = (X - R)(1 - T) / N \dots\dots (17-2).$$

حيث تمثل:

• X: الأرباح قبل الفائدة والضرائب

• R: قيمة الضرائب المستخدمة.

• T: معدل الضريبة.

• N: عدد الأسهم المصدرة والمباعة (العادية)

من خلال استبدال عدد الأسهم المصدرة والمباعة (N) في العلاقة أعلاه، بـ (E) أموال

العادية أو صافي قيمة المؤسسة نحصل على العائد على الملكية كنسبة مئوية، تتحدد من خلال الصياغة التالية:

$$e = (X - R)(1 - T) / E \dots\dots\dots (18-2)$$

أما في حالة احتواء الهيكل التمويلي للمؤسسة على أسهم ممتازة، في هذه الحالة يتم خصم نصيب هذه الأسهم من الأرباح بعد الفوائد والضرائب عند حساب العائد على الملكية بالتالي نستطيع أن نكتب:

$$EPS = (X - R)(1 - T) - D_p / N \dots\dots\dots (19-2).$$

$$E = (X - R)(1 - T) - D_p / E \dots\dots\dots (20-2) ..$$

حيث تمثل D_p : نصيب الأسهم الممتازة من الأرباح.

(1) سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 1997، ص 148

(2) المرجع نفسه، ص 269.

-المخاطر المالية .

يرتبط الخطر المالي بالقرارات المالية من المؤسسة ،بحيث عندما يقوم الهيكل المالي للمؤسسة على تمويل الاحتياجات المالية لها بالأموال الخاصة بالكامل، فإنها لا تعرض للخطر المالي أما إذا كانت القروض تمثل جزء من الهيكل المالي للمؤسسة ففي هذه الحالة يظهر الخطر المالي أين يمكن إرجاع نسبة مباشرة إلى أن تستخدم القروض في الهيكل المالي للمؤسسة يؤدي إلى زيادة التقنيات في عائد المساهمين ، واحتمال عدم القدرة على تسديد الديون⁽¹⁾ .

وبالتالي يجب على المؤسسة أن تختار الهيكل التمويلي الذي يعظم من قيمتها، وفي نفس الوقت يعمل على التقليل من المخاطر المالية. ونشير إلى أنه يمكن للمؤسسة تجنب هذه المخاطر، من خلال انتهاج سياسة التنويع في مصادر التمويل⁽²⁾

2- محددات الاقتراض: تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.

توصلنا من خلال التحليل السابق، إلى أن زيادة نسبة الديون في الهيكل المالي، يترتب عنها انخفاض في التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، وذلك بسبب الوفورات الضريبية المترتبة عن الإقراض غير أن ارتفاع نسبة الديون عن نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي إلى حد معين، يترتب عنها ظهور تكاليف جديدة تتمثل في تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.

2-1- تكاليف الإفلاس.

إن زيادة نسبة القروض في الهيكل المالي إلى حد معين، يمكن أن يؤدي إلى ظهور تكاليف الإفلاس ولا ينحصر هذا المفهوم فقط في الجانب القانوني له و ما يصحبه من تكاليف مباشرة للعملية، إذ يشمل بالإضافة لهذه الأخيرة جميع التكاليف غير المباشرة التي تسبق عملية التصفية القانونية للمؤسسة والتي تتمثل أساسا في تكاليف تدهور شروط شروط التسيير، تكاليف إعادة تنظيم المؤسسة سواء ترتب عن ذلك التصفية القانونية أو عملية الامتصاص⁽³⁾.

بالتالي يترتب على عملية الإفلاس ظهور تكاليف إضافية معتبرة تؤدي إلى التخفيض في قيمة التوزيعات التي كان من المفروض أن يتحصل عليه المساهمون والمقرضون ، حيث تزداد القيمة السوقية للمؤسسة في المرحلة الأولى كنتيجة للزيادة في مستوى المديونية بها يحقق للمؤسسة اقتصاد في الضرائب (وفورات ضريبية) لكن مع تزايد خطر الإفلاس بسبب ارتفاع مستوى القروض تكاليف الإفلاس تؤدي إلى إلغاء الميزة الجبائية للديون⁽⁴⁾، ومن ثم يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة التي تستخدم الرفع المالي بدلالة القيمة السوقية

(1) J.Teulite Et P Topasacation, finance, 2^{ème} edition, vibert, 1999, P 346.

(2) محمد سمير عبد العزيز مرجع سابق ، ص 214-215

(3) J.TEULITE ET P TOPASACALIAN, OP CIT P 365

(4) S.RIFINI ET A SADAQ OP CIT P 26 27

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

للمؤسسة التي تستخدم الرفع المالي بدلالة القيمة السوقية للمؤسسة التي لا تستخدم الرفع المالي من خلال العلاقة التالية⁽¹⁾

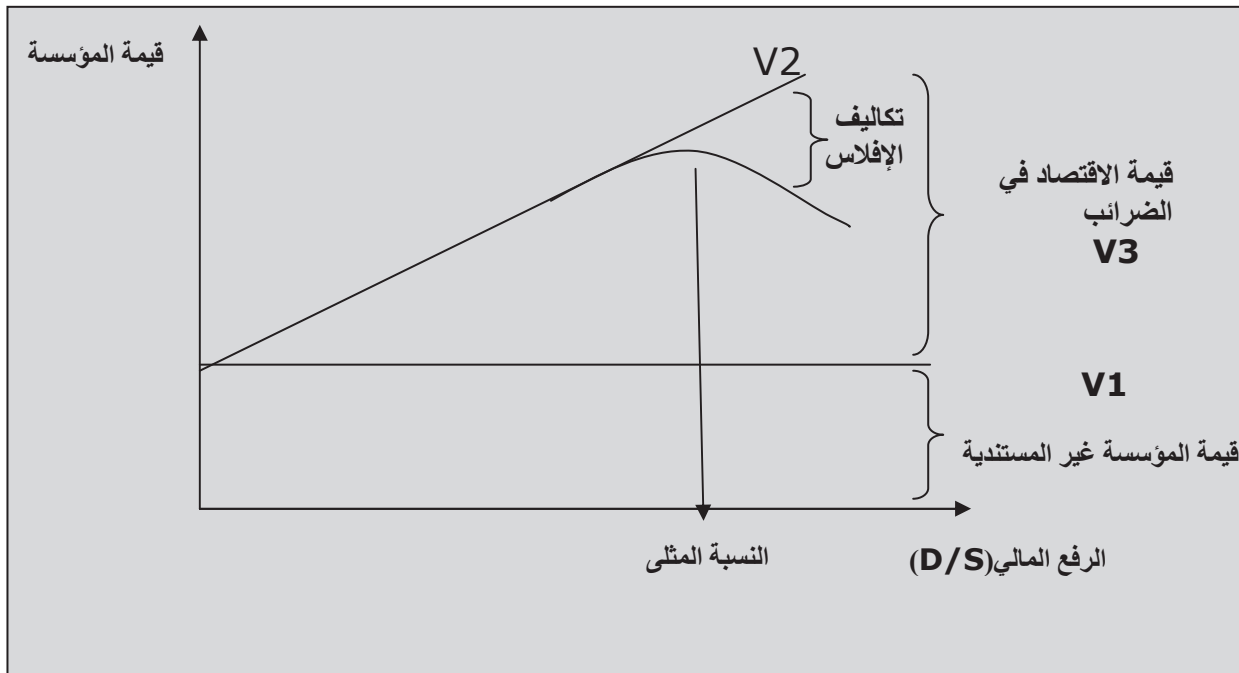
$$V_D = V_S + TD - VA(F) \dots \dots \dots (29-2).$$

حيث تمثل :

- V_D : القيمة السوقية للمؤسسة التي تستخدم الرفع المالي.
- V_S : القيمة السوقية للمؤسسة التي لا تستخدم الرفع المالي.
- $VA(F)$: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس .

بناء على ما سبق، يتضح لنا بأن الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي يحقق المستوى الأمثل من الاستدانة عند تساوي التكاليف الحدية للإفلاس مع الاقتصاد الحدي في الضرائب أي التقليل من التكاليف الضريبية الناتجة عن زيادة الاقتراض أي يجب أن يعمل الهيكل المالي الأمثل على تعظيم قيمة المؤسسة في ضوء كل تلك المتغيرات وعموما يمكن صياغة هذه الفكرة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 1: قيمة المؤسسة في ظل تكلفة الافلاس



Resource: J.Teulité et P topasacalian,Op.cit,P:367

2-2- نظرية تكاليف الوكالة.

عندما توكل مسؤولية تسيير المؤسسة إلى مسيرين خارجيين يعملون على تعظيم ثروة المؤسسة ،فإن ذلك يؤدي إلى تصادم المصالح بين المسيرين،الدائنين والمساهمين في المؤسسة .

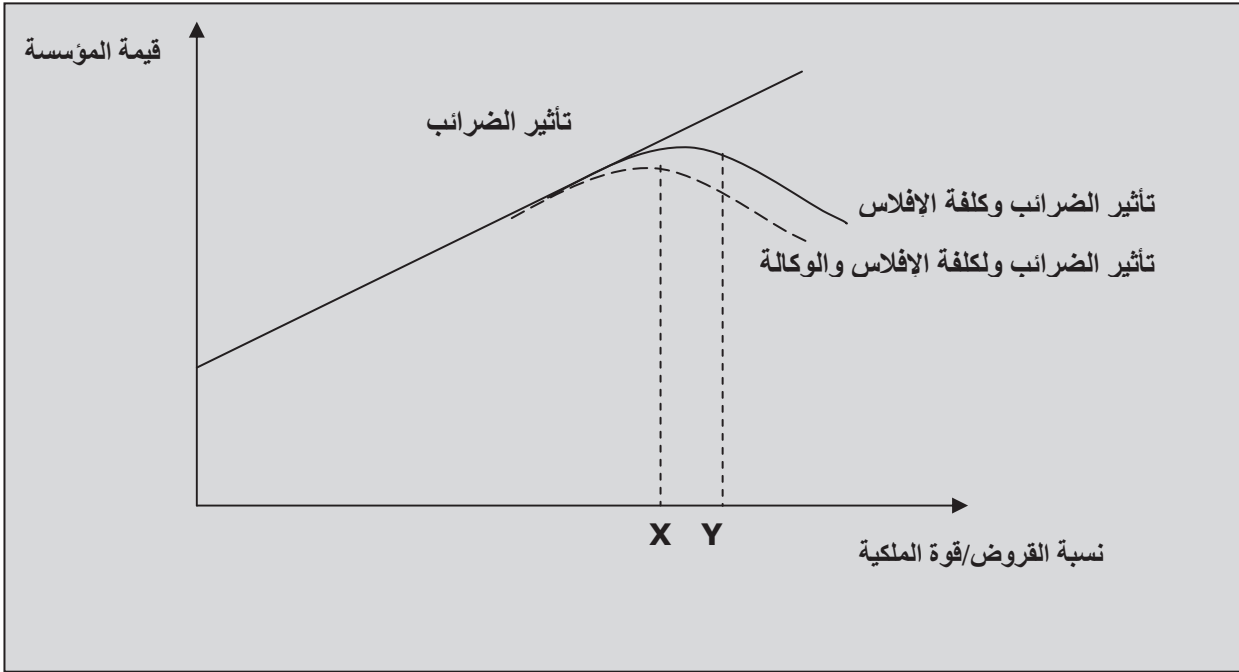
(1) . J.TEULITE ET P TOPASACALIAN OP.CIT P 367 .

لكي يتأكد الدائنون من أن المسيرين لم يخلو بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، حيث يطلق على هذه التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة⁽¹⁾

كما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك وذلك من خلال رفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يضطر المساهمين في المؤسسة إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، وتكون نتيجة ذلك هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية⁽¹⁾.

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على مكونات الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة بالتالي سترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الديون في الهيكل التمويلي، وحتى يتم تحقيق هيكل التمويل الأمثل، يجب على مسيري المؤسسة العمل على جعل تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة أدنى ما يمكن.

الشكل رقم 2: قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة إلى الضريبة ووجود كلفة الإفلاس والوكالة.



المصدر: منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 673.

يشير هذا الشكل إلى أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من Y إلى X حيث النقطة X تعبر عن نقطة تعادل الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الوكالة والإفلاس وهو ما يطلق عليه نظرية التوازن.

⁽¹⁾ S.Rifki Et A Sadaq Op Cit P 27

⁽¹⁾ مسير ابراهيم هندي مرجع سابق، 275 .

قبل أن تبلغ الاستدانة القيمة X يكون هناك وفورات ضريبية أكبر من التكاليف أما بعدها فتكون التكاليف أكبر من الوفورات الضريبية .

المبحث الثالث: خصوصية التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعتبر التمويل من أساسيات و ضروريات إنشاء و تشغيل و توسيع المؤسسات .مختلف طبيعة نشاطاتها و أحجامها، أين تحتاج للمؤسسات بشكل متواصل إلى الأموال من مصادر مختلفة لتغطية احتياجاتها من الأصول الثابتة، أو الأصول المتداولة، ونظرا لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فان سياسات التمويل فيها تتميز بالخصوصية من حيث اتخاذ القرارات أو المصادر التمويلية المتاحة لها.

المطلب الأول: قرار التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سوف نتناول في هذا المطلب ملامح اتخاذ قرار التمويل في المؤسسات ص و م، وذلك للتعرض إلى خصوصية اتخاذ القرارات في تلك المؤسسات، وقراءته بواسطة تفسير النظريات للهياكل المالية للمؤسسات ص و م.

1- خصوصية اتخاذ القرارات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

فبمجرد ذكر المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تطرح إشكالية تعريفها ومدى اختلافها على المؤسسة الكبيرة. فمهما كان المعيار الذي تعتمد فيه تصنيفها (أقل من 250 أو 500 ،رقم الأعمال، رأس المال، القيمة المضافة...الخ) فان الاقتصاديون والمسيرون متفقون على أن لهذه الأخيرة خصوصيات مرتبطة أساسا بهذه المعايير، و يؤكدون على أن التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتصف بالخصوصية⁽¹⁾ ويلخص كل من (Julien et Marchesnay 1991) خصوصيات المؤسسة الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:

- الدور المركزي للمسير.
 - تخصص ضعيف للعمل.
 - إستراتيجية حدسية بدون أي تشكيل أو صياغة وأكثر جواريه للممثلين.
 - نظام معلومات داخلي بسيط وضعيف التشكيل.
 - نظام معلومات خارجي بسيط مبني على الاتصال المباشر.
- هذه الخصوصية تؤثر بشكل واضح من جهة على مجال نشاط المؤسسة ودرجة تخصصها أو تنوعها ، حيث غالبا ما نجد حرفة المؤسسة تتلخص في بعض النشاطات المرتبطة أساسا بمجموعة محدودة من المهارات والمنتجات، ومن جهة أخرى على كيفية التنظيم الهيكلي وتقسيم العمل داخل هذه المؤسسات، أين نلاحظ

(1) عبد المليك مزهودة، التسيير الاستراتيجي وتنمية المؤسسات ص و م، سطيف، 2003.

درجة عالية في تبادل النشاطات بين العمال مع التمدد الأفقي للتسلسل الإداري والتوجه المركزي الأوتوقراطي الذي يعطي للمشرفين أو المالكين المديرين الدور الأكبر والحاسم في اتخاذ القرارات. إن مميزات اتخاذ القرارات في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وحسب (Marchesnay 2003) هي على النحو التالي⁽¹⁾:

- عموما القرارات هي من نتاج رئيس المؤسسة، حتى ولو كان محاطا بمجلس (العائلة، محاسبين، بنكيين،... الخ) فهو الوحيد المسؤول على اتخاذ القرارات و تنفيذها.
 - المؤسسة أكثر تبعية لمحيطها، غالبا ما يكون من الصعب اعتماد أسلوب مستقل تماما، حيث دائما ينتظر رئيس المؤسسة الرسائل التي تأتيه من المحيط، والتي بدورها تمهد للإجابة الإستراتيجية.
 - الهيكل التنظيمي ضعيف التصميم والتسلسل سلمي، ويرتبط نظام المعلومات والمراقبة بشخصية الرئيس.
 - تتداخل المستويات الثلاثة السابقة الذكر بشكل تام : فيمكن أن يكون للقرارات العملية آثار إستراتيجية دون أن يدركه الرئيس في حينه.
- إن هذا الدور الذي يمثله المشرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعتبر حاسما في حياة المؤسسة و خياراتها الإستراتيجية المستقبلية، وهو يختلف بالنظر لعدة عوامل (الكفاءة، الخبرة، الثقافة، المستوى التعليمي، طبيعة النشاط، الشكل القانوني... الخ) فقد تعددت وجهات النظر في تحديد معالم ومميزات صاحب القرار في المؤسسة كما يظهر في الشكل البياني رقم (1).

لذا نحاول تلخيص بعض الدراسات السابقة Miles et Snow(1978), Julien et

Marchesnay (1988) حول سلوك المديرين في المؤسسات أين يتم تصنيفهم على النحو التالي:

- *- **المدير الميراثي أو المقلد:** الذي يوجه تسيير لأهداف البقاء، الاستقلال والنمو، وغالبا ما يستخدم رأسماله الشخصي والعائلي عند الضرورة، عموما ما يكون نمو المؤسسة معتدلا ومواكبا لتغيرات السوق، فالإبداع إذا غير مرغوب فيه ومنه فالاستثمارات المادية وغير المادية تبقى ضعيفة ومحدودة.
- *- **المدير المقاول أو الرائد:** الذي يبني قيادة المؤسسة حول ثلاثة مبادئ هي النمو، الاستقلالية و الشراء، أين الإبداع يكون مطلوبا بكثافة ويؤدي إلى استثمارات معتبرة، ولبلوغ هذا الهدف يتجه هذا النوع من المدراء للحصول على مصادر تمويل خارجية وحتى لفتح رؤوس أموالهم.
- *- **المدير التسييري:** والذي ينسجم مع المفهوم الكلاسيكي للتسيير في المؤسسات الكبيرة، وهنا يكون تركيز المدير على البحث على الأداء المرتفع من خلال سيرورة قرارات عقلانية و يفضل الإبداع لكن مع تحكم نسبي في الجوانب المالية.

(1) مداح عرابي الحاج، التسيير الاستراتيجي وتنافسية المؤسسات ص و م، الملتقى الدولي حول متطلبات تاهيل المؤسسات ص و مفي الدول العربية، الشلف، 2006..

الجدول رقم 7: تصنيف سلوك المسيرين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الميراثي	المقاول	التسييري
البحث عن الميزة التنافسية	الوقاية من الأخطار: حماية السوق، تكوين الشبكات	مواجهة الأخطار بتطوير أسواق جديدة
الموقف من الأداء	الكفاية الإنتاجية	دخول ناتجة من الإبداع أو التمييز
الرؤية الإستراتيجية	التقليد، الإلتباع	إستراتيجية التمييز
الأهداف الإستراتيجية	البقاء و الاحترام الاجتماعي	تطوير المؤسسة
السلوك الاستراتيجي الشامل	تفاعلي ضعيف الإبداع	تسبيقي انتهازي ومبدع
الاستثمارات	احترازية	النمو
		العقلانية /مخططة

المصدر: عبد المليك مزهودة، مرجع سابق، ص 12

ويلخص لنا الجدول رقم (1) أهم مميزات وخصائص كل نوع من المديرين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال ذلك نستخلص أن سيرورة القرارات تتم في ظل محدودية المعلومات وفق وجهة نظر H.Simon للعقلانية المحدودة، فالهدف ليس اتخاذ القرارات المثلى ولكن تعيين المشاكل أو المشاكل الأساسية، تقدير الحل "المعقول"، "المقبول"، وتبريره (عموما بالاعتماد على تخيلاته العقلية الخاصة به)، ثم تنفيذها. تهدف سيرورة اتخاذ القرارات البحث على المشاكل أكثر من الحلول، فهي إذن استكشافية: فالأسلوب هو تنابعي، متردد، بالتجريب والخطأ، يركز على تعلم صاحب القرار وقدراته المعرفية (قدرة التحليل بدل الإيجاز، الاستنباط المنطقي بدل الاستقراء الحدسي).

من خلال ما سبق نستخلص أن الصفات الشخصية للمسير (المستوى التعليمي، العمر، طبيعة الملكية...) تنعكس على القرارات داخل المؤسسة وبالتالي على أدائها.

2- نماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

إن مجمل الأعمال التي قامت بدراسة السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، انطلقت من فكرة جوهرها أن هذا النوع من المؤسسات يتميز بالدور المركزي للمسير، حيث أنه في أغلب هذه المؤسسات تكون عادة سلطة الملكية والتسيير مركزة في أيدي نفس الشخص (المسير المالك)، أو نفس العائلة (المؤسسات

العائلية) وهذا ما يؤدي إلى تداخل سلطات الملكية والتسيير في المؤسسة ، الذي ينعكس بدوره على الهيكل المالي للمؤسسة .

2-1- حسب نظرية الوكالة⁽¹⁾.

في دراسة (Clot et Michel, 1996) ، توصلنا إلى أن نظرية الوكالة لا تمثل الأداة الأفضل في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عكس ما توصل إليه كلا من (1991-1992) Ang و (1954) chareaux ، إن علاقة الوكالة تنطلق من مبدأ حدوث المشاكل حينما يقوم المكلف بخدمة مصالحه بدل مصالح موكله، والذي يولد تكاليف تدعى بتكلفة الوكالة نتيجة مخاطر هذا النزاع ومنه فإن المستوى الأمثل للاستدانة يكون في حالة وجود تكلفة الوكالة في حدودها الدنيا. تعتبر مشاكل انعدام التناظر في المعلومة والمخاطر المعنوية تكون في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر من المؤسسات الكبيرة وهذا راجع إلى انعدام الشفافية وإلى طبيعة هيكل الملكية والذي يؤدي إلى تردد الجهات المقرضة في منح القروض طويلة الأجل.

2-2- حسب نظرية التمويل التسلسلي⁽²⁾.

بالنسبة لهذه النظرية والتي تفترض وجود ترتيب بين مختلف مصادر التمويل فإن التسلسل الذي أوجده (Meyers Majlut, 1984) يعتبر الأكثر ملائمة لاختيارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التمويلية حيث أنه في الواقع ليست تفضيلات المسير فقط هي التي تحدد الترتيب، لكن هناك إمكانيات الوصول إلى الأسواق المالية وانعكاس مخاطر الإفلاس على قرارات البنوك .

فحسب هذا النموذج يمكن استنتاج أن المؤسسات التي تحقق أرباح أكثر تلجأ إلى الاستدانة بشكل أقل .

2-3- حسب نظرية دورة الحياة⁽³⁾.

حسب هذه النظرية فإن الهيكل المالي للمؤسسة يتأثر بعامل النمو والوصول إلى الأسواق المالية، فالمؤسسات التي تحقق معدلات نمو كبيرة تكون في حاجة أكبر إلى التمويل الخارجي، وذلك من أجل تمويل هذا النمو فعند مرحلة الانطلاق تكون الأموال الخاصة (رأس المال الذي يقدمه المالك) مصدر التمويل الوحيد، في حين أن هذه المؤسسات تتميز بسرعة الوصول إلى مرحلة النمو والتي عادة تمول بواسطة الديون قصيرة الأجل أو الذي يولد مخاطر العسر في السيولة وباعتبار أن معدل النمو كبيرا جدا تكون المؤسسة ملزمة إلى المفاضلة بين تخفيض النمو أو الدخول إلى أسواق رأس المال أو التمويل عن طريق رأس المال المخاطر. فالمؤسسات التي تتميز بمعدل نمو عالي مع عدم إمكانية الدخول إلى الأسواق المالية ، يكون فيها معدل القروض قصيرة الأجل كبيرا جدا .

(1) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات ، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص402.

(2) المرجع نفسه، ص403..

(3) المرجع نفسه، ص403

لقد أجريت العديد من الدراسات لفهم وإدراك السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومحاولة توضيح ملامح الهيكل المالي لهذه المؤسسات وذلك من خلال عمليات الإسقاط حول مختلف نظريات الهيكل المالي أو تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل المالي والتي يمكن على سبيل الذكر، الحجم المرد ودية الضمانات معدل النمو... الخ⁽¹⁾ وذلك عبر الدراسات الميدانية التي أجريت على عينات مختلفة من هذه المؤسسات .

المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

إن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الخاصة تعتمد في تمويل نشاطاتها على ثلاث مصادر تقليدية، تنتقل فيها المؤسسة من مصدر إلى آخر كلما كبر حجم المشروع، و نقصد بالمصادر الثلاث ما يلي:

التمويل الذاتي، التمويل من السوق غير الرسمي و التمويل من السوق الرسمي.

1- التمويل الذاتي⁽²⁾:

إن المصدر الأساسي لتمويل البداية في المشروعات الصغيرة يتمثل في الأموال الذاتية و المدخرات الشخصية، فكلما كبر حجم المشروع ارتفع التمويل المؤسسي. فالمؤسسات الصغيرة الحجم تعتمد في الجزء الأكبر من احتياجاتها التمويلية على الموارد الذاتية لأصحابها بالإضافة إلى الموارد المالية لأفراد العائلة و حتى الأصدقاء كمرحلة أولى و هذا غالبا عند الإنشاء أو التكوين بشكل خاص، و في هذا الصدد فإن كثيرا من الدراسات تؤكد و تؤيد صحة ذلك، و لو أن هذه الدراسات عادة لا تعطي أية تقديرات للنسبة من رأس المال المستثمر التي يتم تغطيتها من الموارد الذاتية و العائلية و من الأصدقاء.

و في دراسة أجراها البنك الأهلي في كوريا الجنوبية عام 1973 وجد أن القروض من الأقارب و الأصدقاء كانت تمثل نحو 25.5% من مصادر رأس المال المستثمر في المؤسسات الصناعية الصغيرة (التي يعمل فيها من 5 إلى أقل من 50 عاملا)، على الرغم من أن كوريا الجنوبية كانت حينذاك قد قطعت أشواطاً هامة في طريق تنمية مصادر التمويل الأخرى.

- مشاكل التمويل الذاتي⁽¹⁾:

(1) الياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 404.

(2) خوني رايح وحساني رقية، واقع وافاق التمويل التجاري في الجزائر واهميته كبديل تمويلي، الملحق الدولي حول متطلبات تاهيل المؤسسات ص و مفي الدول العربية، الشلف، 2006..

إن المشاكل الأساسية التي قد تعترض أصحاب المشاريع الذين يعتمدون على المدخرات الذاتية و العائلية كمصدر تمويل لمشاريعهم تتمثل خاصة في القيود الطبيعية على هذا المصدر خاصة كلما كانت الثروات و الممتلكات الخاصة ضئيلة، أو موجودة في شكل عقارات أو أراضي مشتركة في ملكيتها مع الآخرين، أو أصول أخرى يصعب تحويلها إلى سيولة في أزمدة مناسبة دون خسارة، هنالك أيضا مشاكل المعاملات المالية بين أفراد العائلة الواحدة و بين الأصدقاء حين يلجأ كل واحد منهم إلى طلب مشاركة الآخرين معه في مشروع ما، كالكيفية التي تتم بها المشاركة و نسبة المشاركة... الخ، هذا ما قد يؤثر في كفاءة المشروع إذا قام.

هناك أيضا بعض المشاكل الأخرى المتعلقة بالتمويل العائلي و نقصد بذلك الالتزام الأدبي بتشغيل بعض أفراد العائلة أو الأقارب و الأصدقاء في المشروع مما قد يعد عبئا حقيقيا في حالة عدم كفاءة هؤلاء، و مثل هذا العبء يمكن أن يترجم في شكل تكلفة ضمنية للتمويل، قد تتسبب في حالة زيادتها في فشل المشروع.

هذا و يلاحظ أن التمويل من المصادر الذاتية أو العائلية أو الأصدقاء يعتمد على مدخرات صغيرة جدا، و يساعد بشكل فعال في تجميعها من الأفراد العاديين، خاصة في القرى و المدن الصغيرة في البلدان النامية، و لهذا السبب ذاته يمكن تصور المشاكل التمويلية التي تواجه المشروعات الصغيرة إذا ما تعرضت لمشاكل سيولة ظرفية عند عدم قدرتها على بيع منتجاتها في أوقات مناسبة، أو عند الارتفاع الفجائي الشديد في أسعار المواد الأولية و الخامات التي تستعملها، كما يمكن تصور حجم المشكل التمويلي عندما يهدف صاحب المشروع إلى زيادة رأس مال المشروع، فالمدخرات صغيرة جدا و تتجمع غالبا بشكل بطيء على مدى الزمن و بمعدلات منخفضة عادة، و الرفع من معدلاتها يستلزم ارتفاعا ملموسا في الدخول الحقيقية أو ممارسة المزيد من الضغط في الاستهلاك الخاص، و كلاهما صعب التحقيق في ظروف معظم البلدان النامية خاصة منها تلك التي تصنف في فئة الأقل نموا أو الأكثر فقرا.

2- التمويل من السوق الغير الرسمي للإقراض:

يشكل السوق غير الرسمي أو غير النظامي كما يطلق عليه البعض حقيقة قائمة، في ظل توافر التمويل من المصادر الرسمية بأسعار و شروط مناسبة.

بعيدا عن القنوات الرسمية، يأتي سوق الإقراض غير الرسمي من حيث الأهمية في تمويل المؤسسات و الصناعات الصغيرة في البلدان النامية المرتبة الثانية، و ربما الأولى أحيانا عندما تقل المدخرات و الموارد الذاتية، خاصة حينما تنخفض لدى أصحاب المشاريع السيولة النقدية أو عندما يستهدفون توسيع نشاطهم.

(1) حوي رابع، المرجع السابق، ص 10.

و في إطار السوق غير الرسمي، يقدم تجار النقود قروضا صغيرة و لفترات قصيرة و أحيانا قصيرة جدا، و بأسعار فائدة لا تبدو مرتفعة فوق الأسعار الجارية في السوق الرسمي من الناحية الشكلية، لأن فائدة السوق غير الرسمي تحسب على الأيام أو الشهر بنفس المعدلات السائدة في السوق الرسمي عن السنة الكاملة، و بالتالي يصبح المعدل السنوي للفائدة في السوق غير الرسمي مرتفعا بشكل رهيب، و تشير إحدى الدراسات أن سعر الفائدة في السوق غير الرسمي في البيرو بأمريكا اللاتينية وصل في منتصف الثمانينات إلى 800% أو 1000% في السنة⁽¹⁾، كما أن تجار النقود في السوق غير الرسمي ليس عندهم أو لا يعترفون بما يسمى بفترة السماح.

أضف إلى ذلك أن هؤلاء يتشددون فيما يأخذونه من الضمانات لتأمين عمليات الإقراض فقد يأخذون من المقترضين حليا ذهبية أو مرهونات عقارية و يكونون دائما على أهبة الاستيلاء عليها و إضافتها إلى ممتلكاتهم دون إهمال حالات الإعسار، على عكس ما يحدث في السوق الرسمي حيث أن البنوك التي تتعامل وفقا لنظام الفائدة تأخذ لنفسها أيضا كافة الضمانات قبل الإقراض، غير أنها تتمهل عند عميل معسر حتى تتحسن وضعيته ليستطيع السداد.

و خلاصة لما سبق يمكن تسجيل خصائص السوق غير الرسمي في النقاط التالية:

- معدلات فائدة مرتفعة بحد ذاتها مقارنة بالمعدلات السائدة في السوق الرسمي.
 - قروض قصيرة الأجل بل و غاية في القصر.
 - يضم طرفين غير متكافئين: مدين ضعيف و دائن قوي.
 - ضمانات مالية و مادية محدودة تمتد إلى الممتلكات الشخصية.
- و من خلال استقراء هذه الخصائص التي يتميز بها السوق غير الرسمي يتساءل الكثير من الاقتصاديين عن أهمية هذه السوق، غير أنها تعتبر حقيقة واقعة في البلدان النامية في ظل غياب القنوات الرسمية البديلة.

فحسب بعض التقارير الدولية حول هذا الموضوع (تقرير البنك العالمي لسنة 87) إشارة إلى أن المؤسسات المالية الرسمية (السوق الرسمي) لم تقبل سوى اقل من 1% من المشروعات الصغيرة في البلدان النامية.

هذا وبعد حجم معين للمشروع فان نظم التمويل غير الرسمية تصبح عاجزة عن توفير متطلبات التمويل، وعلى ذلك فمن الضروري أن يتدرب أصحاب هذه المشروعات ليصبحوا قادرين على التعامل كعملاء مع نظم التمويل المنظمة (نظم التمويل الرسمية).

(1) عبد الرحمان يسري احمد، تنمية الصناعات الصغيرة ومشكلات تمويلها، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الاسكندرية، 1996، ص: 37.

3- التمويل من السوق الرسمي⁽¹⁾:

اعتمدت أغلبية الدراسات التي تناولت بالاهتمام موضوع المؤسسات و الصناعات الصغيرة الخاصة و مشاكلها مع التمويل في الدول النامية على قاعدة هامة تتمثل في كون البنوك التجارية تتسم بعدم الرغبة و عدم القدرة في آن واحد على تمويل المشاريع الصغيرة سواء عند بداية نشاطها و توسعها، أو من خلال نشاطها الإنتاجي الجاري، و الامر ليس بالغريب و لا يحتاج إلى شواهد و أدلة، فهناك حالات شائعة في كل البلدان النامية لتجاهل أو إهمال طلبات التمويل المقدمة من قبل صغار أصحاب المشاريع للبنوك التجارية، و كما سلف الذكر في الدراسة التي أعدها البنك العالمي بأن المؤسسات المالية الرسمية لم تمد المشاريع الصغيرة في البلدان النامية بأكثر من 1% من احتياجاتها.

و لنا أن نتساءل عن أسباب هذه الظاهرة: إن البنوك التجارية تعتمد في توجهاتها السلوكية و الوظيفية على نظام الفائدة الذي تعمل في إطاره، فالبنك التجاري يهدف من خلال معاملاته التجارية إلى تحقيق عائد من وراء الفائدة بين المودعين لديه و المقترضين منه، بحيث انه يجري حساباته بشكل يخلق له اكبر عائد صافي بعد تغطية كافة مصاريفه من الفرق بين الفوائد المدينة و الدائنة.

كما يجري عمليات الإقراض في إطار الخبرات و السياسات المصرفية بما يحقق أكبر مستوى من الضمان، لان الفوائد لن تكون كافية بأية حال من الأحوال لتغطية خسارة الأصل (في حالة حدوثها) و من ثم تأتي قضية الضمانات المالية كضرورة لا بد منها، هذا إضافة إلى ما يتمتع به العميل من سمعة و ثقة.

لذلك، فإن نمط استخدام الموارد المالية للبنوك التجارية كان و مازال مرتبطا بالمشروعات الكبيرة، الأكثر ربحية، حيث تستطيع هذه أن تفي بشروط الاقتراض و تقديم الضمانات الكافية.

ولقد حظيت المعاملات التجارية، خاصة تلك المرتبطة بالعالم الخارجي، بنصيب أكبر من التمويل لأنها قليلة المخاطر عادة، سريعة العائد و لأنها تقع في الغالب على مستوى الأجل القصير، و هو بالذات ما تفضله البنوك التجارية حتى تتمكن من استرداد أموالها في فترات مناسبة، و من ثمة تعيد استخدامها.

بينما نصيب المشروعات الصناعية أقل حظا، لكون عملياتها تتطلب عادة قروضا لآجال طويلة أو متوسطة على الأقل بطبيعة نشاطها، فتمويل المشاريع الصناعية يقلل نسبيا من دوران الأرصدة النقدية المتاحة في شكل قروض و بالتالي يقلل من فرصة اكتساب مزيد من الفوائد على مدى العام، هذا إلى جانب أن البنك يتحمل درجة اكبر من المخاطرة.

4- بدائل التمويل المستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

(1) عبد اللطيف بلغرسة، مرجع سابق، ص 15

لا شك أن طرق التمويل الكلاسيكية للاستثمارات تشكل عبأ على المؤسسات المستثمرة، خاصة فيما يتعلق بالعبء المالي وطريقة تحمله ولذلك ظهرت الحاجة إلى البحث عن طرق أخرى لتمويل الاستثمارات يكون من خصائصها تجنب عراقيل التمويل الكلاسيكي.

4-1- التمويل التأجيري⁽¹⁾:

التأجير هو إتقان بمقتضاه يقوم مستخدم الأصل أي مستأجره بدفع القيمة التجارية المنفق عليها لمالك الأصل أي مؤجره ، هذا وعادة ما تستحق الدفعة الأولى من الإيجار فور توقيع العقد ، وأن تكون الدفعات متساوية ، أما جدول الدفعات فيتوقف على ظروف كل مستأجر .

والائتمان التجاري هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً بذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقدة عليها ، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها ، تسمى ثمن الإيجار.

كما يعرف الائتمان التجاري (أو البيع التجاري) بأنه عبارة عن عقد بمقتضاه تؤجر معدات وعتاد وتجهيزات لقاء أقساط دورية مع فرصة تملكها عند عقد تسديد تمام الثمن المقرر لها ، أي عندما يبلغ مجموع الأقساط المدفوعة ثمن المأجور المتفق عليه في العقد

إذن الائتمان التجاري هو عبارة عن إيجار لمدة معينة، وبيع بانتهاء المدة، أما الثمن فمقسم على أقساط

تغطي مدة الإيجار

– أنواعه:

هناك العديد من أنواع الائتمان التجاري، وذلك حسب الزاوية التي يتم منها النظر إليه ، ولكننا من خلال دراستنا سوف لن نتعرض إلا إلى دراسة نوعين منه :الائتمان التجاري حسب طبيعة العقد، والائتمان التجاري حسب طبيعة موضوع العقد .

الائتمان التجاري حسب طبيعة العقد:

حسب هذا التصنيف هناك نوعين هما: الائتمان التجاري المالي، والائتمان التجاري العملي

–الائتمان التجاري المالي Crédit-bail financier

حسب المادة الثانية من الأمر رقم 96-09 المتعلق بالائتمان التجاري، وتعتبر ائتمان تجاري مالياً: إذا تم تحويل كل الحقوق أو الالتزامات والمنافع والمساوئ والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل المعنى إلى المستأجر ، ويعني ذلك أن مدة عقد الائتمان التجاري كافية لكي تسمح للمؤجر باستعادة كل نفقات رأس المال مضاف إليه مكافأة هذه الأموال المستثمرة .

ويتميز الائتمان التجاري المالي عادة بالخصائص التالية

(1) عبد اللطيف بلغرسة، مرجع سابق، ص11.

- تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق المؤسسة التي تقوم بالاستئجار.
- لا يستطيع المستأجر إيقاف عميلة الاستئجار وإنما عليه الاستمرار في سداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد.

- يستمر عقد الاستئجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبيا تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة فيحصل مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل.

- الائتمان التجاري العملي (أو التشغيلي) **Crédit-bail opérationnel**

- حسب المادة الثانية دائما من نفس الأمر, يعتبر ائتمانا تجاريا علميا : إذا لم يتم تحويل كل الحقوق والالتزامات والمنافع والمساوئ والمخاطر المرتبطة بملكية أصل المعني , أو تقريبا كلها الى المستأجر , وهذا يسمح بالقول أن جزء من كل ذلك يبقى على عاتق المؤجر , ومعنى ذلك أن فترة العقد غير كافية لكي يسترجع المؤجر كل نفقاته , بالتالي فإنه يجب انتظار أخرى لاستعادة ما تبقى من النفقات سواء بتجديد العقد أو بيع الأصل .

- وتعتبر الحسابات الآلية الآلات تصوير المستندات والسيارات و الجرارات وما شابهها من أهم أنواع المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع من الاستئجار الذي يسمى أحيانا باستئجار الخدمات **Service lease** ويتميز الائتمان التجاري العملي بالخصائص التالية

- يلتزم مالك الأصل بصيانة وخدمات الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.
- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا تكون عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول, وبالتالي فإن قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثم يتوقع مالك الأصل استعادة قيمة الاستثمارات الموظفة في هذا الأصل من خلال تكرار عمليات تأجيرها , اما لنفس المنشأة أو لمنشآت أخرى .
- تشمل عقود الاستئجار التشغيلي عادة ما يفيد بإمكانية إيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها ومن الواضح أن هذا الشرط يتقابل مع مصلحة المستأجر إلى حد كبير حيث يمكنه في هذه الحالة إعادة الأصل إلى المؤجر طالما انتهت الحاجة إليه أو في حالة ظهور معدات أحدث (وبصفة خاصة في حالة الأصول والمعدات التكنولوجية التي تتطور بشكل سريع كالحاسب الآلي مثلا) .

- الائتمان التجاري حسب طبيعة موضوع التمويل

- يمكننا حسب هذا التصنيف التفريق بين نوعين من الائتمان التجاري: الائتمان التجاري للأصول المنقولة, والائتمان التجاري للأصول غير المنقولة.

-الائتمان التجاري للأصول المنقولة: **Crédit-bail mobilier**

- يسمح هذا النوع من الائتمان للمستأجر أن يستفيد من معدات لا يستطيع شراؤها بوسائله المحدودة, ويستعمل هذا النوع من الائتمان التجاري من طرف المؤسسات المالية لتمويل الحصول على أصول منقولة تتشكل من

تجهيزات وأدوات استعمال ضرورية لنشاط المؤسسة المستعملة، وهي كأنواع الائتمان التجاري الأخرى تعطى على سبيل الإيجار لفترة محددة لصالح المستعمل سواء كان شخصا طبيعيا أو شخصا معنويا لاستعماله في نشاطه المهني مقابل ثمن الإيجار وفي نهاية هذه المدة، تعطي لهذا المستعمل فرصة تجديد العقد لمدة أخرى، أو شراء هذا الأصل أو التخلي عنه نهائيا .

– الائتمان التجاري للأصول غير المنقولة **Crédit-bail immobilier**

في الواقع، لا يختلف هذا النوع من الائتمان التجاري من ناحية تقنيات استعماله عن النوع السابق ، ويتمثل الفرق الأساسي في موضوع التمويل ، حيث أن هذا النوع يهدف إلى تمويل أصول غير منقولة تشكل غالبا من بنايات شيدت أو هي في طريق التشييد حصلت عليها المؤسسة المؤجرة من جهة ثالثة أو قامت هي ببنايتها وتسليمها على سبيل الإيجار إلى المؤسسة المستأجرة لاستعمالها في نشاطاتها المهنية مقابل ثمن الإيجار .

وفي نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة إمكانية الحصول نهائيا على الأصل حتى ولو كان ذلك تفنيدا لمجرد وعد انفرادي بالبيع أو تتاح لها إمكانية الاكتساب المباشر أو غير المباشر للأرض التي أقيم عليها البناء أو تتاح لها أخيرا إمكانية التحويل القانوني للملكية البناء المقام على أرض هي أصلا ملك للمؤسسة المستأجرة .

4-2- رأس المال المخاطر⁽¹⁾: ر.م.م كما عرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر "EVCA" هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر)، أملا في الحصول على فائض قيمة قوى في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات

كما يعتبر ر.م.م مخاطرة بين الصناعي والمالي مجتمعة حول مشروع مؤسسة، فهو إذا استثمار في الأموال الخاصة في مؤسسات غير مدرجة في البورصة، وعليه يقدم ر.م.م مساهمته خلال كامل مراحل تطور المؤسسة ويمثل ر.م.م إجابة هيكلية لاقتصاد المديونية وحقيقة مسجلة على المدى البعيد في اتجاه اقتصاد الأموال الخاصة "Propres economie de fonds" كما يعد ر.م.م الوسيلة . الوحيدة لتعبئة الادخار الطويل الأجل نحو المؤسسات غير المسعرة أو غير المدرجة والتي هي في طور النمو، ابتداء من تمويل الإنشاء، النمو: أو التحويل. ول ر.م.م عدة خصائص يجعل منه نشاطا لوساطة مالية خاصة

– يتعلق الأمر بنشاط يجلب أموالا خاصة للمؤسسات المبدعة غير المدرجة (غير المسعرة)، ولادة أو في تطور، لها إمكانيات كبيرة للنمو.

المستثمر شريك فعال (Hands On) يقدم النصائح والمساعدة في التسيير ويشغل في الغالب مقعدا في مجلس الإدارة.

(1) عبدالله إبراهيم، المؤسسات ص و م في مواجهة مشكل التمويل، متطلبات تاهيل المؤسسات ص و م في الدول العربية، الشلف، 2006

- خلافا للمصرفي الكلاسيكي، الذي يفرض ضمانات حقيقية ويتأكد من سيولة توظيفاته، صاحب ر.م.م يتقاسم أخطار الانطلاق والنمو وبالمقابل أيضا الأرباح في حالة نجاح المشروع.
- المؤسسات الممولة موجودة في قطاع يتميز بنمو كبير، ناشئ أو سينشأ.
- المعايير المأخوذة في الحسبان تخص في الغالب نوعية المشروع، خبرة الجهاز المسير وانسجامه وكذلك قدرة المؤسسات الناشئة **Start Up** للتموقع السريع في السوق بحجم عالمي.
- ينطلق المستثمر في ر.م.م على معايير كيفية ونوعية أكثر منها كمية.
- من جانب آخر تعتبر ر.م.م.م من أهم وسائل الدعم المالي والفني للمؤسسات الناشئة، وتعد شكلا خاصا من أشكال التوظيف الجماعي، بالنظر إلى أنها تهدف إلى تحقيق ربح رأسمالي في الأجل المتوسط (بعد عدة سنوات) المتحقق من إعادة بيع حصصها في: المشروعات التي اكتتبت فيها، وهي تنقسم من حيث مصدر النشأة إلى نوعين
- مؤسسات مستقلة: تقوم بتجميع رؤوس الأموال لدى المستثمرين المحتملين مباشرة، معتمدة من ذلك على قواعد معينة مثل شهرتها، تخصصها، خبرتها، تاريخها الناجح.
- مؤسسات تابعة: وهي عبارة عن فروع لمؤسسات مالية أو صناعية أخرى تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها.

3-4 - السوق الثانية⁽¹⁾ Le Second Marché

أو بورصات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة la bourse de PME

- إقتنعت بعض م.ص.م بما يقدمه الدخول إلى البورصة من مزايا رفع رأس المال، تسهيل عملية النمو، تحقيق سيولة عالية، تحويل أكثر سهولة وأقل تبعية للمصارف.
- وقد أنشأت بعض الدول (فرنسا، كوريا الجنوبية، جنوب إفريقيا، مصر...) هذه الأسواق المالية وهي تجزئة موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يسمح الدخول إليها بشروط ميسرة تتناسب وحجم تلك المؤسسات.
- حسب دراسة قامت بها **OFEM** أفادت أن أهداف أو المزايا المرجوة من المسيرين فيما يخص الدخول إلى البورصة هي: الشهرة، الوصول إلى تمويلات بدون قيود مالية فيما يخص حجم الأموال (مشروع تطوير، الحصول على أموال بأقل تكلفة، تمويل النمو الخارجي، الاستقلالية المالية)، تقييم وسيولة متزايدة للأوراق التي يمكن أن تؤدي إلى تنويع حافظة المسيرين.
- بالمقابل هناك عيوب أو مخاوف عديدة : تكاليف الدخول إلى البورصة، تكاليف معلومة السوق، أحوال غير سائجة، حجم غير كاف، إجبارية النتائج، قيود استمرار السعر البورصوي، فقدان استقلالية التسيير، الخطر الاستراتيجي للمؤسسة، مخاوف من التقييم غير

(1) عبد اله ابراهيمي، مرجع سابق، ص 21.

الحقيقي "sous-évaluation" ومن عدم نشر المعلومات (سواء من جانب المنافسين أو بسبب خطأ في التقدير يعاقب عليه السوق).

وتعد السوق الثانية جزء أو تقسيما من السوق المنظمة، حيث يتم السماح للمؤسسات ذات الحجم المتوسط الوصول إلى سوق رؤوس الأموال، وتمكينها من التوجه ببدء الادخار العام (الجمهور)، بدون أن تخضع للشروط المطلوبة في السوق الأولى وبالتالي فإن شروط دخول السوق الثانية أقل تشددا. تبدو أن فكرة إنشاء تقسيم في الأسواق المالية الناشئة للدول النامية أكثر إلحاحا، من أجل تعبئة الادخار العام والخاص وتوجيهه لتمويل الاستثمارات في قطاع م.ص.م، ليكون آلية إضافية تأتي لتعالج النقص والاختلال في نظام التمويل.

المطلب الثالث التحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

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

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

ومن جانب آخر فإن المشروعات الصغيرة في اتجاهها إلى التمويل بإدخال شركاء جدد وزيادة رأس المال قد لا يكون متاحًا، هو الآخر، في المراحل الأولى لنشوء وتطور تلك المشروعات للمخاطرة العالية في الاستثمار فيها. وعندما يكون متاحًا فإن المالكين قد لا يميلون إليه لأنه يؤدي إلى فقدانهم السيطرة الشخصية على المشروع، ويذهب البعض إلى تشجيع هذا النوع من التمويل للمشروعات الصغيرة انطلاقًا من الفشل الذي واجهته المداخل القديمة المتمثلة في أشكال برامج المساعدة للمشروعات الصغيرة التي تدعمها الحكومات. إن التحدي المالي الذي تواجهه المشروعات الصغيرة لا يقتصر على الحصول على التمويل فقط، بل أيضًا في نمط التمويل. فالمشروعات الصغيرة قد تحصل على القروض قصيرة الأمد أو التسهيلات الائتمانية ذات الأمد القصير في حين تبرز حاجتها لتمويل رأس المال الثابت وليس العامل.

خلاصة الفصل

إن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ليس مفهوم مطلق ولكنه مفهوم نسبي ،حيث أن معايير تعريف نطاق أو حجم الأعمال يختلف من دولة إلى أخرى ،فهناك من يعرفها على أساس عدد العمال أو رقم الأعمال أو رأس المال ،وهناك دول يختلف التعريف لديها باختلاف القطاعات ، كما توجد دول تستخدم أكثر من مؤشر في التعريف .

ويعتبر تحديد التعريف من أولويات كل مهتم بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،وهو عامل أساسي لوضع سياسات وبرامج مناسبة لهذا القطاع، كما أن الوقوف على الخصائص التي تميز هذه المؤسسات والأشكال التي تأخذها تمكننا من التأكيد على الدور الذي يمكن أن تلعبه في التنمية الاقتصادية والاجتماعية ،وذلك بالاعتماد عليها في التخفيف من الإختلالات المسجلة على مستوى التشغيل بامتصاصها للبطالة المتزايدة، وقد أدركت أغلبية الدول النامية أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمكن أن تلعب دورا كبيرا في تحقيق أهدافها التنموية ،لما تتوفر عليه من قدرة على التكيف ومواجهة المتغيرات .

إن الحصول على التمويل أحد أهم المعوقات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لذلك فإن مسألة التمويل تحتل مكانة كبيرة في الأدبيات المهمة بشأن هذا النوع من المؤسسات، مما ابرز خصوصية سياساتها المالية سواء من حيث اتخاذ القرار واعتبار أن المسير هو المصدر الرئيسي لتلك القرارات، أو من حيث مصادر التمويل وندرتها وذلك راجع إلى محدودية المصادر التقليدية للتمويل وكذلك موقف البنوك من قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأمر الذي يستوجب على تلك المؤسسات البحث عن مصادر بديلة ولعل أهمها الأسواق المالية وهذا ما سنتناوله في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

نِجَاعَةُ دُخُولِ الْمَوْسَّسَاتِ الصَّغِيرَةِ وَ الْمَتَوَسِّطَةِ إِلَى الْبُورْصَةِ

إن أي مشروع صغير أو متوسط أو كبير لا بد أن يمر بمراحل تمويلية، بدء من مرحلة التأسيس مروراً بمرحلة التشغيل وانتهاء بمرحلة التجديد والنمو أو الإحلال والتوسع، وقد تختلف مصادر التمويل من مرحلة لأخرى حسب حاجة المشروع إلى ذلك، وإذا كانت مدخرات الأفراد كمصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير كافية فإنه لا شك أن هناك مصادر بديلة لتمويل هذه المؤسسات.

إن مساهمة السوق التمويلية في تحقيق التنمية من خلال توفير السيولة اللازمة وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل و الأكثر ربحية، ومن خلال التجارب التي أظهرت أن الدول التي تتوفر على أسواق رأس مال فعالة ولديها بنوك متطورة قد حققت نمواً وتطوراً أسرع بكثير من البلدان التي لا تمتلك تلك المقومات، وبالنظر إلى محدودية التمويل المصرفي وعدم قدرته على تلبية احتياجات المؤسسات من الأموال اللازمة، وكذلك موقفه المسبق من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يعتبرها أقل ضماناً وأكثر خطورة، وباعتبار أن سوق الأوراق المالية هو أحد مكونات السوق التمويلية، أصبح من الضروري على تلك المؤسسات التوجه نحو هذه الأسواق والاستفادة من المدخرات وذلك من أجل توفير التمويل اللازم لنموها وضمان استدامتها.

ونظراً لوجود شروط وقيود تحكم سوق الأوراق المالية، ومراعاة لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كان من الضروري أن تتناسب تلك الشروط مع خصائص هذه المؤسسات، وذلك بإنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحوي على شروط ميسرة وتحمي حقوق المستثمرين في نفس الوقت.

وعليه سيتم دراسة هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

- مكانة سوق الأوراق المالية في السوق المالية.
- أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة.
- نماذج دولية في إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول مكانة سوق الأوراق المالية في السوق المالية

إن دراسة الأسواق المالية أصبح من الموضوعات الهامة ويحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية، وذلك نظراً لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق حيث تقوم بدور استراتيجي وهام في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية، فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب، و يعتبر سوق الأوراق المالية احد العناصر الرئيسية المكونة للسوق المالية.

المطلب الأول موقع سوق الأوراق المالية في السوق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً حيوياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي، وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي وبغض النظر عن كونها أسواقاً محلية أو إقليمية أو عالمية.

1 - مفهوم السوق المالية

هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة. فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من قسمين أساسيين هما⁽¹⁾:

- أسواق النقد؛

- أسواق رأس المال؛

1-1- تعريف سوق النقد: هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك

من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظراً لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزنة.

محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقس، أسواق المال، الدار الجامعية، السكندرية، 2000، ص 145 (1)

وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعاً في عملية التداول.

1-2- تعريف سوق رأس المال:

يمثل سوق رأس المال المكان الذي يلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، قروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي الذين هم في حاجة للأموال وأصحاب الفوائض المالية، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين.⁽¹⁾

كما يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، ويتكون هذا السوق من شكيلين هما:

- **الأسواق الحاضرة أو الفورية:** وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.
- **الأسواق الآجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضاً تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

2- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها

بعد أن تعرفنا على مفهوم أسواق رأس المال نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، وسوف نتناول مفهوم سوق الأوراق المالية و مكوناتها.

2-1 تعريف سوق الأوراق المالية: هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر:

⁽¹⁾ 03.:F.LEROUX, Marchés internationaux des capitaux, Montréal, 2^{ème} édition, 1995, p

— " سوق الأوراق المالية, وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات إلى المؤسسات المستثمرة من خلال أدواته المالية طويلة الأجل, فهو إطار لتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المتداولة أو المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القطاع العام والشركات ذات الأسهم" (1).

— " مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل, والطالين لها. وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي, وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية" (2).

— "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول" (3).

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

للسوق المالي هو مكان أو سوق, يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون, حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية) أو أشياء غير موجودة (عقود) تحت نظر الأطراف المتعاقدة, بأسعار متفاوض عليها, والتي إما أن تكون عمليات عاجلة, أو بصفة آجلة, شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية, ضمانا لحرية التعامل و والالتزام بالمثل الأخلاقية, بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية.

2-2- مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

2-2-1- أسواق أولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار, وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة, والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية. (3)

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع: (4)

— **مصرف الاستثمار:** هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين, حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار, والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين, وتظهر وظائفه في:

(1) صلاح السيد جوده, بورصة الأوراق المالية. القاهرة: مكتبة الإشعاع الفني, 2000, ص 21.

(2) B.Jacquillat, B.Solnik, Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques. France: Dunod. 2^{eme} éd, 1990, p 08.

(3) شمعون شمعون, البورصة. الجزائر: دار أطلس للنشر, 1993, ص 07.

(4) Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, p 27.

(4) عبيد سعيد توفيق, الاستثمار في الأوراق المالية, مكتبة عين شمس, مصر, 1998, ص: 70.

- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.
- الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

- التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشتريين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية... إلخ
- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تباع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

2-2-2 أسواق ثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:

- **أسواق منظمة:** (1) وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

- **الأسواق غير المنظمة:** (2) وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن هؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

- **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 7.

(2) المرجع نفسه، ص: 11.

وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم

المطلب الثاني وظائف سوق الأوراق المالية و آلية تنظيمه

تقوم أسواق الأوراق المالية في ظل اقتصاد السوق بمهام حيوية ، حيث تقدم مجموعة من التقنيات والأدوات التي تعمل على تشجيع الاستثمار وتوفير التمويل اللازم لها بتكلفة منخفضة نسبيا، ولتحقيق هذا الدور توجد هناك آليات ومبادئ تقوم عليها هذه السوق.

1- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين، فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، وتسهل عملية النمو لها، حيث تعمل على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية⁽¹⁾، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.

- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها⁽²⁾

- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: ⁽³⁾ تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمحددة، مما يجعلهم يفضلون شراء

⁽¹⁾ 2^{me} édition A.CHOINEL, et G, ROUYER, Les marchés financiers structures et acteurs, Revue banque, Paris, 2 1997, p 35.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997 ص: 45.

⁽³⁾ رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999 ص: 48.

أوراق مالية على قدر ما يجزئونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصادي بالزيادة.

– أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرًا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

– أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

– أداة لتقويم الشركات والمشروعات: (1) حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملاً في تحسين مركزها.

– أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقاً من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

– أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلاً من الاستهلاك.

– أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.

– أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

2- تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

– نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية؛

– المتعاملون؛

(1) حسام الدين أحمد، وظائف البورصة، www.islamonline.net/arabic/economics/

– الأوامر؛

– شروط الدخول إلى البورصة.

2-1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية⁽¹⁾

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام التشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

2-1-1- صالة التداول: وهو مكان المخصص للتداول.

2-1-2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناع السوق، وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي للنشط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

كما يقوم الوسيط⁽²⁾ بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوي، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازاته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

2-1-3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين

البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين.⁽³⁾

– طريقة المفاوضة، وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، 1998 ص: 29.

(2) صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 55 56.

(3) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 30.

- طريقة المزايدة، وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسليم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2-2- المتعاملون

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

2-2-1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي: ⁽¹⁾

- **المضاربون المحترفون:** تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

- **المضاربون الهواة:** وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

- **المتآمرون:** تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضاربة وظائف يمكن إنجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

- **المستثمرون:** هناك نوعان من المستثمرين:

- **المستثمر الداخلي،** ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

- **المستثمر العادي،** ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

(1) احمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 32.

2-2-2 تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالين

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، انه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

– **الطالبون لرأس المال:** وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين (1)

– **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس .

– **الفئة الثانية:** تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية: (2)

– محرك السوق ومنعشها.

– يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.

– يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.

– يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

– **العارضون لرؤوس الأموال:** ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في

أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص

السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

– السماسرة ووكلاء التبادل.

– صناديق الاستثمار.

– المحكمون والمراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء

البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم. (3)

2-3- الأوامر

(1) محمود أمين زوبل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 51.

(2) مصطفى رشدي شبيحة، اقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، مصر، الطبعة السادسة، 1996، ص: 551.

(3) أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 1997، ص: 60.

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر⁽¹⁾

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:

- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع.
- الأوامر بالسعر محدد وتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.
- الأوامر المرتبطة بالشروط: يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقاً مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقاً، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.

أوامر السوق: وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعاً، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمسارة كي يبيع ويشتري عدداً من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن⁽²⁾

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر: ⁽³⁾ السرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب كثيراً، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر.

2-4- شروط الدخول إلى البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة. ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية: ⁽³⁾

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

(1) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 65.

(2) زياد رمضان الاستثمار المالي والحقيقي دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص: 191.

(3) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 95.

(3) p: 28-29 P. Monnier, *Les marchés boursiers*, Verreuil, Paris, 3^{ème} édition, 1997, p(3)

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المطلب الثالث كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء، وحتى تتحقق الكفاءة يجب توافر مجموعة من الشروط والمتطلبات.

1- تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعرف السوق الكفاءة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:¹

- التخصيص الأمثل للموارد
- التقييم الدقيق للمبادلات
- تقديم خدمات بأقل تكلفة

كما يقصد بالسوق الكفاء²، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وأن سعر السهم في السوق الكفاءة يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا يشير إلى نقطة

¹ - J. Teulie et topsa calian, op cit, pp : 74-75.

² - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص ص: 489-490.

جديرة بالإهتمام هي أن تكون المعلومات متاحة للجميع وهذا لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما فقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة أي ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغي أي مبنية على معلومات سليمة.

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي:

- يكون سوق الأوراق المالية كفوءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق الأوراق المالية.
- منافسة تامة
- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق
- أن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2-متطلبات كفاءة سوق رأس المال

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفأً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان وهما:¹

2-1- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظر لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.
- قد تستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 191-192.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين

2-2- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلنرى كيف تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستجلبهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي¹:

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والإتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الإستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، ويتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسعر المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف بإستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

- توفر عنصر الشفافية : بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة ويشكل بحد من عملية ما يعرف بإحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في

¹ - محمود امين زويل ، مرجع سابق، ص135.

البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصائح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

3-الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة الأسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية.

تمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي (1):

3-1- فرضية الصيغة الضعيفة:

التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى .

3-2- فرضية الصيغة المتوسطة:

عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 265. (1)

التي تقضى بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها). وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء .

3-3- فرضية الصيغة القوية:

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته (Everything that is Knowable) وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية.

المبحث الثاني أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة

انطلاقاً من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية و كون أن مشكل التمويل يعتبر من أكبر العوائق التي تهددها، فإن عملية دخول هذه المؤسسات إلى البورصة له إيجابيات 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.

المطلب الأول: حاجة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة خاصة بها

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

1- ضيق نطاق التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تقف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في آخر اهتمامات مسؤولي البنوك التجارية خاصة في البلدان

النامية، وذلك لعدة اعتبارات نذكر منها:

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

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

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

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

على العكس من ذلك فإن منطق عمل البنك التجاري يميل إلى فرض سعر فائدة على المقرض الصغير و يتشدد معه، بينما هو على استعداد لمنح أسعار فائدة مميزة للمشروع الكبير، أو لرجل الأعمال البارز و التمهّل عليه في السداد في حالة طلبه لذلك، و هناك تجاوزات أكثر من تلك في البلدان النامية خاصة تلك التي يسيطر فيها الأجانب على البنوك¹.

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

- أن بعض هذه المبررات تعتبر بمثابة ملاحظات لها أهميتها، مهما كان في مثال تمويل المؤسسات الصغيرة و هذه الملاحظات جديرة بالدراسة و المعالجة.
- أن جانبا من المبررات سوف يؤكد لنا أن سلوك البنوك التجارية محكوم و مقيد بنظام الفائدة الذي تعمل من خلاله و من ثم فإن معدلات الفائدة تظل هاجسا لصغار رجال الأعمال.

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

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

¹ عبد الرحمن يسري: مرجع سابق، ص: 43

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

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

- إن نسبة عالية من المؤسسات الصغيرة أو حتى المتوسطة تعمل في القطاع غير الرسمي و ليس لها سجلات ضريبية و لا تهتم بتسجيل عملياتها و تقييد حساباتها في دفاتر منتظمة يمكن الرجوع إليها, و كل هذا مما يزيد من مخاطر التعامل معها, لذلك تعتمد المؤسسات الصغيرة بشكل عام على التمويل الخاص, غير الرسمي, من الأهل و الأقارب و الأصدقاء, أو على الديون من الموردين أو من الزبائن كقيمة مدفوعة 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, فأن من مصلحة البنوك التجارية أن تحاول الاستمرار في مد عملائها الكبار و المرموقين باحتياجاتهم, و هذا ما ينعكس في تقلص الائتمان بشكل حاد, و ربما انقطاعه بالنسبة للعملاء المتوسطين, و لا نتحدث عن العملاء الصغار.

و تنعكس 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, و هذا ما يزيد من الطلب على التمويل بشكل حاد من القطاع غير الرسمي الذي تروج أعماله في هذه الظروف.

- تكاليف الخدمة أو المعاملة المصرفية في تمويل المشروع الصغير مرتفعة بسبب المبلغ المتواضع 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 فان إجراءات عمليات الإشراف والتحصيل غالبا ما تكون اكبر بالنسبة للبنك حينما تمنح القروض لمشروعات صغيرة.

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

وفي رأي احد خبراء البنك الدولي¹ أن هذا الرقم الأخير اقرب إلى الحقيقة, و قيل أيضا أن تكاليف المعاملة المصرفية بالنسبة لقرض صغير قد تتساوى مع تكاليف قرض كبير يصل إلى عشرة أمثاله أو أكثر.

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

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

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

2 - السوق الثانية

تتجه بعض الأسواق المالية في الدول النامية إلى إنشاء سوق ثانية لتخفيف الضغط على السوق الرئيسي في خطوة تهدف إلى تعزيز السوق واحتواء السيولة المتوفرة. خاصة وأن أغلب الأسواق المتطورة تقسم, كما

¹ عبد الرحمان يسري: مرجع سابق, ص45

سبقت الإشارة إلى ذلك، إلى أسواق أولى تضم الشركات الكبرى وأسواق ثانية تضم الشركات الصغيرة والمتوسطة بهدف إتاحة الفرصة لكافة الشركات للاستفادة من الادخار المالي المتوفر في السوق.

2-1- مفهوم السوق الثانية

يعرف مركز إيداع الأوراق المالية لبورصة عمان السوق الثانية على أنها "جزء من السوق الثانوية والتي يتم من خلالها التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة. كما يعرف السوق الثانوية على أنها السوق التي يتم من خلالها شراء وبيع أوراق مالية مصدرية سابقاً"⁽¹⁾.

وعليه تضم السوق الثانوية (سوق التداول) جزأين: سوق أولى أو ما يعرف بالسوق الرئيسية كما هو عليه الحال في العديد من الأسواق العربية ويضم أكبر الشركات وأكثرها فعالية في الاقتصاد. و يتمثل الجزء الثاني في السوق الثانية وهي سوق مفتوحة إلى جانب السوق الأولى، حيث تضم شركات المساهمة التي لا يمكنها أن تدرج في السوق الرئيسية. وعادة ما تخصص هذه السوق للشركات ص و م والشركات التي لا تستطيع تحقيق المتطلبات وشروط السوق النظامية.

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

ومن هنا فإن أهم الفروق بين السوق الثانية والأولى هو ذلك المتعلق بمتطلبات الإفصاح والشفافية، والتي تختلف من بورصة لأخرى، حيث تعمل كل بورصة على توضيح النقاط المتعلقة بدرجات الإفصاح والشفافية المطلوبة في السوق الثانية، والتي تشمل⁽²⁾:

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

(1) جبار محفوظ و عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بكرة، 2006.

(2) جبار محفوظ، مرجع سابق.

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

2-2- أهمية السوق الثانية في توفير السيولة

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

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

كما أن وجود السوق الثانية ضروري لأنها تزيد من عمق السوق وتفتح المجال للإبداع المالي وتنويع الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين. وليس لوجود السوق الثانية علاقة قوية بعدد الشركات بقدر أنها حلقة في سلسلة أسواق رأس المال الفورية ووجودها سيخدم الاقتصاد بشكل كبير من حيث توظيف الموارد المالية

والبشرية بطريقة أكثر كفاءة. كما تسمح باستقطاب عدد كبير من الشركات الجديدة مما يوسع من الفرص الاستثمارية المتاحة.

وباعتبار السوق الثانية جزء من السوق المالية فهي تعمل على⁽¹⁾:

- التقليل من تكاليف تعبئة المدخرات عن طريق تسيير الاستثمار تسييرا أكثر عقلانية. فأجهزة الوساطة المالية تتيح للمدخرين وللمؤسسات فرصة الوصول إلى إمكانات استثمارية أكبر. كما تساعد تلك الأسواق على تخصيص الجيد للموارد المالية وتحفيز التقدم التكنولوجي، لاسيما في مجال تكنولوجيا الاتصال.

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

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

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

3-2- خصائص السوق الثانية

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

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

المطلب الثاني المزايا التي تحققها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحدياتها

(1) جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 120

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

1- المزايا على مستوى الاقتصاد الكلي¹.

- 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 إمكانياتها وأوضاعها المالية كما تمثل هذه البورصة فرصة للشركات للحصول على تمويل لأنها تعاني من الحصول على قروض بنكية لصغر حجمها، ويمثل قيدها في البورصة فرصة للحصول على التمويل والنمو والتوسع.
- إن هذه البورصة تساهم في تنوع المنتجات للأوراق المالية وتساعد في تفعيل الشفافية في هذه المرحلة التي تحتل فيها المؤسسات الصغيرة أهمية كبيرة لما تقدمه من حلول اقتصادية لمشكلات البطالة وهو ما يؤكد ان مثل هذه البورصة تساعد علي فتح مجالات استثمارية جديدة وحوافز إضافية لجذب مزيد من المستثمرين لتلبية متطلبات هذه المرحلة .
- تؤثر بورصة المؤسسات الصغيرة بشكل ايجابي في ضخ السيولة النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق من حالة الركود إلى حالة الراج الاقتصادي

2- المزايا على مستوى الاقتصاد الجزئي (المؤسسات)²

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

¹ هبة الصيرفي، مشروع إنشاء بورصة للشركات الصغيرة والمتوسطة ببورصة القاهرة والاسكندرية، www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp

² هبة الصيرفي، مرجع سابق.

- تتيح فرصة كبيرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة من الشباب وصغار المستثمرين في التوسع في مشروعاتهم
- يساعد قيد الشركة في البورصة على تقوية وضعها التفاوضي عند الاقتراض.
- أنها تساهم بدون شك في إغراء أصحاب الاقتصاديات العشوائية بالعودة للعمل ضمن الاقتصاد الشرعي
- مادامت هناك استفادة قائمة لهم .
- توفير فرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء مما يسمح بنقل وتحسين الخبرات الفنية والتكنولوجية والإدارة.
- توفير إمكانية حدوث عمليات اندماج مع شركات أخرى بهدف خلق كيانات أكبر وأكثر تنافسية أو أن يتم الاستحواذ عليها من قبل شركات أكبر.
- تحديد قيمة عادلة للشركة من خلال القيمة السوقية لأسهم الشركة في البورصة.
- الالتزامات التي تتحملها الشركة بسبب القيد في البورصة ترفع من كفاءة الإدارة المالية والتنظيمية للشركة.

3- التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن أهم عنصر نجاح بورصة المؤسسات الصغيرة هو توافر عنصر الشفافية. بمعنى انه لا بد من أن تتوفر للمستثمر المعلومات الكاملة للأسهم التي يتم طرحها في هذه البورصة وتكون معلومات موثقة من جهات رسمية بالإضافة إلى تحقيق الإفصاح الكامل عن المؤسسات الصغيرة المقيدة وان ما يميز بورصة المؤسسات الصغيرة هو إيجاد سوق مختلف عن السوق الحالي فالهدف من إنشاء بورصة المؤسسات الصغيرة هو تنشيط المؤسسات الصغيرة نفسها وليس تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال إيجاد تمويل غير مكلف ولا يؤدي إلى أعباء جديدة على المستثمر ويعود بالنفع على الاقتصاد، حيث إن صغر حجم هذه المؤسسات يشجع المستثمر الصغير 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:

- إحصاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الدخول إلى هذه البورصة.
- ضعف خبرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكيفية التعامل في البورصة.
- إحصاء المستثمرون عن الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الثالث واقع الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم

لقد ذهبت العديد من الدول إلى إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات ص و م، بحيث تحوي على شروط تتوافق وخصوصية هذه المؤسسات مع وجود آليات وإجراءات مشجعة للمستثمرين، وللتعرف على وضعية هذه الأسواق سوف نتطرق إلى تحديد بعض المعايير التي تقيس أداء الأسواق المالية.

1- قياس درجة تطور أسواق رأس المال

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليون وغت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية). ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها⁽¹⁾. ونظراً لأهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الأولي، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات⁽²⁾:

1- مؤشرات الحجم

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. بالنسبة لحجم السوق قياساً بمعدل رسملة البورصة فإنه يتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة نسبةً إلى الناتج المحلي الخام، ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثير الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال. ولم تتجاوز هذه النسبة الواحد بالمائة نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تبايناً بين الدول نهاية القرن العشرين حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا واليابان ويفسر هذا الاختلاف

¹ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 230.

⁽²⁾ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 216.

بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية. ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد .

أما المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة، وبإلقاء الضوء على هذا المؤشر فإن عدد الشركات المدرجة في البورصة اتجه خلال عقد التسعينيات من القرن العشرين إلى الارتفاع بشكل عام، فحسب مؤشر التنمية العالمي لسنة 2001 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121 شركة سنة 1990 ليقفز هذا العدد بعد عشر سنوات إلى حوالي الضعف ببلوغه 49612 شركة. ويعزى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات إلى العديد من العوامل أبرزها خصخصة الشركات العمومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات لدى العديد من الدول. وقد تزايد بالإضافة إلى ذلك عدد الشركات الأجنبية بشكل مطرد في البورصات المحلية نتيجة تحسن البيئة الاستثمارية للدول المستقبلية، وارتفاع فرص الربح بها. ويجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

ويُعد تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب الحوافز المالية لما يمنحه لهم من تنوع للمخاطر وهي الحالة السائدة في بورصات الولايات المتحدة، اليابان، كندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تركيز القيمة السوقية للبورصة على عدد كبير من الشركات. وعلى العكس من ذلك، تهيمن بعض الشركات متعددة الجنسيات على بورصتي سويسرا وهولندا، مما يعني تركيز نشاط البورصة في عدد محدود من الشركات ، ويتم تحديد درجة تركيز القيمة السوقية للبورصة من خلال حساب هذه القيمة لأسهم أنشط عشر شركات في البورصة ومقارنتها بالقيمة السوقية الإجمالية للبورصة.

2- مؤشرات السيولة

تُعبّر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة. وتسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات الحوافز المالية لديهم.

ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة البورصة رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الأجل الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد. وساهم توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة في ارتفاع قيمة تداول الأسهم في

العالم. كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنوع الأدوات الاستثمارية التي توفرها في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في البورصة.

بالنسبة لمعدل التداول **Value Traded Ratio** فإنه يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول) خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، أي حصة الشركات المدرجة من مخرجات البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد. ويكمل مؤشر معدل التداول مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة، فقد يكون حجم البورصة كبيراً نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية للبورصة، فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن البورصة المعنية تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يُفضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض مما يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضاً، وبالتالي قلة نشاط البورصة وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

أما معدل الدوران **Turnover Ratio** فيقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة، ويؤشر المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات. ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية إلا أن معدل الدوران بها منخفض. كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول.

إن مؤشرات تطور أسواق رأس المال مهمة جداً خاصة إذا ما تم ربطها بمؤشرات تطور القطاع المصرفي، وبالتالي يمكن تحديد مدى تأثير اقتصاد البلد المعني بأساليب التمويل المختلفة، ومدى تأثير كل أسلوب على النمو الاقتصادي.

توجد مؤشرات أخرى تستعمل في تحليل أسواق الأوراق المالية نذكر منها: العائد و درجة تركيز السوق.

2- أداء الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم

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

2-1- رأس المال السوقي

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

الشكل رقم 3



المصدر: هبة الصبر في مرجع سابق.

2-2- عدد المؤسسات

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

الشكل رقم 4

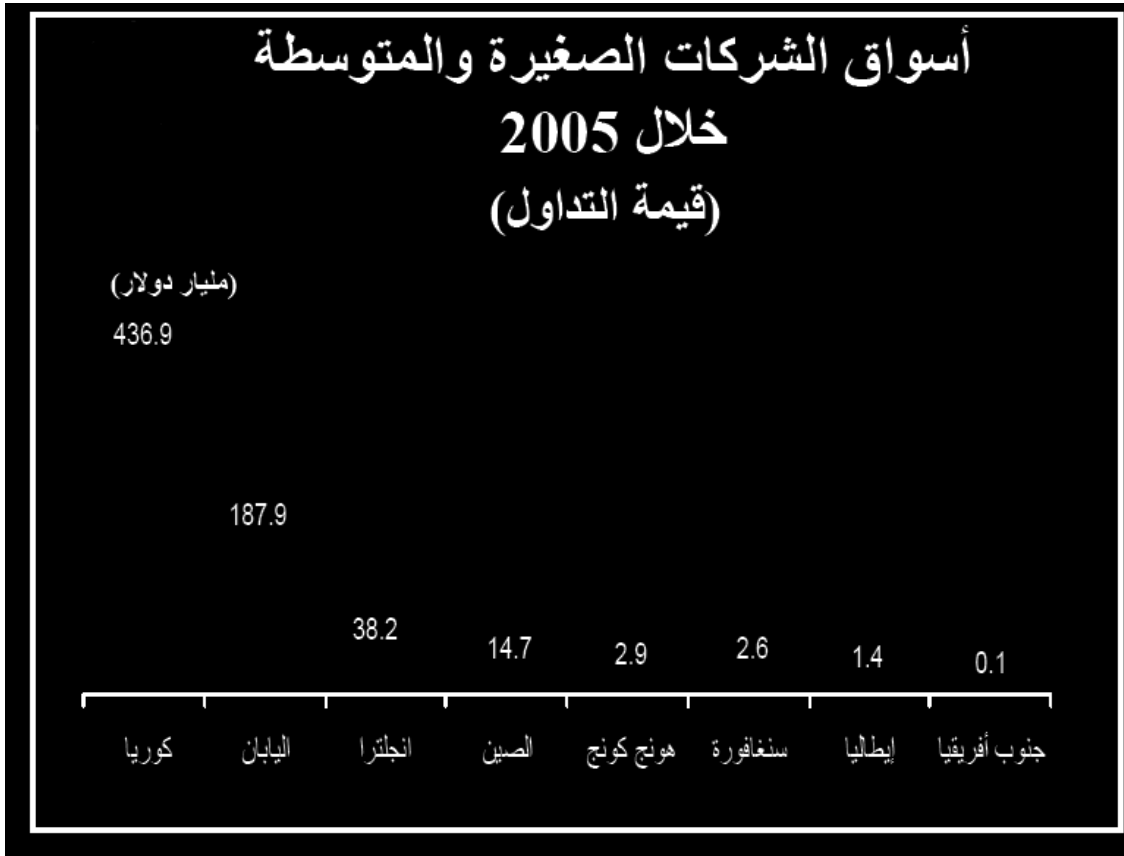


المصدر: هبة الصيرفي مرجع سابق.

2-2- قيمة التداول

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

الشكل رقم 5

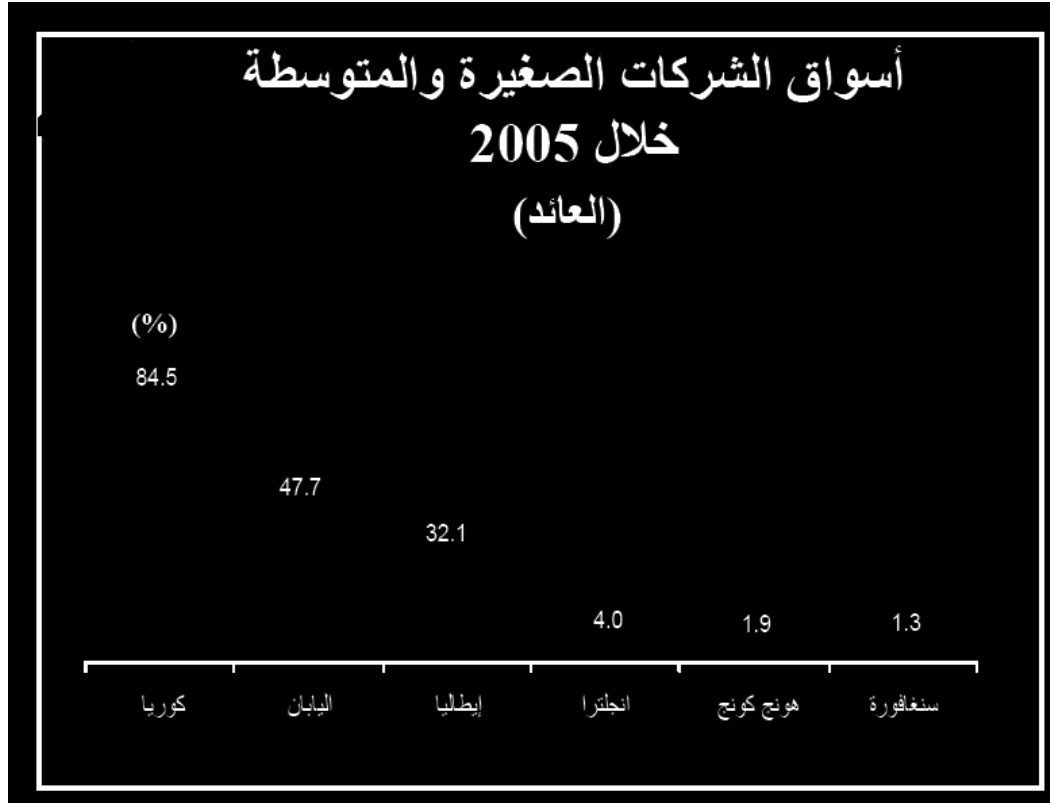


المصدر: هبة الصيرفي، مرجع سابق.

2-4-العائد

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

الشكل رقم 6



المصدر: هبة الصيرفي مرجع سابق.

المبحث الثالث نماذج دولية في إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

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

المطلب الأول نموذج السوق المالية الفرنسية

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

بلجيكا وهولندا-Euronext تميز بين عدة أسواق وهي: السوق الأولى، السوق الثانية، السوق الجديدة، والسوق الحرة.

1- أقسام السوق المالية الفرنسية:

حيث تضم بورصة باريس أربعة أسواق تتميز فيما بينها باختلاف معايير وشروط الإصدار، خاصة فيما يخص حجم المؤسسة ونسبة رأس المال المتاحة للاكتتاب العام. وتمثل هذه الأسواق، التي نتعرض لبعضها بهدف المقارنة، في: ⁽¹⁾

1-1- السوق الأولى Le Premier marché

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

- شروط الإدراج في السوق الأولى

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

- نشر حساباتها الختامية للثلاث سنوات الأخيرة.
- تحقيق الأرباح خلال السنتين الأخيرتين.
- طرح نسبة 20% من رأسمالها للاكتتاب على الأقل، ولكن يمكن تقديم استثناءات إذا استطاعت نشر 200000 ورقة مالية في الجمهور.
- توزيع إصدارات الشركة على 500 مكتب على الأقل عند أول تقييد لها في السوق.
- تبني تنظيم مناسب، مدقق حسابات داخلي، ومراقبة التسيير...
- تقديم تقرير عن تقييم أصول الشركة.
- تقديم معلومات تقديرية لنشاط الشركة خلال الخمس سنوات القادمة.
- إضافة إلى التزام الشركة بتقديم معلومات دورية ونشرات عن أعمالها كل ثلاثة أشهر، ونشر حساباتها السنوية ونصف السنوية. كما تتعهد بتزويد المساهمين بمعلومات مسبقة عن عملياتها المالية وإبلاغهم عن أي إجراء قد يؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة.

2-1- السوق الثانية Le Second marché

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

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

- شروط الإدراج في السوق الثانية

- تعتبر شروط الإدراج في السوق الثانية أقل صرامة من تلك المطبقة في السوق الأولى. إذ يشترط في المؤسسات التي ترغب في دخول السوق الثانية تحقيق الشروط التالية:
- نشر حساباتها الختامية للسنتين الأخيرتين.
- تحقيق الأرباح خلال السنة الأخيرة.
- طرح نسبة 10% من رأسمالها للاكتتاب على الأقل، ولكن يمكن تقديم استثناءات إذا استطاعت توزيع 100000 ورقة مالية على الجمهور.
- توزيع إصدارات الشركة على 300 مكتب على الأقل عند أول دخول لها في السوق.
- وكما هو الحال في السوق الأولى، فإن الشركات ملزمة بتقديم معلومات دورية ونشر حساباتها السنوية ونصف سنوية، والإعلان عن أي إجراء قد يؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة.

3-1- السوق الجديدة Le Nouveau marché :

أنشأت السوق الجديدة في 14 فيفري 1996، ومن خلاله يسمح للمؤسسات حديثة النشأة والمبدعة والقادرة على تحقيق نمو معتبر، بالحصول على التمويل. ولقد جلبت هذه السوق اهتمام المؤسسات التكنولوجية. وبعد تعرضه لهجمات المضاربة التي أدت إلى انهياره قررت سلطات البورصة في ديسمبر 2003 إعادة تنظيمه. وقدر عدد المؤسسات المسجلة في هذه السوق في نهاية سبتمبر 2004 ب 131 شركة، كما قدرت رسملة السوق ب 5.29 مليار أورو.

- شروط الإدراج في السوق الجديدة

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

4-1- السوق الحرة Le Marché libre

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

2- التعديلات والإصلاحات

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

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

3- بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Alternext

من أجل تدعيم السوق الثانية وإعطائها دفعة جديدة تنمashi والتطورات والأوضاع الراهنة، خاصة في الساحة الأوروبية، والتزاما من المسؤولين المعنيين بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قامت سوق **Euronext** بإنشاء السوق الفرعية المعروفة باسم **Alternext** في ماي 2005 من أجل تسهيل دخول م.ص.م للبورصة.

كما يهدف ذلك الفرع إلى توفير سوق أكثر مرونة بقواعد تشغيل جديدة، تضمن حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية مع توفير السيولة. فأي مؤسسة صغيرة أو متوسطة مهما كان مجال نشاطها ومن أي دولة يمكنها تقديم طلب تسجيل في **Alternext**، على أن يكون حجم رأسمالها 2.5 مليون أورو وان تقوم بتقديم الحسابات الختامية للسنتين الأخيرتين، و أن تتعاقد مع مشرف **SPONSOR** وذلك بهدف الإشراف على عملية دخول المؤسسة إلى البورصة، وبغرض حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية في التعاملات مع تحمل أقل تكلفة ممكنة من طرف الشركات المدرجة، فإن هذه الأخيرة مطالبة بنشر المعلومات التالية:⁽¹⁾

- التقارير نصف السنوية، حيث لا يشترط أن تكون مدققة.
- الحسابات الختامية المدققة.
- كافة المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة، والتي قد تؤثر على سعر أوراقها المالية المصدرة.
- لقد أصبحت السوق المالية الفرنسية **Euronext** -والتي تضم أيضا كل من بلجيكا وهولندا والبرتغال- تنقسم إلى ثلاث أقسام رئيسية وهي:

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

المطلب الثاني نموذج بورصة النيل المصرية

لقد مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بمجموعة من التطورات انعكست على النشاط الاقتصادي الذي شهدته مصر

1- المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر

ويمكن تقسيم المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر إلى أربعة مراحل رئيسية وهي:⁽²⁾

المرحلة الأولى: إن الظروف غير المواتية التي واجهت السوق المالي المصري منعت بروزة وازدهاره مما وقف في تعجيل نموه، فسوق المالية المصرية يعد من أقدم الأسواق المالية فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883 م تابعتها بورصة القاهرة التي تأسست 1898 م فبرغم من تكوين السماسرة في هذه الفترة للجان لتنظيم حركة التعامل في البورصة إلا أنه لم يتم تنفيذ ذلك رسميا عام 1907 م حيث صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وبعد أن أصبح الجو مهيأ لنشأة بورصة الأوراق المالية وقد تم تطبيق هذه اللائحة في سبتمبر 1910 م وبدأت البورصة في مزاولة نشاطها في مقرها الحالي في 1929 م .

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

(2) صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية عدد خاص، الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أبريل 1999، ص ص: 67-70 .

وتلى ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933 م بموجب مرسوم ملكي ثم عدلت فيما بعد بمرسوم آخر في 24 أبريل 1940، ثم صدر في جويلية 1953 القانون رقم 326 بشأن التعامل في الأوراق المالية.

ونتيجة للتطور الاقتصادي الكبير في مصر في منتصف الخمسينيات ثم تعديل لائحة البورصات، فصدر قانون رقم 161 لسنة 1957 م باللائحة العامة للبورصات والذي بموجبه اكتسبت للبورصات المصرية شخصية اعتبارية مع الأهلية لتقاضي، وكذلك أوجد هذا القانون نوعا من الرقابة الحكومية على هذه البورصات لضمان حسن سير العمل فيها.

المرحلة الثانية: شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية وتمثل أهم هذه التطورات خلال هذه المرحلة بما يلي:

- تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى انكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة.
- اشتراك العمال في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة.
- تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة.
- إجراءات التأمين التي اتخذت بدأ من عام 1960 م وأدت هذه التطورات إلى انخفاض حجم التعامل بالسوق الأوراق المالية من 626 مليون جنيه عام 1962 م إلى 5.2 مليون جنيه عام 1972 م

المرحلة الثالثة: يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين رئيسيتين:

من 1973 م-1982 م: صدرت خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر وهي:

- قانون 43 لسنة 1974 م بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق.
- قانون 157 لسنة 1981 م الخاص بالضرائب.
- قانون 121 لسنة 1981 م بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات.
- قانون رقم 159 لسنة 1981 م بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية.
- من 1983 م - 1991 م : شهدت هذه المرحلة بداية انطلاق سوق التداول المصرية كما صدر قانون التعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986 م ، كما شهدت هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال الذي تعمل على إشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة الاستثمار.

المرحلة الرابعة: صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال والذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط وتنمية سوق رأس المال كما تم استحداث أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية وهي:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس الشركات.

- رأس المال المخاطر.

- المقاصة والتسوية في المعاملات الأوراق المالية.

- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

- صناديق الاستثمار والسمسرة.

ويعد القانون رقم 95 لسنة 1992 م نقطة تحول في تاريخ الهيئة العامة لسوق المال وقد حدد القرار الجمهوري رقم 502 لسنة 1979 م أهم اختصاصاتها في هيئة المناخ الملائم لإيجاد سوق رأس مال قوية وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

وما تجدر إليه الإشارة أن بورصتنا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من أقدم البورصات التي أنشأت في العالم إلا أن البداية الحقيقية لنشاط البورصتين بعد فترة ركود طويلة كانت مع تبني الدولة لبرنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية بصدور قانون رقم 203 في عام 1991 م وقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 م وتوحدت البورصتان تحت قيادة واحدة بصدور القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997 م بشأن تنظيم سوق التداول، وتم الربط بينها من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة كما يدور في البورصتين

2- الإطار التنظيمي للبورصة المصرية: وتتكون من ما يلي⁽²⁾

- لجنة البورصة: تشكل من 17 عضو، 9 من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، تحديد حد أعلى وحد أدنى للأسعار الأوراق المالية.

⁽¹⁾ هالة حلمي سعيد و نجوى عبد الله سمك وآخرون، تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة معدة يتكلف من الهيئة العامة لسوق المال المصري، سبتمبر 2001، ص:

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 146-147.

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

- الجمعية العامة: وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.
- ويضاف إلى هذه الأجهزة كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم مجلس التأديب ومندوب الحكومة.
- أقسام السوق المالية المصرية :

- الجداول الرسمية والذي ينقسم بدوره إلى الجدول الرسمي الأول و الجدول الرسمي الثاني.

- الجدول غير الرسمي.

ويشار أن إدارة البورصة المصرية قد أقرت مجموعة جديدة من القواعد والتعديلات التي تعزز تطبيقها داخل السوق في الفترة المقبلة والتي تختص بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية المقيدة بجدول السوق وإصدار قواعد جديدة بهدف تحقيق المزيد من الضوابط في عمليات القيد والتزام الشركات بالقواعد والإفصاح وتنظيم قيد الأنواع المختلفة من الأوراق المالية والتفرقة بين جداول القيد وأسواق التداول وتنظيم التعاملات على أسهم الخزينة والإلزام بقواعد الحوكمة.

و من أبرز نقاط التعديلات التي ستطراً على قواعد قيد وشطب الشركات المقيدة بالبورصة رفع الحد الأدنى لرأسمال الشركات التي يتم قيدها بالجدول الرسمية وغير الرسمية بالبورصة، حيث ستتم زيادة الحد الأدنى للقيد بالجدول الرسمي الأول إلى 100 مليون جنيه بدلا من 20 مليون جنيه وزيادة الحد الأدنى لعدد الأسهم بالنسبة للشركات المقيدة بنفس الجدول إلى 10 ملايين سهم بدلا من مليوني سهم حاليا. وتشير التقديرات إلى أن هناك حوالي 60 شركة مؤهلة في السوق المصري للقيد بالجدول الرسمي الأول. ومن ناحية أخرى سيتم قيد الشركات الحكومية بالجدول الرسمي الثاني مع عدم اشتراط معايير مالية نظرا لأن المالك في هذه الشركات هو الدولة، كما تم إقرار زيادة الحد الأدنى لرأسمال شركات الجدول غير الرسمي إلى 40 مليون جنيه بدلا من 10 ملايين جنيه وعدد الأسهم إلى 4 ملايين بدلا من مليون سهم.

كما تنص القواعد الجديدة على إلزام الشركات المقيدة بقواعد الحوكمة خاصة فيما يتعلق بمجلس إدارة الشركة وان يتم تعيين عضو منتدب ثان في حالة الجمع بين رئاسة المجلس ومنصب العضو المنتدب، مؤكدة أن يتضمن تشكيل المجلس ممثلا للأقلية ويكون دور لجنة المراجعة هو الرقابة على أداء مجلس الإدارة .

3-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⁾.

3-1- تعريف بورصة النيل

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

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

3-2- قواعد القيد في بورصة النيل

يحق للشركات المتوسطة والصغيرة التي لا يزيد رأسمالها عن 25 مليون جنيه ولا يقل على 500 ألف جنيه أن تقوم بقيد أسهمها في بورصة النيل وفقاً للقواعد التالية:⁽²⁾

- 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.

(1) زينب فتحي أبو العلا، بورصة المشروعات الصغيرة في الميزان، الاهرام الاقتصادي، ملحق البورصة، 2007.

(2) www.cma.gov.eg/cma/jtags/arabic/etar.jsp : الهيئة العامة لسوق المال المصرية

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.

3-3- مراحل القيد في بورصة النيل⁽¹⁾

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

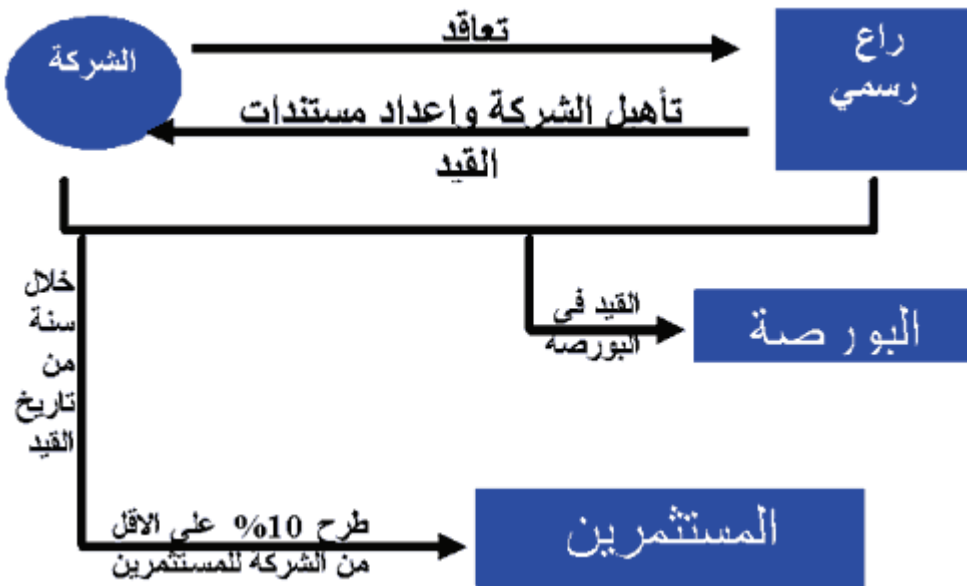
(1) الهيئة العامة لسوق المال المصرية، مرجع سابق.

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 المعتمد .
والشكل الموالي يوضح سيرورة القيد في بورصة النيل الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم 7 مراحل القيد في بورصة النيل



المصدر: الهيئة العامة لسوق المال المصرية ،مرجع سابق.

3-4- رسوم القيد في بورصة النيل⁽¹⁾

- 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.

(1) الهيئة العامة لسوق المال،مرجع سابق.

3-5- قواعد التداول في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽²⁾

فيما يخص عمليات التداول والمقاصة والتسوية للأوراق المالية المقيدة تسرى القواعد والأحكام المنظمة للمعامل بها للتداول في السوق الرئيسي لبورصة 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 عشوائيا في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة .
- يمكن لذات شركة السمسرة تسجيل عروض وطلبات علي نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقاً للأوامر الصادرة إليها من عملائها .
- يحق لشركات السمسرة تعديل أوامرهم أو إلغائها بناء علي طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة 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 وفقا 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)

(2) المرجع نفسه.

الجدول رقم 8 قواعد التداول في بورصة النيل

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

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال المصرية، مرجع سابق.

خلاصة الفصل الثاني

لقد اهتم هذا الفصل بتوضيح أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال إنشاء بورصة خاصة بذلك النوع من المؤسسات تحتوي على شروط وقيود ميسرة. تناولنا في المبحث الأول مكانة سوق الأوراق المالية في السوق التمويلية، وأهميتها في التنمية الاقتصادية من حيث حشد المدخرات الوطنية لتحقيق التوازن بين معدل الادخار والاستثمار، وذلك عبر آليات تنظيمية وقواعد ولوائح قانونية لضمان الشفافية و من اجل حماية المستثمرين.

أما في المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة، حيث أبرزنا محدودية التمويل البنكي لها مما يفرض عليها إيجاد مصادر أخرى للتمويل، والتي أهمها سوق الأوراق المالية لما يحققه من مزايا سواء على المستوى الكلي أو المستوى الجزئي، ونظرا لخصوصية تلك المؤسسات ذهبت العديد من دول العالم إلى إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحيث تتناسب شروط الإدراج فيها ومميزات تلك المؤسسات.

أما في المبحث الثالث فقد عرضنا تجربة كل من السوق المالية لفرنسا وذلك بإنشاء سوق وكذلك تجربة مصر حيث في أكتوبر 2007 تم إطلاق أول بورصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في شمال إفريقيا والشرق الأوسط تدعى ببورصة النيل، ولاحظنا بساطة وسهولة القيد في تلك الأسواق وأيضا انخفاض تكاليف الإدراج مما يناسب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأمر الذي يستدعي تفكير السلطات الجزائرية للاستفادة من تجارب تلك الدول وذلك بدراسة إمكانية إنشاء سوق مالي يتناسب وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وذلك ما سوف نتناوله في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية لنجاعة إضمار المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى البورصة و ألقها في الجزائر

أدّى التحول الذي عرفته السياسة الاقتصادية في الجزائر مع نهاية الثمانينات من القرن الماضي حتى يومنا هذا، إلى انفتاح الاقتصاد الجزائري واندماجه في السياق الاقتصادي العالمي، مما دفع بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى إعادة تأهيل ضرورية وحتمية، قصد تكييفه مع المنافسة الدولية، هذا الانفتاح الاقتصادي وأمام الصعوبات والعراقيل التي يعاني منها هذا القطاع من المؤسسات، دفع بالدولة الجزائرية إلى إيجاد السبل للتأقلم مع هذا التحول الاقتصادي، فوضعية هذه المؤسسات لا يمكن لها أن تقف أمام هذا الواقع الاقتصادي الأورو متوسطي والعالمي.

وفي هذا الإطار تحاول الجزائر وضع إجراءات دعم لتطوير وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، العمومية منها والخاصة في مختلف القطاعات الاقتصادية، وهذا من أجل تكثيف النسيج المؤسسي، وخلق مناصب شغل جديدة، والمساهمة في ترقية صادراتها خارج المحروقات، لكن في المقابل توجد جملة من الصعوبات والتحديات التي تعيق نمو تلك المؤسسات وقيامها بالدور المنتظر منها، والذي يعتبر التمويل احد أهم تلك المعوقات والصعوبات.

ونظرا لمحدودية القطاع المصرفي و تردده في منح القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مما اجبر تلك المؤسسات البحث عن مصادر بديلة، ومن خلال التجارب الدولية تبين حجم الدور الذي يمكن أن يلعبه سوق الأوراق المالية الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تغطية عجز البنوك وتلبية احتياجات تلك المؤسسات، وهذا ما ينبغي على سلطات السوق المالي الجزائري التفكير فيه وإنشاء سوق تتناسب وواقع تلك المؤسسات، ولكون أن القرار النهائي للدخول إلى البورصة يتوقف على مسيري تلك المؤسسات لذلك من الضروري التعرف على شخصيتهم ومواقفهم.

لقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- الواقع التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- نجاح بورصة المؤسسات ص و م و آفاق إنشائها في الجزائر.
- دراسة سلوك مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ورؤيتهم للبورصة

المبحث الأول الواقع التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

اعتمدت الكثير من الدول ومن بينها الجزائر العديد من البرامج التنموية للنهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وذلك من اجل زيادة الناتج الوطني ورفع معدل النمو الاقتصادي ، لكن بالمقابل هناك معوقات و تحديات تحول دون الوصول إلى تلك الأهداف، والذي يعتبر مشكل التمويل من بين أهم الصعوبات التي يواجهها في الجزائر.

المطلب الأول: آليات وبرامج ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تشكل المؤسسات ص و م أحد أهم أولويات الحكومة الجزائرية، في إطار تكييف الاقتصاد الوطني مع التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي، ومتطلبات الانتقال إلى اقتصاد السوق، فتطور هذه المؤسسات و ضمان دوامها مرتبط بمهمة الدولة، التي تبقى أساسية لمرافقة المبادرة الخاصة، ولعب دور المسهل في إنشاء وتكاثر المؤسسات ص و م ، لذلك قامت الدولة بوضع العديد من الإجراءات والبرامج للتكفل بهذا القطاع.

1- الإطار القانوني لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد أنشأت الدولة وزارة تتكفل بكل ما يخص المؤسسات ص و م، وسعت إلى تثبيت أقدام هذا القطاع ضمن الخارطة الاقتصادية، وتمكينه من الارتقاء إلى المكانة التي تليق به، لهذا فقد وضعت إستراتيجية تمكنها من معالجة المشاكل التي تواجه المؤسسات ص و م، والبحث عن كل السبل التي تدعم هذا القطاع وترقيه، ولعل ما حققته على الصعيد القانوني يعد أكبر دليل على ذلك، حيث أن النص التشريعي يمثل مشروعا حضاريا واعيا وواعدا، ومؤشرا قويا على النوعية في مسار التحولات العميقة التي تشهدها البلاد.

أنشأت وزارة المؤسسات ص و م، بموجب المرسوم التنفيذي رقم 94/211 المؤرخ في 9 صفر 1415 الموافق لـ 18 يوليو 1994 والتي حددت أهدافها، بداية بترقية المؤسسات ص و م، ثم وسّعت صلاحياتها طبقا للمرسوم 2000/190 المؤرخ في 09 ربيع الثاني 1921 الموافق لـ 11 يوليو 2000، والذي يحدد صلاحيات وزارة المؤسسات ص و م⁽¹⁾ وتتمحور مهامها فيما يلي:

- حماية طاقات المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة الموجودة وتطويرها.
- ترقية الاستثمارات المنشأة والموسّعة والمطورة للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- ترقية استثمارات الشراكة ضمن قطاع المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- ترقية وسائل تمويل المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- ترقية المناولة.
- التعاون الدولي والإقليمي و الجهوي في هذا المجال.

(1) - الجريدة الرسمية، المرسوم التنفيذي رقم 2000/190 المتضمن تحديد صلاحيات وزارة المؤسسات والصناعات ص و م، الصادرة في 11/07/2000، العدد 42، ص 10.

- تحسين فرص الاستفادة من العقار الموجه لنشاطات الإنتاج والخدمات.
 - إعداد الدراسات القانونية لتنظيم القطاع.
 - إعداد الدراسات الاقتصادية المتعلقة بترقية هذا القطاع.
 - تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
 - تجهيز المنظومات الإعلامية لمتابعة نشاطات هذا القطاع ونشر المعلومات الاقتصادية.
 - تنسيق النشاطات مع الولايات.
 - ترقية التشاور مع الحركة الجمعوية للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- ولترقية هذا القطاع، تمّ صدور قانونين هما:

1-1- القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م:

يعتبر القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م رقم 01/18 المؤرخ في 27 رمضان 1422 الموافق لـ 12 ديسمبر 2001 الصادر بالجريدة الرسمية رقم 77، منعرجا حاسما في تاريخ هذا القطاع، حيث تحدّد من خلاله الإطار القانوني والتنظيمي الذي تنشط فيه المؤسسات ص و م، وكذا آليات وأدوات ترفيقها ودعمها، حيث جاء هذا القانون ليعطيّ حلولاً للعديد من الإشكاليات التي يعاني منها قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بوضعه لمجموعة من الآليات التنظيمية التي من شأنها دعم المؤسسات ص و م وترقيتها، إذ أنّ الهدف من القانون هو تحسين محيط الاستثمار الداخلي والأجنبي المباشر، والمساهمة في تحرير المبادرات الخاصة⁽¹⁾.

وقد حدّد الهدف من وضع هذا القانون في المادة 11 منه، وينتظر على المدى المتوسط، إنشاء حوالي 600000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، ممّا يسمح بخلق 06 ملايين منصب شغل على مدى 10 سنوات، غير أنّ الهدف الطموح يبقى مرهونا بتوفير عدد كبير من العوامل غير متوفرة في معظمها، ومن بين هذه العوامل دور السلطات العمومية من خلال النشاطات التي شرع فيها، وسيتمّ التطرق إليها في المبحث القادم.

1-2- قانون تطوير الاستثمار:

صدر في شهر أوت 2001، وهو الأمر رقم 01/03 المؤرخ في 20/08/2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، والذي جاء كمراجعة عميقة لقانون الاستثمار الصادر عام 1993، وكملّ بذلك النقائص التي كانت تعتريه، والهدف من هذا القانون (قانون 2001) هو إعادة تشكيل شبكة الاستثمار وتحسين المحيط الإداري والقانوني، كما تمّ إنشاء مايلي:

- المجلس الوطني للاستثمار CNI: الذي يخضع لوصاية رئيس الحكومة، ومهمّته⁽¹⁾:
- * اقتراح إستراتيجية وأولويات تطوير الاستثمار.

⁽¹⁾ - <http://www.pmeart-dz.org/ar/loi d'orientation/doc. html>

⁽¹⁾ - المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، تقرير من أجل سياسة لتطوير المؤسسات ص و م (الدورة العشرون، جوان 2002)، ص 17

* اقتراح التكيّف مع الإجراءات التحفيزية الجديدة.

* إنشاء شبّاك موحد يخضع لسلطة رئيس الحكومة في شكل "الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار".

- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI: منذ صدور قانون تطوير الاستثمار في أوت 2001، عوضت وكالة ترقية ومتابعة الاستثمار APSI بالوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI حيث وردت هذه الوكالة في المادة 07 من قانون الاستثمار حيث تنصّ على مايلي:

" تنشأ لدى رئيس الحكومة وكالة لترقية الاستثمارات ودعمها ومتابعتها"، وتضم هذه الوكالة ممثلين عن الهيئات والمؤسسات المعنية مباشرة بالاستثمار منها: الوزارات، البنك المركزي، مديرية الجمارك، إدارة الضرائب، الأملاك العمومية، البلدية، وكذا البيئة والشغل، المركز الوطني للسجل التجاري.

ومن بين مهامها⁽²⁾:

- ضمان ترقية الاستثمارات وتطويرها ومتابعتها.
 - استقبال المستثمرين المقيمين وغير المقيمين وإعلامهم ومساعدتهم.
 - تسهيل القيام بالشكليات التأسيسية للمؤسسات، وتجسيد المشاريع بواسطة خدمات الشبّاك الوحيد اللامركزي.
 - منح المزايا المرتبطة بالاستثمار في إطار الترتيب المعمول به.
 - تسيير صندوق دعم الاستثمار.
 - التأكد من احترام الالتزامات التي تعهّد بها المستثمرون خلال مدّة الإعفاء.
- إن آلية عمل الوكالة تبدأ في تلقي طلبات المستثمرين الخاصة بالاستفادة من مزايا الاستثمار التي يقرها قانون 1993 ، وبعد دراسة ملف الاستثمار ودراسة تقنية واقتصادية من قبل خبراء الوكالة، يتمّ إقرار منح أو رفض الطلب في أجل أقصاه 60 يوما وذلك طبقا للمادة 09 من قانون الاستثمار التي تنصّ على أنّ "للكالة أجل أقصاه 60يوما، ابتداء من تاريخ الإيداع النظامي للتصريح، وطلب الاستفادة من امتيازات وفق الشروط المنصوص عليها....لتبليغ المستثمر بعد التقويم قرار منح امتيازات أو رفضها ومدّها في حالة الموافقة".

2- برامج دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من اجل النهوض بقطاع المؤسسات ص و م اعتمدت الدولة عدة إجراءات من بينها:

2-1- تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

إنّ إبرام الجزائر لاتفاق الشراكة مع الاتحاد الأوربي والانضمام المرتقب للمنظمة العالمية للتجارة تحتمّ الإسراع في تأهيل قطاع المؤسسات ص و م بهدف الرفع من الكفاءة الإنتاجية والقدرة التنافسية وفق المقاييس المعمول بها عالميا للصمود أمام المنتجات العالمية ذات الجودة العالية واكتساب أسواق جديدة

⁽²⁾ - الجريدة الرسمية، الأمر رقم 01/03 المؤرخ في 20/08/2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، الصادرة في 22/12/2001، العدد 47، ص 07

وحتى تتمكن مؤسسات القطاع من مواكبة التطورات الحاصلة في الميدان الاقتصادي وتصبح منافسة لنظيراتها في العالم، وبالنظر للتحديات المذكورة آنفا التي تنتظرها، أعدت الوزارة برنامجا وطنيا لتأهيل المؤسسات ص و م بقيمة 01 مليار دينار سنويا يمتد إلى غاية 2013، وتمثل أهدافه الأساسية فيما يلي⁽¹⁾:

- تحليل فروع النشاط وضبط إجراءات التأهيل للولايات بحسب الأولوية، عن طريق إعداد دراسات عامة تكون كفيلة بالتعرف عن قرب على خصوصيات كل ولاية، وكل فرع نشاط، وسيل دعم المؤسسات ص و م، بواسطة تثمين الإمكانيات المحلية المتوفرة وقدراتها حسب الفروع، وبلوغ ترقية تطور جهوي للقطاع.

- تأهيل المحيط المجاور للمؤسسة، عن طريق إنجاز عمليات ترمي إلى إيجاد تنسيق ذكي وفعل بين المؤسسة ص و م، ومكونات محيطها القريب.

- إعداد تشخيص استراتيجي عام للمؤسسة ومخطط تأهيلها.

- المساهمة في تمويل مخطط تنفيذ عمليات التأهيل خاصة فيما يتعلق بترقية المؤهلات المهنية بواسطة التكوين وتحسين المستوى في الجوانب التنظيمية وأجهزة التسيير والحيازة على القواعد العامة للنوعية العالمية (الايزو ISO)، ومخططات التسويق.

- تحسين القدرات التقنية ووسائل الإنتاج.

وينتظر من هذا البرنامج تنمية اجتماعية-اقتصادية (socio-économique) مستدامة على المستوى المحلي و الجهوي بواسطة نسيج من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذي تنافسية عالية وفعالية في سوق مفتوح، وإنشاء قيم مضافة جديدة ومناصب شغل دائمة، وتطوير الصادرات خارج المحروقات والتقليل من الضعف التنظيمي للمؤسسات ص و م والتقليل من حدة الاقتصاد غير الرسمي، ووضع وسائل تسيير جوارية في خدمة المؤسسات ص و م، وتوفير منظومة معلومات معتمدة لتتبع عالم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في خدمة الدولة والاقتصاد الوطني.

2-2- ترقية المناولة والشراكة :

تعتبر ترقية المناولة والشراكة خيارا استراتيجيا ومحور جوهري يعول عليه كثيرا من أجل استقطاب الخبرات والمعارف، ورصد التمويلات، وتحسين القدرات التسييرية لأصحاب المشاريع وتأهيل مؤسساتهم على ضوء مستجدات الساحة الدولية في ظل العولمة، فالمناولة الصناعية من أهم الوسائل لتنمية القطاع، والأداة المفضلة لتكثيف نسيج المؤسسات ص و م، لذا تقوم الوزارة بعمل تحسيبي اتجاه المتعاملين الاقتصاديين للاندماج في فضاءات ترقيتها، مثل بورصات المناولة والشراكة الجهوية المتواجدة حاليا.

وتدعيما للتنظيم الموجود لنشاط المناولة، تم تأسيس مجلس وطني لترقية المناولة، يلتقي فيه الممولون، والشركات الصناعية الكبرى لتنمية المناولة الصناعية وتعزيز عمليات الشراكة بين القطاع الوطني الخاص والعام، وكذا مع

(1) - <http://www.pmeart-dz.org; /fr/ document/.doc.htm> op.cit

الشركاء الأجنب، كما تمّ تنصيب مختلف الهياكل التنظيمية المكوّنة له⁽¹⁾، وتمثل المهام الرئيسية لمجلس ترقية المناولة فيما يلي:

- اقتراح كل تدبير من شأنه تحقيق اندماج أحسن للاقتصاد الوطني.
- تشجيع التحاق المؤسسات ص و م الوطنية بالتيار العالمي للمناولة.
- ترقية عمليات الشراكة مع كبار أرباب العمل سواء أكانوا وطنيين أم أجنيين.
- تنسيق نشاطات بورصة المناولة والشراكة الجزائرية فيما بينها.
- تشجيع قدرات المؤسسات ص و م الجزائرية في ميدان المناولة.

2-3- ترقية التشاور:

تعتبر عملية التشاور من المهام الأساسية التي تعتمد عليها الوزارة لتفعيل نشاط المؤسسات ص و م، عن طريق الجمعيات المهنية ومنظمات أرباب العمل، بدراسة ومناقشة مختلف المشاكل التي تعيق تنمية قطاع المؤسسات ص و م، من خلال لجان تقنية تجتمع دوريا لتساهم في تقديم المقترحات للسلطات العمومية قصد إعداد مخطط الإستراتيجية لترقية القطاع، وقد تدعّم هذا العمل بتأسيس مجلس وطني استشاري، وتنصيب مختلف هياكله التنظيمية، وهذا تطبيقا للقانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م في المادة 25، وذلك بهدف ضمان حوار دائم ومستمر بين السلطات العمومية والشركاء الاقتصاديين والاجتماعيين.

2-4- المنظومة المعلوماتية الاقتصادية والإحصائية:

من بين أسباب التضارب في المعلومات الإحصائية للمؤسسات ص و م، غياب تعريف دقيق لها، ولذلك جاء القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م لسدّ هذا الفراغ، وتسعى في هذا الإطار وزارة المؤسسات ص و م، إلى بناء نظام معلومات اقتصادي وإحصائي قوي وفعل يمكن المؤسسات الاقتصادية والسلطات العمومية من استغلاله في ظروف أحسن، هذه المنظومة المعبر عنها في القانون التوجيهي ببنك المعطيات، تركز على المؤسسة عن طريق المعطيات التي توفرها وتتوجّه إليها في آن واحد بفضل توفير المعطيات الاقتصادية والإحصائية لتوسيع نشاطها.

وقد تمّ وضع مبلغ مالي من ميزانية الوزارة مقدّر بـ 100 مليون دينار جزائري⁽²⁾ لإنجاز مجموعة من الدراسات والتحقيقات الاقتصادية، من بينها 05 دراسات في طور الإعداد في فروع البناء والأشغال العمومية، التجارة والتوزيع، الخشب، الفلين والورق، الصناعات النسيجية، الخدمات المقدمة للمؤسسات والإلكترونيك والإعلام الآلي.

إنّ هذه المؤسسات ستمكّن الوزارة لا محالة من أخذ صورة دقيقة عن وضعيّة مختلف قطاعات النشاط وستتيح لها فرصة إعداد مخططات التأهيل وإنشاء بنوك معلومات.

(1)- <http://www.pmeart-dz.org; /fr/ document/.doc.htm> op.cit

(2)- <http:// www.pmeart-dz.org ;op.cit>

3- التعاون الدولي

لا يمكن وضع إستراتيجية جديدة لتنمية قطاع المؤسسات ص و م، بمعزل عن مجال ترقية الشراكة والتعاون الدولي، لما لها من الآثار والانعكاسات على المؤسسة الجزائرية في المدى البعيد والمتوسط، لهذا يتعين الاستفادة من جميع الاتفاقيات المبرمة في مجال التعاون واستغلال الموارد الخارجية وكذا خطوط القروض الممنوحة للقطاع.

3-1- التعاون الأورو متوسطي:

بدأت مختلف برامج التعاون الدولي التي يستفيد منها قطاع المؤسسات ص و م تؤتي ثمارها، وخاصة ما تعلق منها بالتعاون المتعدد الأطراف، ومثال ذلك برنامج ميدا (MIDA) لتنمية المؤسسات ص و م بالجزائر، خاصة بعد أن تم تفعيله بإعادة النظر في الاتفاقية المنظمة له. وانطلاقاً من هدفه الأساسي المتمثل في تحسين القدرة التنافسية للمؤسسات ص و م عن طريق تأهيلها وتأهيل محيطها، تم تحقيق إلى غاية جوان 2004 حوالي 400 عملية تأهيل وتشخيص وتكوين في إطار الدعم المباشر وكذا انجاز جهاز لتغطية الضمانات المالية بقيمة 20 مليون أورو سيحسن ظروف حصول المؤسسات على القروض¹، وقد بدأت المؤسسات ص و م بتفعيل برنامج ميدا، حيث تم تنصيب وحدة تسيير برنامج UGP، وسيتم عن قريب بإنشاء هيئات جهوية.

3-2- التعاون مع البنك الإسلامي للتنمية والبنك العالمي:

تم الاتفاق على فتح خط تمويل للمؤسسات ص و م، حيث تمت الموافقة على قرض بقيمة 1.5 مليون دولار⁽²⁾ موجهة لترقية القطاع، أين تدرج المساعدة التقنية المدججة والتي تتضمن المشاريع التالية:

- وضع نظام معلوماتي خاص بالقطاع.
- إنشاء مشاتل نموذجية.
- دراسة جدوى لإنشاء شركة رأس مال المخاطرة.
- وضع برنامج للتأهيل.
- ورشات خاصة بترقية المناولة بين الدول الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي OCI، وكذا ورشة حول ترقية التمويلات، وخاصة مع الدول التي تملك تجارب متقدمة في الميدان كماليزيا، اندونيسيا وتركيا⁽³⁾.
- يتكوّن تمويل البرنامج من مساهمة الاتحاد الأوربي بـ 57 مليون أورو، مساهمة الحكومة الجزائرية بـ 5.32 مليون أورو، ومساهمة المستفيدين بـ 4.125 مليون أورو، ورغم بعض العوائق عرف المشروع في الآونة الأخيرة تقدماً ملحوظاً وذلك من خلال:

¹ - <http://www.pmeart-dz.orgfr/document/.doc.htm>, op-cit

⁽²⁾ - من كلمة ممثل وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في الجلسات الوطنية للمؤسسات ص و م، 14-15 جانفي 2004، قصر الأمم- نادي الصنوبر، الجزائر.

⁽³⁾ - [http://www.pmeart-dz.org ; /fr/document/.doc.html\(20/12/2006\)](http://www.pmeart-dz.org ; /fr/document/.doc.html(20/12/2006)) op.cit

- تشخيص وضعية 10 مؤسسات بهدف تأهيلها في إطار نشاطات الفرع الأول.
 - عمليات تكوين وتشخيص لفائدة 10 مؤسسات مالية في إطار نشاطات الفرع الثاني.
 - مساعدة منتدي وعمّال الأعمال للقيام بدراسة جدوى تتعلّق بإنشاء البارومتر الاقتصادي في إطار نشاطات الفرع الثالث.
 - إضافة إلى دورتين من الأيام الدراسية عددها 10، ضمّت الولايات التالية: الجزائر، غرداية، عنابة، سكيكدة، وهران، وحضرها 140 رئيس مؤسسة، كما تمّ انتقاء مديرين لفرعي وحدة تسيير البرنامج، والذين تنظّمهما ولايتي الجزائر وغرداية.
 - ولتوضيح الصورة أكثر نقدّم هذه الملحة حول وحدة تسيير البرنامج UGP المنشأة يوم 06 أفريل 2002، والتي تتضمن برنامج لدعم المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة للتنفيذ التقني والإداري للبرنامج المتعلق باتفاقية التمويل المبرمة بين الجزائر والاتحاد الأوروبي، حيث تتهيكّل هذه الوحدة في شكل فرق صغيرة، سبعة اختصاصيين في كل القطاعات، تغطي نشاطها الجوانب الثلاثة الرئيسية للبرنامج:
 - تعزيز قدرات التسيير العلمية للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية (تكوين-استثمارات وتسهيل انتقال المعلومات).
 - دعم خلق شركات مالية متخصصة (SFS)، من خلال المساهمة في تصميمها ودعمها.
 - دعم المحيط المقاوي وذلك لمساندة الوزارات والمؤسسات العمومية المعنية مباشرة بتطوير المؤسسات صوم، ولتحقيق الأهداف الخاصة بالبرنامج، يتمّ إقامة ملحقة تعمل على:
 - * ضمان انتقال المعلومات وترقية البرنامج.
 - * مساعدة المقاولين وتقديم النصائح لهم عند تحضير المشروع.
 - * ضمان الاتصال مع المقر المركزي UGP في العاصمة.
 - و مع البنك العالمي وبالخصوص مع الشركة المالية الدولية SFI تمّ إعداد برنامج تعاون تقني مع برنامج شمال إفريقيا لتنمية المؤسسات (NAED) لإعداد ووضع حيز التنفيذ لـ "بارومتر المؤسسات صوم"، قصد متابعة التغيّرات التي تطرأ على وضعيتها، وسيتدخل هذا البرنامج أيضا في إعداد دراسات اقتصادية لفروع النشاط.
- ### 3-3- التعاون الثنائي:
- هناك العديد من برامج التعاون الثنائي، وخاصة مع البلدان التي تكتسب خبرة واسعة ووافرة في ميدان تنمية وترقية المؤسسات صوم، كفرنسا، إيطاليا، ألمانيا، إسبانيا، تركيا وكندا، ويتجلى هذا التعاون في:
- **التعاون الجزائري الفرنسي:** تمّ إبرام اتفاق مع الجمعية الدائمة لغرف الحرف بفرنسا لتكوين 48 منشّطا اقتصاديا، ويتمّ التحضير لمشروع تعاون مع المجلس الجهوي Alpes-Rhone مع مجموعة من ولايات الشرق الجزائري (سطيف، عنابة وقسنطينة).

-التعاون الجزائري الإيطالي: حيث شرع مع إيطاليا تنفيذ خط القرض المقدّر بـ 52.5 مليار ليرة إيطالية لفائدة المؤسسات ص و م في ميادين اقتناء تجهيزات نقل التكنولوجيات، التكوين والمساعدة التقنية والبراعات الصناعية، كما تمّ الاتفاق بين وزارة المؤسسات ص و م الإيطالية للنشاطات المنتجة يوم 18 أفريل 2002 بالجزائر لتقديم مساعدة تقنية لتدعيم هياكل الدعم الموجودة (إنشاء مشاتل، مراكز التسهيل وآليات مالية حديثة)، وكذا تبادل المعلومات الخاصة بالقطاع، ولهذا الغرض تمّ تنصيب لجنة متابعة لتحديد ميكانيزمات تطبيق الاتفاق.

-التعاون الجزائري الألماني: في إطار التعاون الثنائي مع ألمانيا وخصوصا في مجال التكوين والاستشارة، انتقل برنامج التعاون الجزائري الألماني GTZ إلى مرحلته الثالثة، فبعد أن أنهى تكوين 200 مستشارا مختصّا في المؤسسات ص و م، وتشخيص وضعية 30 مؤسسة، قام هذا البرنامج بتوسيع شبكته لمراكز الدعم المتواجدة في مختلف جهات الوطن، بتنظيم ملتقيات إعلامية ودراسية لممثلي الجمعيات المهنية، وقد تمّ تمديد هذه الشراكة إلى غاية 2006.

المطلب الثاني تطور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية

بعد أن تطرقنا في المطلب الأول إلى إطار ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتعاون الدولي في هذا المجال، سنتناول في هذا المطلب دراسة إحصائيات وتحليل المعطيات المتعلقة بهذا القطاع، والتي تسمح لنا بملاحظة تطور هذا الأخير، وبذلك تقييم مدى فعالية الإجراءات المتخذة من طرف الدولة لترقية تلك المؤسسات .

1 - تطور تعداد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

إن ديناميكية و حركية المؤسسات الخاصة أدت إلى نمو خلال السداسي الأول لسنة 2007 يقدر ب : 14 438 مؤسسة، حيث بلغ عدد المؤسسات ص و م الخاصة المصرح بها لدى الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي (CNAS) : 284 244 مؤسسة، و تمثل المؤسسات الخاصة الأغلبية في تعداد قطاع تلك المؤسسات ، بالإضافة إلى أنها توفر 978 060 منصب عمل.

أما فيما يخص المؤسسات ص و م العمومية، نسجل تراجعا في التعداد ، حيث أصبح عدد المؤسسات 711 مؤسسة بدل 849 مؤسسة في نهاية السداسي الأول لسنة 2006، ويعود هذا التراجع إلى خصوصية مؤسسات القطاع العام.

ونلاحظ من خلال الجدول الآتي تطور التعداد العام للمؤسسات ص و م حيث أن تطور المؤسسات الخاصة خلال هذا السداسي يبين زيادتها ب 24 962 مؤسسة مقارنة بالسداسي الأول 2006 أي بمعدل 9,62 %.

الجدول رقم 9:تطور تعداد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

طبيعة المؤسسات ص.م	عدد المؤسسات الأساسي الأول 2006	عدد المؤسسات الأساسية الأساسي الأول 2007	%
المؤسسات الخاصة	259 282	284 244	9,62
المؤسسات العمومية	849	711	-16,25
المجموع	260 131	284 955	9,54

المصدر: وزارة المؤسسات ص و م، [http:// www.pmeart-dz.org](http://www.pmeart-dz.org)

2- توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

2-1- توزيع حسب مجموعات فروع النشاط :

من خلال الجدول الموالي نلاحظ بان نشاط الخدمات يحتل المرتبة الأولى بنسبة 45.95%، يليه البناء والأشغال العمومية بنسبة 33,88 % وهذا راجع إلى قيام الدولة بمشاريع كبيرة فيما يخص البناء و إنشاء الطرق وكذا التجهيز، أما معدل الصناعة فيبقى ضعيف بنسبة 18.70 % ونلاحظ بان نسبة نشاط الخدمات ذات الصلة بالصناعة يسجل ضعفا كبيرا حيث لا تتعدى نسبته 0.28% رغم توجيهات وزارة المؤسسات ص و م إلى تشجيع المناولة الصناعية (المقاوله من الباطن) والتي تعتبر متناسبة مع خصائص المؤسسات ص و م.

الجدول رقم 10: توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب فروع النشاط

مجموعات فروع النشاط	عدد م.ص.م الخاصة	%	الفروع
خدمات	130 635	45,95	- النقل و المواصلات
			- التجارة
			- الفنادق و الإطعام
			- خدمات للمؤسسات

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

- خدمات للعائلات			
- مؤسسات مالية			
- أعمال عقارية			
- خدمات للمرافق الجماعية			
- البناء و الأشغال العمومية	33,88	96 327	البناء و الأشغال العمومية
- المناجم و المحاجر	18,70	53 154	الصناعة
- الحديد و الصلب			
- مواد البناء			
- بلاستيك كيميائ-			
- مطاط			
- الصناعة الغذائية			
- صناعة النسيج			
- صناعة الجلد			
- صناعة الخشب والفلين و الورق			
- صناعة مختلفة			
- الفلاحة و الصيد البحري	1,16	3 306	الفلاحة و الصيد البحري
- خدمات الأشغال البترولية	0,28	822	خدمات ذات الصلة بالصناعة
- المياه و الطاقة			
- المحروقات			
	100	284 244	المجموع

المصدر: وزارة المؤسسات ص و م ، مرجع سابق.

2-2- توزيع حسب القطاعات الرئيسية:

يبقى قطاع البناء و الأشغال العمومية يحتل المرتبة الأولى بحصة تقدر ب 33,89 % ، و في المرتبة الثانية قطاع التجارة و التوزيع بحصة تقدر ب 17,29 % . كما يبقى يحتل المرتبة الثالثة قطاع النقل و المواصلات بحصة تقدر ب 9,00 % .

الجدول رقم 11: قطاعات النشاطات المهيمنة

رقم	قطاعات النشاط	عدد المؤسسات	%
-----	---------------	--------------	---

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

	السداسي الأول 2007		
01	البناء و الأشغال العمومية	96 327	33,89
02	التجارة و التوزيع	49 152	17,29
03	النقل و المواصلات	25 576	9,00
04	خدمات العائلات	20 307	7,14
05	الفندقة و الإطعام	16 831	5,92
06	صناعة المنتجات الغذائية	15 784	5,55
07	خدمات المؤسسات	15 316	5,39
08	باقي القطاعات	44 951	15,81
المجموع		284 244	100

المصدر: وزارة المؤسسات ص و م ، مرجع سابق.

2-3- توزيع حسب الجهات

يبيّن التوزيع الجغرافي للمؤسسات ص و م أنّ ما يقارب نصف المؤسسات متركزة في العشر ولايات الرئيسية في الشمال، والتي تشكّل أقطاب حضرية وصناعية، من خلال الجدول نلاحظ أن تعداد المؤسسات ص و م في جهة الشمال يصل إلى 171959 مؤسسة، وهذا يعود إلى تفضيل المستثمرين إلى إنشاء مشاريعهم في المدن الكبيرة التي تتميز بتعداد سكاني كبير ، أما منطقة الهضاب يوجد بها حوالي 84569 مؤسسة ، يليها الجنوب بـ 21937 مؤسسة ثم منطقة الجنوب الكبير بحوالي 5779 مؤسسة وذلك يعود إلى عدم توفر الشروط اللازمة لتشجيع الاستثمار بهاو كذلك البعد عن المناطق الأخرى وعدم توفر شبكة مواصلات فعالة.

الجدول رقم 12: توزيع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الخاصة حسب الجهات

الجهات	م ص م الخاصة عام 2006	حركية السداسي الأول 2007				م ص م الخاصة السداسي الأول 2007
		إنشاء	الشطب	إعادة إنشاء	التطور	

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

الشمال	163 492	8365	552	654	8467	171 959
الهضاب العليا	80 072	4 454	380	423	4 497	84 569
الجنوب	20 803	1 114	159	179	1 134	21 937
الجنوب الكبير	5 439	335	19	24	340	5 779
المجموع	269 806	14 268	1 110	1 280	14 438	284 244

المصدر: وزارة المؤسسات ص و م ، مرجع سابق.

3- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل :

تساهم المؤسسات ص و م إلى حد كبير في التقليل من حدة البطالة ، وذلك لخلقها العديد من مناصب الشغل ومن خلال الجدول الموالي نلاحظ أن هناك تطور في عدد المناصب خلال السداسي الأول لسنة 2007 مقارنة بسنة 2006، فبالنسبة للمؤسسات الخاصة يوجد تطور في عدد المناصب، حيث هناك زيادة في عدد الأجراء بنسبة 4.26 % و 9.62 % بالنسبة لعدد أرباب العمل، أما فيما يخص المؤسسات العمومية نسجل انخفاضا في عدد العمال بنسبة 14.68 % وذلك يعود إلى سياسة الخصخصة التي تنتهجها الدولة.

الجدول رقم 13: تطور عدد مناصب الشغل

طبيعة المؤسسات ص.م	السداسي الأول 2006	السداسي الأول 2007	التطور %
--------------------	-----------------------	-----------------------	-------------

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

4,26	28 352	693 816	665 464	الأجراء	المؤسسات الخاصة
9,62	24 962	284 244	259 282	أرباب المؤسسات	
-14,68	-10 316	59 925	70 241		المؤسسات العمومية
5,26	63 103	1 262 655	1 199 549		المجموع

المصدر: وزارة المؤسسات ص و م ، مرجع سابق.

المطلب الثالث واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

نتناول في هذا المطلب توضيح واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، والصعوبات التي تواجهها في هذا المجال ومدى فعالية الوكالات والهيكل المستحدث من طرف الحكومة لهذا الغرض.

1- برامج تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

لقد وضعت الحكومة الجزائرية العديد من القرارات والسياسات من اجل ضمان التمويل للمؤسسات ص و م من بينها:

1-1- التمويل البنكي¹

يعتبر المحيط الذي تنشط فيه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مؤشرا على وضعيتها. ففي الجزائر يميز هذا المحيط الكثير من المشاكل التي تؤخر نمو هذه المؤسسات. فبالإضافة للمحيط المالي الذي لا يتلاءم كثيرا مع خصوصية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة فإن المحيط الإداري يعتبر بطيئا بالنظر للعديد من الإجراءات المطلوبة سواء عند الإنشاء أو أثناء النشاط . إن من أهم المشاكل التي تعاني منها المؤسسات مشكلة التمويل و صعوبة الحصول على القروض البنكية مما دفع بالوزارة الوصية إلى العمل على إحداث آليات مالية تتلاءم و خصوصية هذه المؤسسات، و بالرغم من أن البنوك العمومية ساهمت في سنة 2003 بتمويلات قدرها 555 مليار دج أي بنسبة 40,60% من مجموع التمويلات مقارنة بسنة 2001 حيث قدر المبلغ آنذاك ب 353 مليار دج أي ما يمثل 30,72% من مجموع التمويلات.

كما تم إنشاء مؤسستين ماليتين تساهمان في تسهيل الحصول على القروض البنكية و هي صندوق ضمان القروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأسمال قدره 30 مليار دج و صندوق رأسمال المخاطر برأسمال قدره 3,5 مليار دج . إضافة إلى هذا و تطبيقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التوجيهي تم إنشاء صندوق لضمان القروض البنكية الموجهة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الذي انطلق فعليا منذ مارس 2004 و الذي يساهم في التخفيف من حدة مشكل التمويل.

¹ بريس السعيد، التمويل التجاري كبديل لتمويل المؤسسات ص و م في الجزائر، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ، بسكرة، 2006

ومن اجل تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وتحسين قدراتها التنافسية وتمكينها من مواكبة التطورات والتحولات الاقتصادية الحاصلة، وفي ظل هيمنة التجمعات والتكتلات الاقتصادية الكبرى في مختلف الأسواق العالمية، أعدت الوزارة الوصية برنامجا وطنيا لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقيمة 01 مليار دينار سنويا يمتد إلى غاية سنة 2013.

الإمضاء على عقد إنشاء بنك ضمان القروض بين وزارتي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ووزارة المالية بتاريخ 11/6 / 2005، وهذا بهدف مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يتعلق بمسألة القروض التي تشكل فيها الضمانات العقبة الأولى.

1-2- برنامج ميذا لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر⁽¹⁾

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

1-3- التعاون مع البنك الإسلامي للتنمية⁽²⁾

تم الاتفاق على فتح خط تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وكذا تقديم مساعدة فنية متكاملة لدعم استحداث نظم معلوماتية ولدراسة سبل تأهيل الصناعات الوطنية لمواكبة متطلبات العولمة والمنافسة ، وإحداث محاضن (مشاتل) نموذجية لرعاية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير التعاون مع الدول الأعضاء والتي تملك تجارب متقدمة في الميدان كماليزيا وأندونيسيا و تركيا .

1-4- التعاون مع البنك العالمي

التعاون مع البنك العالمي وبالخصوص مع الشركة المالية الدولية (SFI) تم إعداد برنامج تعاون تقني مع برنامج شمال إفريقيا لتنمية المؤسسات (NAED) لإعداده موضع حيز التنفيذ " لبارومتر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة " قصد متابعة التغيرات التي تطرأ على وضعيتها وسيدخل هذا البرنامج أيضا في إعداد دراسات اقتصادية لفروع النشاط .

1-5- صندوق ضمان القروض⁽¹⁾

- الذي تم إقراره بموجب المرسوم التنفيذي 373 - 02 الصادر في 11 / 11 / 2002 والذي تم إصداره في ظرف أقل من سنة من صدور القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (2001/12/12) . ويعتبر هذا الصندوق أول أداة مالية متخصصة في تمويل هذا القطاع . ويعالج أهم مشكل تعاني منه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتمثل في الضمانات الضرورية للحصول على القروض البنكية . كما أنه يندرج ضمن

⁽¹⁾ وإزالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق.

⁽²⁾ بريش السعيد، مرجع سابق.

⁽¹⁾ وزارة المؤسسات ص و م، مرجع سابق

الفعالية الاقتصادية والاستخدام الأمثل للموارد العمومية ، وذلك بتحويل دور الدولة من مانحة للأموال إلى ضامنة للقروض المقدمة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تتكون مخصصات هذا الصندوق أساسا من مساهمة الدولة ، وتقدم الضمانات للأنشطة الاستثمارية التي حصرها المرسوم التنفيذي السابق في العمليات الآتية : إنشاء مؤسسات ، عمليات التوسيع ، تجديد التجهيزات أو خدمات مساهمات ، كما يمكن للصندوق أن يضمن حاجيات رأس المال العامل المترتبة عن الاستثمار الممول.

وبالموازاة يجب أن تكون المؤسسة المستفيدة قد استوفت معايير الأهلية للقروض البنكية ، لكنها لا تملك ضمانات عينية أو لديها ضمانات غير كافية لتغطية مبلغ القرض المطلوب .
أما نوع القروض التي يتم ضمانها هي قروض الاستثمار وقروض التسيير، وتقدم فقط للمؤسسات المنخرطة في الصندوق، التي تدفع علاوة سنوية أقصاها 2 % من مبلغ القرض وخلال كل فترة القرض⁽¹¹⁾.
ويمكن تلخيص مراحل ضمان القروض كما يلي:

1- تقوم المؤسسة بطلب القرض من المؤسسة المالية (البنك)

2- تطلب المؤسسة من الصندوق ضمان القرض البنكي ؛

3- في حالة القبول ، يقوم الصندوق بتقديم شهادة ضمان القرض لفائدة المؤسسة المالية ؛

4- تدفع المؤسسة المستفيدة من ضمان الصندوق علاوة سنوية تمنح للصندوق خلال مدة القرض؛

في حالة عدم قدرة المؤسسة على تسديد المبلغ المقرض في ميعاد الاستحقاق، يقوم الصندوق بتعويض البنك حسب نسبة الضمان المتفق عليها مسبقا.

1-6- هياكل الدعم الأخرى:

بالإضافة إلى الهيكل السابق والممثل في صندوق ضمان القروض ، برزت في الجزائر في الفترة الأخيرة هياكل وآليات مؤسساتية أخرى تهدف إلى دعم الاستثمار والمقاولين الناشئين ، أبرزها الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار **ANDI** الوكالة الوطنية لتشغيل الشباب **ANSEJ**

حيث تقوم الوكالتين بتقديم المساعدات اللازمة للمستثمرين حتى ينفذوا مشاريعهم بأسرع وقت ممكن وذلك بالتخفيف من تباطؤ الإجراءات الإدارية . وهذا ما سيخلق ديناميكية جديدة لترقية الاستثمار المحلي.

كما تم اتخاذ عدة إجراءات مرافقة تسهيلية سواء فيما يتعلق بإنشاء الشركة أو الترخيم في السجل التجاري.

والجدول التالي يظهر حصيلة برامج الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار **ANDI**، حيث نلاحظ أن كل من قطاع الصناعة، النقل و البناء والأشغال العمومية لها القسط الكبير في مساهمة الوكالة وذلك بالنسب التالية:

33,29%، 23,91%، 22,25% على التوالي.

الجدول رقم 14: توزيع المشاريع المصرح بها حسب قطاعات النشاط مجمعة

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

قطاع النشاط	عدد المشاريع	%	القيمة بالمليون دينار	%	عدد الأجراء	%
الفلاحة	76	1,22	6 108	1,24	1 740	1,90
البناء و الأشغال العمومية	735	11,79	103 070	21,00	20 368	22,25
الصناعة	477	7,65	221 553	45,14	30 469	33,29
الصحة	50	0,80	4 479	0,91	1 165	1,27
النقل	4 599	73,80	74 149	15,11	21 888	23,91
السياحة	59	0,95	15 534	3,17	2 357	2,57
الخدمات	236	3,79	65 903	13,43	13 552	14,80
المجموع	6 232	100	490 796	100	91 539	100

المصدر: الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI) 2007/06/30

نلاحظ من خلال الجدول الذي يبين حصيلة برامج الوكالة الوطنية لتشغيل الشباب ANSEJ أن قطاع الخدمات يحتل المركز الأول بنسبة 30 % من مساهمات الوكالة يليه نقل المسافرين بـ 15% ثم الصناعات التقليدية بـ 15% وذلك راجع إلى طبيعة اهتمامات الوكالة المسخرة لدعم الشباب في إنشاء المؤسسات المصغرة.

الجدول رقم 15: وضعية المؤسسات المصغرة الممولة حسب قطاعات النشاط

قطاعات النشاط	عدد المشاريع	عدد الأجراء	%	قيمة المشاريع 10 ⁶ DA
خدمات	24 438	67 191	30 %	45 667
نقل المسافرين	12 057	30 175	15 %	21 256
الصناعة التقليدية	12 578	44 057	15 %	25 327
نقل البضائع	11 125	22 810	14 %	23 029

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

20 022	12 %	25 839	10 023	الزراعة
13 281	5 %	16 170	4 480	الصناعة
8 578	4 %	13 506	3 405	البناء و الأشغال العمومية
2 735	3 %	5 150	2 077	الأعمال الحرة
2 231	2 %	3 866	1 392	الصيانة
1 634	0 %	1 588	348	الصيد
1 254	0 %	1 029	240	الهيدروليك
165 021	100 %	231 381	82 265	المجموع*

المصدر: الوكالة الوطنية لتشغيل الشباب ANSEJ 2007/06/30

2-تقييم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من محدودية التمويل بالقروض المصرفية، وذلك بسبب الضمانات وتكاليف القروض المصرفية المرتفعة وتعقد وبطء إجراءات منح هذه القروض الذي يرجع أساسا إلى ضعف تسيير المصارف و البيروقراطية مما يؤدي في الكثير من الأحيان إلى موت المشاريع في المهد إضافة إلى تكاليف القروض المرتفعة ، إلى جانب تلك الصعوبات توجد معوقات أخرى تتعلق أساسا بعدم توفر البنوك الجزائرية على الآليات الكافية لتحليل المخاطر المرتبطة بالقروض بدقة وكذلك عدم توفر البنوك على المعلومات الكافية عن طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بمحدودية أموالها الخاصة وضعف وضعيتها المالية .

ان تخلف النظام المصرفي وعدم موضوعية القيود الشروط التي يفرضها لتمويل القطاع الخاص، والتي تميل في الواقع إلى الجانب القانوني أكثر من الجانب الاقتصادي، فقد عمل النظام المصرفي في الجزائر على خدمة مؤسسات الدولة في تنمية المشاريع الضخمة، وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص لم تجد الدعم المالي اللازم إلا على هامش مشاريع القطاع العام، وهذا في الوقت الذي أثبتت فيه تجارب الدول المتقدمة أن النمو الاقتصادي الكلي مرده إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁾.

(1) قدي عبد المجيد ودادان عبد الوهاب، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات ص و م الجزائرية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل واثرها على الدول والمؤسسات، بسكرة، 2006،

أضف إلى ذلك أن النظام البنكي عادة ما يولي أهمية للقطاع التجاري للاستيراد والتصدير على حساب القطاع الصناعي، وهذا لارتفاع درجة المخاطرة في هذا الأخير. ونجد كذلك مشكلة نقص الضمانات وقلة حجم الأموال الخاصة للمشروعات الصغيرة، الصغيرة والمتوسطة يؤدي بالبنوك إلى التخوف من التعامل معها من حيث التمويل.

ويعتبر غياب ثقافة السوق المالي في الجزائر ما جعل منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تعمل وفقا لنماذج التسيير التقليدي وبموارد مالية ضئيلة، إن خلق سوق مالي خاص بالمؤسسات ص و م في الجزائر سوف يحفز القطاع الخاص، على وجه الخصوص، على اللجوء إلى عمليات التمويل المباشر، أين تسود مظاهر اقتصاد السوق وتتنحى مظاهر اقتصاد الاستدانة. حيث بينت العديد من الدراسات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوربية أن الإمكانيات وفرض التمويل المتاحة المؤسسات المسعرة (Cotées) تفوق بكثير تلك المتاحة للمؤسسات غير المسعرة (Non cotées). والواقع أن توفر سوق مالي كبديل أمام قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يؤدي إلى اشتقاق نشاط آخر مصاحب وهو الاستثمار في الأوراق المالية. ولما علمنا بأن السوق المالي يعتبر مجالا لتقييم أداء المؤسسات المسعرة، فإن ذلك يعتبر حافزا لتلك المؤسسات للرفع من مستويات أدائها الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى ارتفاع مستوى أداء الاقتصاد الكلي.

أضف إلى ذلك، أن اللجوء الأسواق المالية عند الحاجة إلى التمويل، والابتعاد عن التمويل البنكي، سوف يزيد من درجة استقلالية المؤسسات ذات العجز المالي ومن ثم إمكانية الاستثمار في مختلف المجالات بعيدا عن شروط منح الائتمان المصرفي.

إن افتقار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلى وجود سوق مالي يمكن من القول بأنها مؤسسات ضعيفة الرسملة (Sous-capitalisées) مقارنة بنظيراتها في الدول المتقدمة والمتوفرة على أسواق مالية.⁽²⁾

إجمالا يمكن القول بأن الضعف في انعدام إمكانيات التمويل طويل الأجل الذي تعاني منه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعود إلى عدة أسباب أهمها:

- عدم تكيف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع الميكانيزمات المالية الحديثة؛
- الضعف الكبير الذي يعاني منه هذا من المؤسسات في مستوى الضمانات، بل انعدامه في بعض الأحيان.
- تعقد الإجراءات والعمليات الإدارية وطول وقتها.
- عدم كفاية الأموال الخاصة.

مما سبق يتبين لنا ضرورة تقسيم السوق المالي في الجزائر إلى مستويين مثل ما تم في فرنسا و مصر، وذلك بإنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة: وذلك حسب حجم و أهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها⁽¹⁾:

(2) قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

(1) بريش السعيد، مرجع سابق.

المستوى الأول: السوق درجة أولى

الذي يخصص للقيم الكبيرة ويضم المؤسسات الكبيرة التي تتوفر على الشروط التي تضعها البورصة, كما هو حال السوق اليوم.

المستوى الثاني: السوق درجة ثانية (بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)

والذي يخصص للمؤسسات ص و م والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة, وهذا السوق يشتمل على شروط وإجراءات تتناسب وخصوصيات تلك المؤسسات.

المبحث الثاني نجاح بورصة المؤسسات ص و م و آفاق إنشائها في الجزائر

إن نجاح الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات ص و م يعود في المقام الأول إلى تناسب شروطه وقيوده وخصائص تلك المؤسسات، مما يدفعها إلى الدخول إلى البورصة ولعل بورصة **Alternext** تعتبر أكبر دليل على فعالية ذلك النوع من الأسواق المالية، الذي يستدعي بدوره تفكير السلطات الجزائرية في الاستفادة من تلك التجارب خاصة بالنظر إلى حال البورصة اليوم وكذلك عوائق التمويل التي تعاني منه المؤسسات ص و م الجزائرية.

المطلب الأول نجاعة بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Alternext

لقد راهنت السلطات الفرنسية على السوق المالية كحل لمشكل التمويل الذي يعرقل نمو المؤسسات ص و م، بحيث شهد ذلك السوق عدة تطورات وذلك من أجل تشجيع دخول تلك المؤسسات من جهة وزيادة عدد المستثمرين من جهة أخرى، والذي يعتبر سوق أحدث **Alternext** تلك الأسواق.

1- تطور السوق الثانية في فرنسا

تعد السوق الثانية إحدى أقسام بورصة باريس، حيث خصصت للمؤسسات ص و م من أجل دعمها ومساعدتها في اللجوء إلى جمهور المدخرين من أجل الحصول على التمويل الذي تحتاجه لتطوير أنشطتها، وقد عرفت السوق الثانية منذ إنشائها في 1983 تطورا ملحوظا، والجدول التالي يوضح بعض متغيراتها:

جدول رقم 16 حجم الصفقات ورسملة السوق الثانية الفرنسية.

الوحدة: مليون فرنك، ثم أورو ابتداء من 1999

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

Source: rapport annuel, www.euronext.com

كما هو موضح في الجدول أعلاه فإن حجم الصفقات في السوق الثانية قد عرف تطورا ملحوظا خاصة خلال السنوات 1987، 1989، 1996، 1997، 1998، 2000، على الرغم من بعض التراجع الذي سجل في بعض السنوات. أما بالنسبة لرسملة السوق فقد شهدت نموا يقدر ب 100% بعد سنة من نشاط السوق، لتستمر في الارتفاع حيث قدرت بعد عشرية من النشاط ب 152 مليار فرنك فرنسي. ورغم الانخفاض الذي شهدته سنة 2002، إلا أنها عادت للارتفاع تدريجيا من 37.68 إلى 42.73 مليار أورو سنة 2003. وعلى غرار القيمة السوقية، سجل مؤشر تلك السوق نموا معتبرا سنة 2003 يقدر ب 20.41% حيث سجل 2216.32 نقطة. وقد تم عقد 1.34 مليون صفقة ومبادلة 536.03 مليون ورقة مالية خلال نفس السنة.

جدول رقم 17: تطور مؤشر السوق الثانية

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

Source: rapport annuel, www.euronext.com

2- دور السوق الثانية في تمويل م.ص.م. في فرنسا

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

جدول رقم 18: تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الثانية.

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

Source: rapport annuel, www.euronext.com

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

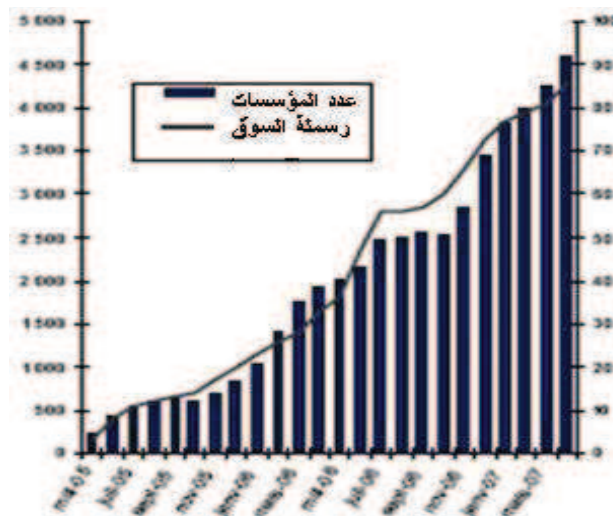
3- نجاح سوق Alternext

في ظل اهتمامات السلطات الفرنسية بالمؤسسات ص و م انشأ في ماي 2005 سوق **Alternext** بهدف توفير سوق مالية تتناسب وخصائص المؤسسات ص و م، حيث يطلق على هذا السوق بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁾: "Le marché boursier sur mesure pour les PME"، ولقد حقق هذا السوق منذ تأسيسه عدة تطورات وإنجازات في مجال تمويل المؤسسات ص و م وجذب المستثمرين إليه.

3-1- 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 4.8 مليار أورو، مما ابرز هذا السوق كسوق مالي خاص بالمؤسسات ص و م ونظرا لنجاحه تم فتح فروع أخرى في كل من بروكسل وأمستردام والشكل الموالي يبين تطور عدد المؤسسات المدرجة ورسملة بورصة **Alternext** منذ تأسيسه.

الشكل رقم 8: عدد المؤسسات ورسملة سوق Alternext



(1) www.ecolebourse.com/ressources/on_en_parle/93_alternext.pdf

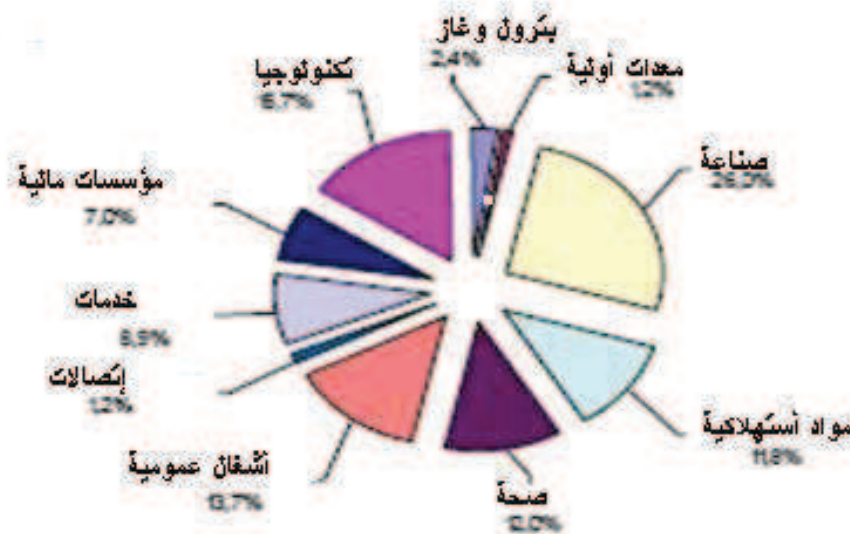
Source: .rapport annuel, www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-FR.html

من خلال الشكل نجد بان عدد المؤسسات في مرحلة الانطلاق كان لا يتعدى خمس مؤسسات برسملة سوقية لا تفوق 200 مليون اورو وبعد سنة من إنشاء السوق أي في ماي 2006 وصل عدد المؤسسات المدرجة إلى حوالي 45 مؤسسة برسملة سوقية تقدر بـ 2 مليار اورو ، وفي ماي 2007 بعد مرور سنتين يقدر عدد المؤسسات المدرجة في السوق حوالي 90 مؤسسة برأسمال سوقي يصل إلى 4.8 مليار اورو . كما تشير آخر التقارير حاليا إلى بلوغ 100 مؤسسة مدرجة في سوق **Alternext** برسملة سوقية قدرها 5.4 مليار اورو .

3-2- توزيع المؤسسات المدرجة حسب القطاع

المؤسسات المدرجة في سوق **Alternext** والتي تنتمي إلى عدة قطاعات اغلبها يحقق رقم أعمال بين 5 و 30 مليون اورو .

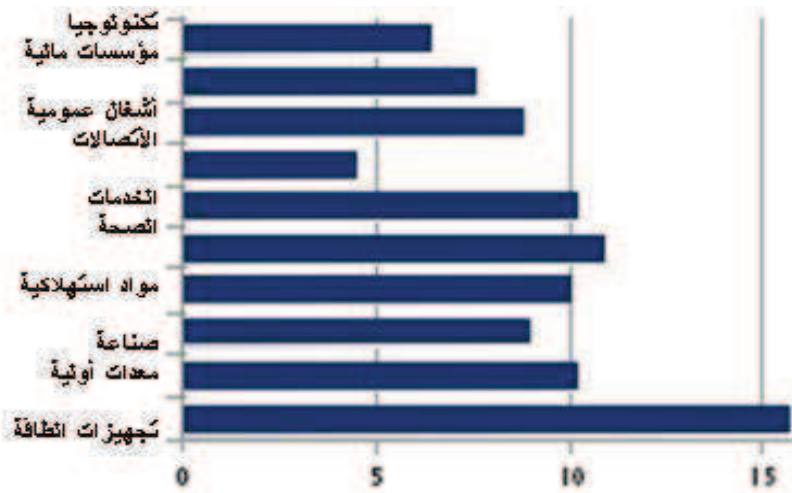
الشكل رقم 9: توزيع المؤسسات المدرجة في السوق حسب القطاعات



Source: rapport annuel, www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-FR.html

فد جذب سوق **Alternext** مؤسسات من جميع القطاعات، حيث نلاحظ تنوع قطاعات المؤسسات المدرجة في السوق، 26% من الصناعة، 15.7% من قطاع التكنولوجيا و 13.7% من قطاع الخدمات، حيث نسجل ارتفاعا في القيمة السوقية للمؤسسات بحوالي 900 مليون اورو أي بمتوسط 13.6 مليون اورو لكل مؤسسة مدرجة في السوق والشكل الموالي يوضح ارتفاع قيمة المؤسسات حسب القطاعات.

الشكل رقم 10: ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسات حسب القطاعات



Source: rapport annuel, www.euronext.com/fic/000/023/100/231009.pdf

من خلال الشكل نجد بان المؤسسات التي تشتغل في مجال تجهيزات المتعلقة بالطاقة، قد حققت ارتفاعا في قيمتها السوقية تفوق 15 مليون اورو، يليها كل من المؤسسات التي تعمل في الصحة، الصناعات الغذائية و الخدمات بحوالي 10 مليون اورو، أما المؤسسات التي تعمل في نطاق الاتصالات نجد بأنها سجلت ارتفاعا ضعيفا مقارنة بالقطاعات الأخرى وذلك بقيمة لا تتجاوز 5 مليون اورو.

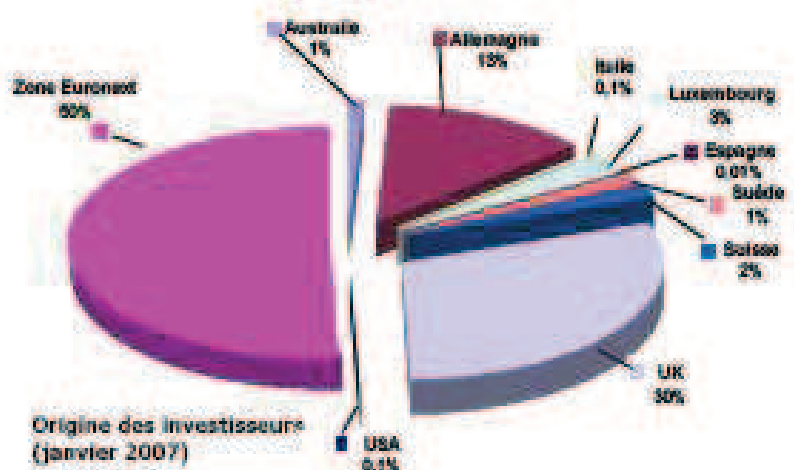
3-3- جنسية المستثمرين

لقد جذب سوق **Alternext** اهتمام العديد من المستثمرين الأجانب حتى من خارج منطقة اليورو، حيث نسجل مستثمرين من 11 بلدا موجودون حاليا في السوق، وتوجد هناك طلبات عديدة من مستثمرين أجانب للتسجيل كوسطاء أو مشرفين (**SPONSOR**) في هذه البورصة، والشكل الموالي يوضح

الجنسيات الموجودة في السوق

الشكل رقم 11: تنوع

الجنسيات الموجودة في السوق



Source: .rapport annuel,
www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-

3-4- حجم السيولة والتداول في السوق

يحقّق سوق **Alternext** سيولة عالية ، حيث شهد على امتداد السنتين الماضيتين نموا كبيرا في حجم التداول والسيولة، فيصل متوسط حجم التداول اليومي إلى أكثر من 10 مليون أورو في السادسي الأول لسنة 2007 أي حوالي مرتين ونصف من المتوسط المسجل في سنة 2006 والشكل الموالي يوضح تطور حجم التداول في السوق.

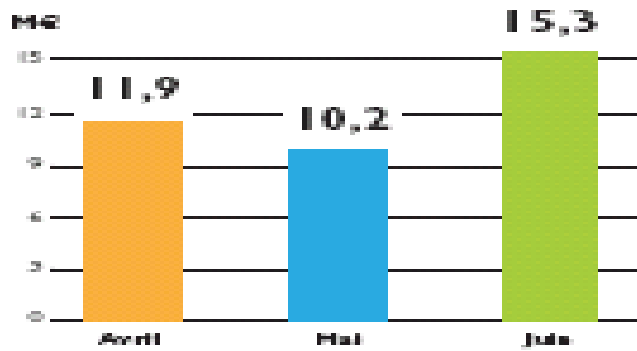
الشكل رقم 12: قيمة التداول في سوق Alternext



Source: rapport annuel, www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-FR.html

والشكل التالي يبين حجم التداول خلال افريل، ماي وجوان لسنة 2007، حيث نسجل الوصول إلى حجم تداول يفوق 15 مليون اورو خلال شهر جوان

الشكل رقم 13: حجم التداول

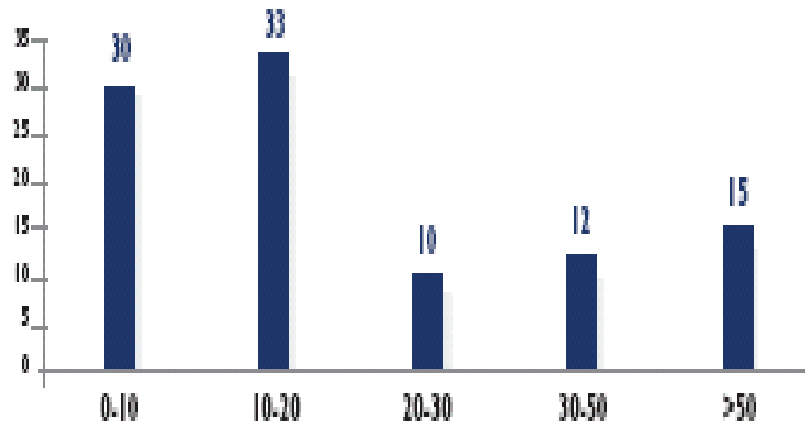


Source: rapport annuel, www.euronext.com/fic/000/023/100/231009.pdf

3-5- رقم الأعمال للمؤسسات المدرجة في السوق

أرادت سوق **Alternext** أن تأسس نفسها كسوق خاصة بالمؤسسات ص و م 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 اورو، 33% من المؤسسات المدرجة رقم أعمالها بين 10 و 20 مليون اورو و 15% من المؤسسات حققت رقم أعمال يفوق 50 مليون اورو

الشكل رقم 14: توزيع المؤسسات المدرجة حسب رقم الأعمال



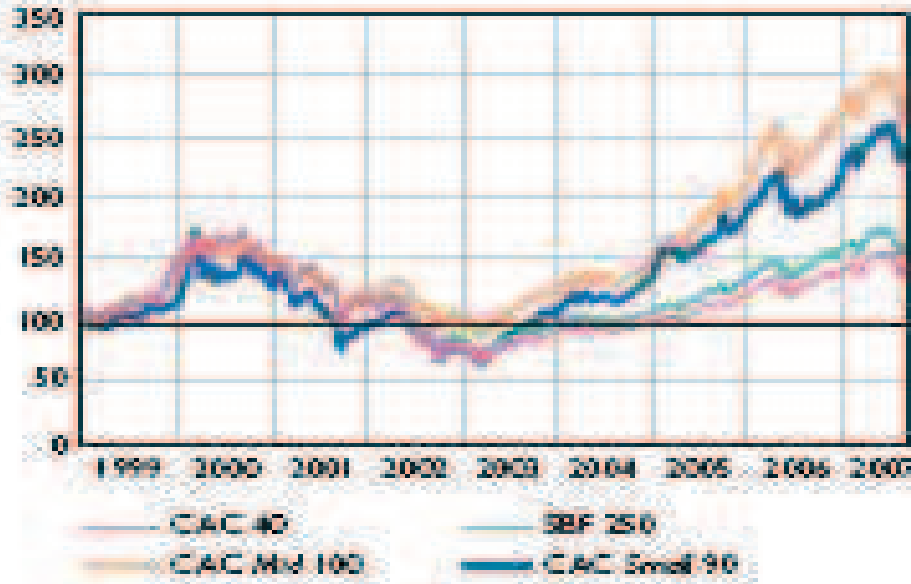
Source: rapport annuel, www.euronext.com/fic/000/023/100/231009.pdf

3-6- مؤشر السوق:

لقد قامت سلطات البورصة الفرنسية بتعديلات كبيرة لترقية السوق الثانية والمساهمة في تنمية قطاع المؤسسات ص و م، ومن اجل استقطاب المزيد من الشركات و المستثمرين 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.

الشكل رقم 15: أداء مؤشرات السوق المالية الفرنسية

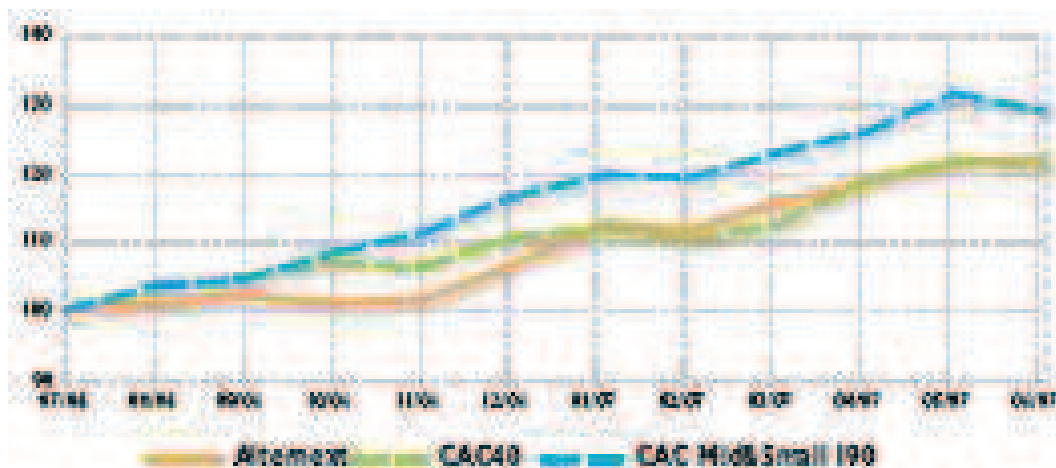


Source: Yves MANSION, Anne DEMARTINI, Samia MEKIOUS, **Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France un état des lieux** : www.banquefrance.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu165_7.pdf

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.

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.

الشكل رقم 16: أداء مؤشر سوق Alternext



Source: rapport annuel, www.euronext.com/fic/000/023/100/231009.pdf

من خلال الشكل رقم نلاحظ بان بورصة **Alternext** والتي تخص المؤسسات ص و م، قد سجل مؤشرها تطورا يقدر بحوالي 20 % ، وتشير الإحصائيات التي رصدت تطور السوق منذ إنشائه 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

المطلب الثاني بورصة الجزائر ومعوقاتها

شهد الاقتصاد الجزائري عدة تحولات و اجراءات مست جوانب مختلفة منه، وذلك في إطار مسار الانتقال نحو اقتصاد السوق، وبالنظر إلى الوزن والأهمية التي تكتسيها الأسواق المالية عامة وبورصة القيم المنقولة خاصة كدعامة للاقتصاد الحر ومؤشر لسلامة الهيكل المالي، بادرت السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر والتي اصطدمت بواقع أفرزته الظروف التي عاشتها البلاد في السابق.

1- بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

1-1 المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية

- المرحلة الأولى: 1990م - 1992م

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومنه جملة هذه الإجراءات معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

- مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

- المرحلة الثانية 1992م - 1999م

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م تم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة ^(*) B.V.M.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م. بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/04/25 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط في البورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

1-2 الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما: ⁽¹⁾

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

- شركة تسير القيم المنقولة SGBVM وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة. ومن بين مهامها ⁽²⁾

الوظيفة القانونية: تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير السوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما يأتي على الخصوص.

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسيط في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- قبول القيم المنقولة لتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.
- العروض العمومية للشراء القيم المنقولة.

^(*) B.V.M: Bourse des Valeurs Mobilières

⁽¹⁾ الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر في 2003/01/17.

⁽²⁾ شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 144.

- تنظيم عمليات المقاصة.

وظيفة المراقبة والرقابة تتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها في السوق المالية وتتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات نشر قانونية.

الوظيفة التأديبية والتحكيمية: فهي المؤهلة COSOB لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة

وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

3-1 شروط الإدراج في بورصة الجزائر:⁽¹⁾ يمكن التمييز بين:

1-3-1 شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم.
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.
- الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

2-3-1 شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

⁽¹⁾ Guide de COSOB – guide de l'introduction 1997 p69,

- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

2- معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر .

تواجه بورصة الجزائر مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة وسوف نحاول التفصيل أكثر في هذه العوائق من خلال المطالب الآتية

2-1- المعوقات الاقتصادية

2-1-1- التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها. وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها..

كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية ، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة .

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية ، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم ، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة ، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار¹ وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة

2-1-2- السوق الموازية:

"الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى الظل (الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم اقتصاد الظل هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية، وكذا مدفوعات الضمان الاجتماعي، وفي دراسة قام بها صندوق النقد الدولي على عينة مكونة من

⁽¹⁾ السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الاقتصادي لمصر 1978/1981 " دار النهضة العربية 2001 القاهرة ص 363.

84 بلدا من أنحاء العالم لقياس حجم اقتصاد الظل كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي الرسمي للفترة 1998-2000 تم تسجيل النتائج التالية:

- البلدان النامية 35% - 44%.

- بلدان التحول الاقتصادي 21% - 30%

- بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي 14% - 16%.(1)

وتمثل هذه السوق، في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.

2-1-3- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.

2-2- المعوقات السياسية و التشريعية.

2-2-1- المعوقات السياسية :

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان وألمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية، ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.

2-2-2- المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم،(2) إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد

(1) فريديريك شنابير و دومنيك انسي، الاختيار وراء الضلال، نمو الاقتصاد الخفي، قضايا اقتصادية، العدد 30، صندوق النقد الدولي 2002، ص: 3-6.

(2) المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-

نص صراحة على إنشائها.⁽¹⁾ نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم،⁽²⁾ إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

2-3- المعوقات الثقافية و الدينية.

إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه، فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعمالات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم

2-4- المعوقات التنظيمية

والتي نذكر من أهمها:

2-4-1- قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة ، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح . وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة ، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات ، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

2-4-2- عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية ، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم ، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية ، و التنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة و لا تتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية ، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما و سبق الإشارة إليه ، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ، و يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

2-4-3- غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجآن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع

(1) بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر

2006/2005، ص 182

(2) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

اقتصادي مالي، محاسبي... الخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. و في حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمعاملتها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

المطلب الثالث آفاق إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

بعد أن تعرفنا على المراحل التي مرت بورصة الجزائر وأهم المعوقات التي تقف أمامها، وسعياً وراء خلق الحلول لمشكل التمويل الذي تعاني منه المؤسسات ص و م الجزائرية، تظهر فكرة إنشاء سوق مالي يخص تلك الشريحة الواسعة من المؤسسات جدرة بالاهتمام، وذلك بوضع شروط مناسبة لتلك المؤسسات وفي نفس الوقت تحمي حقوق المستثمرين.

1- عوامل الاختلاف بين البورصة الرئيسية وبورصة المؤسسات ص و م

توفر بورصة المؤسسات ص و م مزايا متعددة في مجال التمويل، للمساعدة على النمو والتوسع وفقاً لشروط ميسرة وذات مرونة عالية، ومن خلال الشكل رقم 1 والذي يخص السوق المالي لفرنسا، يمكن استخلاص الفوارق الموجودة بين أقسام السوق المختلفة من حيث رأس المال الأدنى وشروط الإفصاح، ومدى بساطة الإجراءات والشروط فيما يخص بورصة المؤسسات ص و م (Alternext) مع ضمان الشفافية لحماية المستثمرين.

الجدول رقم 19: خصائص أقسام السوق المالية الفرنسية

	Eurolist	Alternext	Marché
Entreprises	Grandes et moyennes	PME et PMI	Petites
Diffusion minimum de titres au public	25 % de titres dans le public ou 5 % du capital représentant au moins 5 millions d'euros	2,5 millions d'euros	Pas de minimum
* Document à établir/Visa AMF	Prospectus/Visa obligatoire	Prospectus/Visa obligatoire	Prospectus/Visa obligatoire
Présence d'un Listing	Obligatoire	Obligatoire	Obligatoire
Historique des comptes	3 années de comptes certifiés plus derniers comptes semestriels certifiés si admission plus de 9 mois après clôture	2 années de comptes Dernier exercice certifié plus comptes	2 ans si ancienneté le permet
Normes comptables	IFRS obligatoires	Françaises (IFRS non obligatoires)	Françaises
Information financière	Comptes annuels et semestriels audités, CA trimestriel publiés au Bulletin des Annonces légales obligatoires (BALO)	Comptes annuels audités et semestriels non audités publiés sur les sites de la société et d'Euronext	Seule information légale au titre du droit des sociétés

Source: LES DIFFERENTS MARCHES EURONEXT PARIS

com/fic/000/010/997/109972.pdf euronext.www

من خلال الجدول التالي نلاحظ بان كلا من سوق **Alternext** و **Marché libre** يحتويان على قيود اقل صرامة من سوق **Eurolist** والذي يعتبر انه موجه للمؤسسات الكبيرة، لذلك نجد إلزامية المسك المحاسبي بالمعايير الدولية **IFRS** ، نشر التقارير المالية السنوية ونصف السنوية المدققة وكذلك يجب طرح 25 من الأسهم في السوق أو 5 من رأس المال كحد أدنى 5 مليون اورو، بالمقابل نجد أن سوق **Alternext** يحمل شروط تلاؤم المؤسسات ص و م والتي تتعلق بالحد الأدنى للتوزيعات 2.5 مليون اورو، المسك المحاسبي بالنظام الفرنسي والتصريحات المالية النصف سنوية ليس التدقيق المحاسبي بها مشروط، ولكن مما يشار إليه هو توفر عنصر الشفافية للمستثمرين مقارنة بسوق **Marché libre** ، ونميز أيضا

* des Marchés Financiers AMF : Autorité
(...Investissement (banques, sociétés de bourse' PSI : Prestataire de Services d'

ضرورة التعاقد مع مشرف أو راعي لدخول المؤسسة إلى بورصة **Alternext** ،ويمكن استخلاص المزايا التالية لبورصة المؤسسات ص و م:

- **قواعد قيد أكثر مرونة:** توفر بورصة المؤسسات ص و م شروط ميسرة للقيد مقارنة بالسوق الرئيسي وذلك فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين وعدد الأسهم المطروحة للمستثمرين، بالإضافة إلى التاريخ المالي للشركة.

- **قواعد إفصاح أقل:** للتيسير على الشركات المتوسطة والصغيرة فقد تم إعفائهم من بعض شروط الإفصاح 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.

- **قواعد مساعدة وتأهيل الشركات في عملية القيد وطرح الأسهم:**

- وجود مؤسسات استشارية (رعاة معتمدين) يؤهلون الشركات للقيد في البورصة كما يساعدون في عملية طرح الأسهم للاكتتاب.
- أيضا يساعد الرعاة المعتمدون الشركات المقيدة على الالتزام بقواعد القيد و الإفصاح وإعداد التقارير الدورية.

من الملاحظ في بورصة **Alternext** و أيضا بورصة النيل المصرية وجود الراعي أو المشرف (**SPONSOR**) كشرط لدخول المؤسسات ص و م إلى البورصة ، والراعي المعتمد هو أحد الشركات المتخصصة في الاستشارات المالية وينحصر دوره في تأهيل الشركة للقيد في البورصة ، مع الإعداد لعملية طرح أسهمها بالإضافة إلى تدريب العاملين لدى المؤسسة على قواعد القيد والإفصاح وكيفية الالتزام بها، بحيث لا يتدخل في إدارة المؤسسة بأي شكل من الأشكال ولا سلطة له على أي قرار استثماري تتخذه المؤسسة، ويمكن حصر دور ومهام الراعي أو المشرف فيما يلي:

- تقدير إذا كانت الشركة مناسبة للقيد في البورصة .
- تقديم النصائح والإرشاد للشركة فيما يتعلق بشروط وقواعد القيد في البورصة .
- التأكد من معرفة الشركة بالتزاماتها للقيد في البورصة .
- مساعدة الشركة في إعداد القوائم المالية وتقديمها في توقيتها المحددة .
- مساعدة الشركة في مرحلة استكمال كافة إجراءات القيد .

- مساعدة الشركة في عملية طرح الأسهم للاكتتاب سواء كان عاماً أو خاصاً .

2- إجراءات عملية لتفعيل دور السوق المالي كمصدر تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة^١

بالنظر إلى الواقع الحالي لبورصة الجزائر حيث نسجل عدد الشركات المقيدة هو 5 شركات جميعها شركات عامة، ثلاثة منها تطرح السندات واثنان تطرحان الأسهم، وبالعودة إلى شروط بورصة الجزائر ومقارنتها بشروط بورصة المؤسسات ص و م في كل من فرنسا أو مصر، يتبين لنا ضرورة إنشاء سوق مالي في الجزائر يخص المؤسسات ص و م، بحيث يحوي على شروط وقيود تتناسب وخصائص تلك المؤسسات على غرار سوق **Alternext** وبورصة النيل المصرية.

إن الشروط الموجودة حالياً في بورصة الجزائر لا يمكن للمؤسسات ص و م أن تستوفيها، ومن بين تلك الشروط 100 مليون دينار كحد أدنى لرأس المال و توزيع الأسهم على 100 حامل على الأقل بما في ذلك التصريجات المالية ، وإذا علمنا بأن الحد الأدنى لرأس المال المطلوب في بورصة النيل يقدر بحوالي 500 ألف جنيه أي تقريباً 6 ملايين دينار جزائري ، فانه من الضروري على السلطات الجزائرية التفكير في خلق مثل تلك الأسواق المالية التي تتوافق مع خصائص المؤسسات ص و م.

لكي يصبح الملجأ الرئيسي في التمويل لتلك المؤسسات، وهذا المصدر يمكن تحقيقه في الواقع من خلال أولاً قبول تلك المؤسسات فتح رأسمالها على مساهمين وشركاء حدد مجدوهم في السوق المالي ، والآلية الثانية تكمن في إصدار وبيع الأسهم بأشكالها القانونية المعروفة، وقصد تحقيق وتشجيع المؤسسات ص و م للدخول إلى البورصة يجب أن يتلاءم نشاط بورصة الجزائر للقيم المنقولة إمكانية دخول وبيع أسهم هذه المؤسسات في السوق، ويمكن في هذا المقام أن تستفيد البورصة الجزائرية من التجربة الرائدة للسوق المالي الفرنسي الذي فتح أبوابه لمثل هذا النوع المؤسسات من خلال إنشاء سوق **Alternext** في ماي 2005 أو **Le marché libre** أو التجربة المصرية من خلال إنشاء سوق المشروعات ص و م التي تسمى ببورصة النيل في أكتوبر 2007 ، وذلك عن طريق تقسيم السوق المالي إلى مستويات وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها:

- البورصة الرئيسية

الذي يخصص للقيم الكبيرة ويضم المؤسسات الكبيرة التي تتوفر على الشروط التي تضعها البورصة، كما هو حال السوق اليوم.

- بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

و الذي يخصص للمؤسسات ص و م والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة، وهذا السوق بمثابة مرحلة تمهيدية لقبول المؤسسات في السوق درجة أولى.

* لكن السؤال الذي يطرح نفسه هو: ما مدى استعداد أصحاب المؤسسات ص و م الجزائرية للدخول إلى الأسواق المالية؟

المبحث الثالث دراسة سلوك مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ورؤيتهم للبورصة

لقد أثبتت العديد من الدراسات أن من خصوصيات المؤسسات ص و م الدور المركزي للمسير، فهو مصدر كل القرارات التي تتخذها المؤسسة، لذلك سوف نتطرق في هذا البحث إلى محاولة التقرب ميدانيا من شخصية المسيرين في المؤسسات ص و م الجزائرية، وذلك عبر توزيع مجموعة من الأسئلة عليهم قصد تحليل سلوكياتهم ورؤيتهم إلى البورصة.

المطلب الأول عينة الدراسة الميدانية

1- منهج الدراسة

تقوم هذه الدراسة على توزيع استمارة (استبيان) على عينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، التي أمكن الوصول إليها في كل من ولاية الوادي ، ورقلة و بسكرة، قصد محاولة التعرف ميدانيا على شخصية مسيري المؤسسات ص و م في الجزائر، وذلك اقتباسا من الدراسة الفرنسية -Au- Dirigeants de PME (Regards sur les PME delà du métier, la vie au quotidien)¹ من المجلة Colot Olivier,² و كذلك دراسة Croquet Mélanie، في دراستهما حول تأثير متغيرات الملكية والتسيير على حجم الاقتراض.

حيث تضم هذه الاستمارة مجموعة من الأسئلة موجهة إلى مسيري هذه المؤسسات، بغرض تفسير رؤيتهم للبورصة، و ما هي انطباعاتهم في حال إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ونظرا لكون سياسة الدخول إلى البورصة تعتبر من قرارات التمويل، كان لزاما علينا التعرف أولا على أهم العوامل التي تتحكم وتتدخل في اتخاذ القرار و سلوك مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تضم العينة 53 مؤسسة ص و م من القطاعات التالية (الصناعي، التجاري و الخدمي) من مختلف الأشكال القانونية SARL EURL .SPA SNC.

نظرا إلى خصوصية المؤسسات ص و م، وكون وجود عدة عوامل تتحكم في اتخاذ القرار داخلها، هذه العوامل سواء كانت داخلية (المسير، هيكل الأصول، طبيعة النشاط... الخ) أو خارجية (البنوك، النظم والتشريعات... الخ) وباعتبار أن للمسير دور مركزي في تلك المؤسسات تم تصميم الاستبيان على الاقتصار بأن الصفات الشخصية للمسير هي العوامل التي تتحكم في سلوك اتخاذ القرار وأهمه قرار الدخول إلى البورصة، هذه العوامل أو الصفات والتي تمثل المتغيرات هي:

- المستوى التعليمي للمسير.

- عمر المسير.

- طبيعة المسير (المسير المالك/موظف).

بحيث قمنا بتحليل و دراسة مدى قدرة تلك العوامل على تفسير القرارات عند المؤسسات ص و م وذلك بجعل القرارات والتي أهمها قرار الدخول إلى البورصة كتابع لتلك المتغيرات.

2-عينة الدراسة

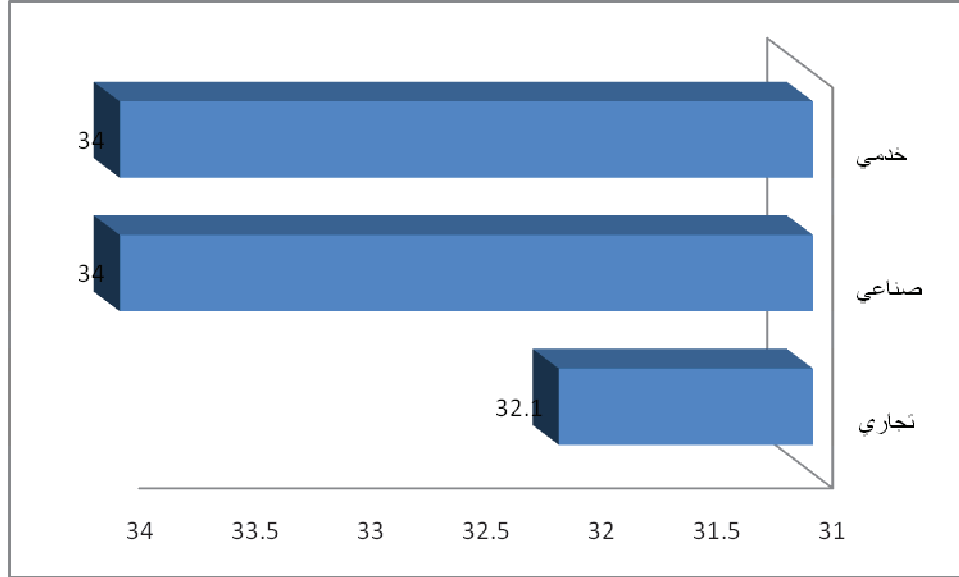
2-1- طبيعة القطاع والشكل القانوني للمؤسسات

¹file/Observatoire.pdf/462610/27077/ www.oseo.fr/content/download
²umh.ac.be/rech/documents/2004-1.pdf

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

تحتوي عينة المؤسسات التي تمت مراسلتها حوالي 34 مؤسسة من القطاع الصناعي و 32 مؤسسة من القطاع التجاري و 34 مؤسسة من قطاع الخدمات، والشكل الموالي يوضح تركيبة العينة

الشكل رقم 17: طبيعة نشاط مؤسسات العينة

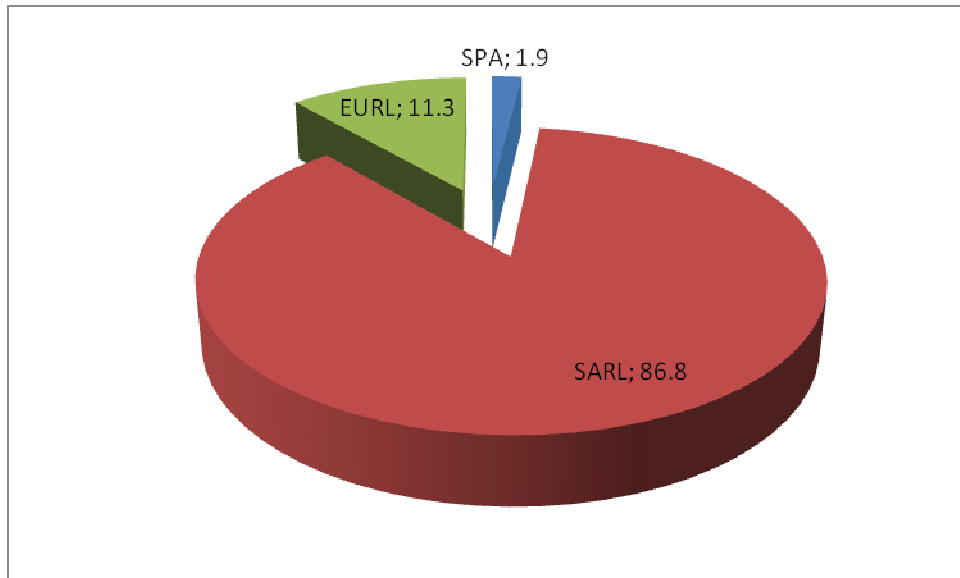


المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

إن الحاجة إلى التمويل قد تختلف من قطاع إلى آخر، فبينما نجد المؤسسات الصناعية بحاجة إلى تمويل أصولها الثابتة (الاستثمارات: الآلات والمعدات المباني... الخ) نجد بأن المؤسسات التجارية في أمس الحاجة إلى تمويل أضوا لها المتداولة (المخزونات أو البضائع).

أما فيما يخص الشكل القانوني للمؤسسات العينة، فمن خلال الشكل رقم 18 نلاحظ بأن حوالي 1.9% من تلك المؤسسات هي شركات ذات أسهم SPA و 11.3% هي مؤسسات ذات الشخص الوحيد EURL و 86.8% هي مؤسسات ذات المسؤولية المحدودة SARL.

الشكل رقم 18: الشكل القانوني لمؤسسات العينة



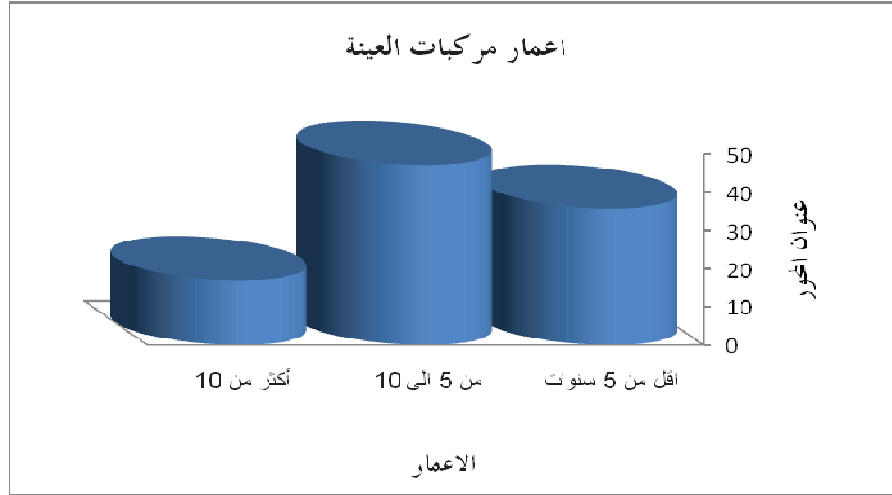
المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

من خلال ما سبق يتبين لنا من أغلبية تلك المؤسسات هي مؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، وهو الشكل الذي تأخذه معظم المؤسسات في الجزائر، وذلك راجع إلى اعتبارات قانونية و ميزات إجرائية تميز ذلك النوع من المؤسسات، ومن الملاحظ أيضا ضعف نسبة شركات ذات الأسهم والتي يخول لها القانون الدخول إلى البورصة في الجزائر مع استيفائها للشروط الأخرى، لذلك يجب مراجعة القوانين والمعايير التي تحدد الأشكال القانونية للمؤسسات.

2-2- عمر المؤسسات

الشكل رقم 19: أعمار مؤسسات العينة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

من خلال الشكل التالي نستخلص بان حوالي 17% من مؤسسات العينة عمرها أكثر من 10 سنوات، و 47.2% عمرها بين 5 و 10 سنوات و 35.8% يعود تاريخ إنشائها بعد 2002، إن هذه النسب تعكس إلى حد ما الواقع والمراحل التي مر بها الاقتصاد الجزائري، حيث بعد انتهاء الجزائر اقتصاد السوق والذهاب نحو خصوصية المؤسسات العمومية فانه في سنوات التسعينيات كان النمو الاقتصادي ضعيف وذلك راجع إلى الأزمة الأمنية التي مرت بها البلاد، وهذا ما يعكس النسبة الضعيفة للمؤسسات التي يتجاوز عمرها 10 سنوات، أما نسبة المؤسسات التي يقل عمرها عن 10 سنوات أي يرجع تاريخ إنشائها إلى ما بعد سنة 1997 فهو حوالي 83 وهذا ما يعكس التحسن الاقتصادي الذي شهدته الجزائر من خلال إنشاء وكالات الدعم (ANDI - ANSEJ...) للمساهمة في خلق مؤسسات جديدة وتشجيع الاستثمار، خصوصا بعد سنة 2000.

و الجدول رقم 20 يوضح نسبة الاستفادة من وكالات الدعم لدى مؤسسات العينة، حيث نلاحظ ان حوالي 49.1% من مؤسسات العينة يرجع تأسيسها إلى وكالات الدعم ومساهمات الدولة.

الجدول رقم 20: الاستفادة من وكالات الدعم

الحالة	عدد المؤسسات	النسبة
مستفيد	26	49.1 %
غير مستفيد	27	50.9 %

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان

المطلب الثاني طبيعة المسير واتخاذ القرارات

إن المسير في المؤسسات ص و م يعتبر مصدر كل القرارات، لذلك سوف نتناول في هذا المطلب تشخيص صفات مسيري مؤسسات العينة وتحديد سلوكياتهم في اتخاذ القرارات.

1- طبيعة المسير

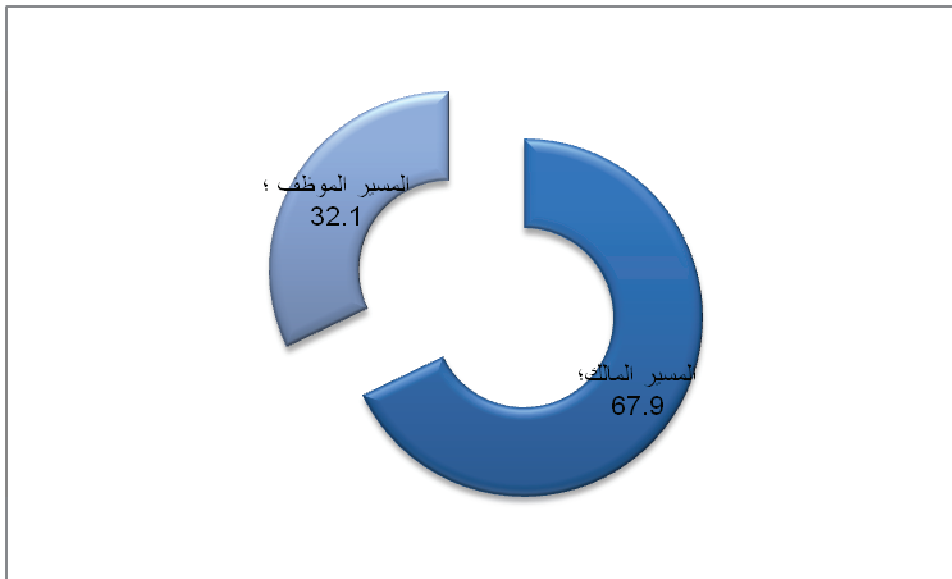
لقد تم تشخيص و تصنيف مسيري المؤسسات ص و م على أساس الصفات أو المتغيرات التالية:

1-1- طبيعة شخصية المسير

إن أغلب المؤسسات ص و م تعتبر عائلية، الأمر الذي يؤدي إلى تدخل سلطة التسيير والملكية ، و من خلال الشكل الموالي نجد بان حوالي 67.9% من مؤسسات العينة يعتبر فيها المسير هو مالك المؤسسة أو احد الشركاء، وهذا يرجع إلى طبيعة المؤسسات ص و م عموماً، الأمر الذي يؤثر على أدائها وذلك كون بعض هؤلاء المسيرين لا تتوفر فيهم عنصر الكفاءة و الخبرة اللازمة لتسيير المؤسسة.

و نلاحظ أيضاً بان نسبة 32.1% من تلك المؤسسات، المسير فيها ليس من الملاك، ولكن من إجابات هؤلاء المسيرين توصلنا إلى وجود علاقة بين هؤلاء المسيرين وملاك المؤسسة، إما علاقة قرابة أو صداقة وهذا ما يعكس أن أهم معيار لاختيار المسير عند أصحاب المؤسسات ص و م، هو معيار الثقة قبل كل المعايير الأخرى (الكفاءة، الخبرة...) و الانغلاق تحت مفهوم العائلة أو الصداقة، حتى أن بعض المسيرين الذين ممن تتوفر فيهم عنصر الخبرة، تبين من خلال التحليل أن أغليبيتهم يمتلكون خبرات ليست في مجال تسيير المؤسسات الاقتصادية أو التجارية، حيث نجد بعضهم كان يشتغل في إحدى إدارات الوظيف العمومي أو في قطاع التربية والتعليم، لذلك فهم يشرفون فقط على الإدارة اليومية للمؤسسة (مراقبة العمال أو خطوط الإنتاج، التعامل مع الإدارات... الخ) بحيث لا يملكون سلطة القرارات المهمة في المؤسسة بل يرجعون دائماً إلى الملاك.

الشكل رقم 20: طبيعة علاقة المسير بالمؤسسة



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على نتائج الاستبيان.

2-1- المستوى التعليمي للمسير

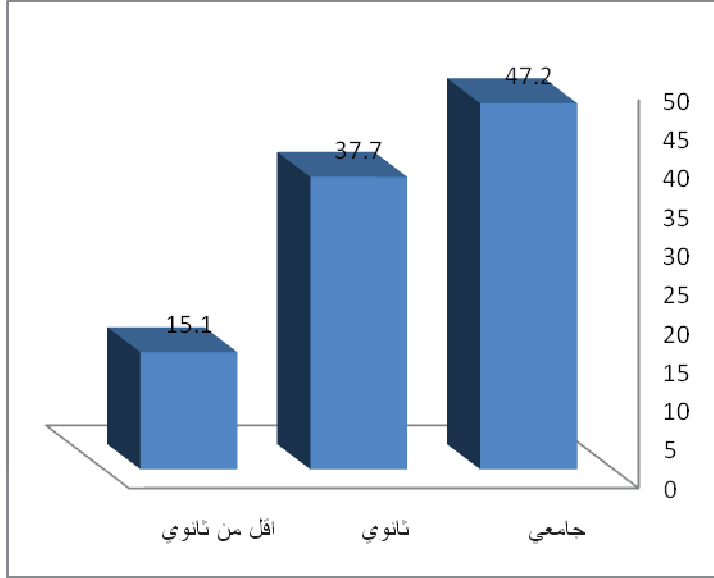
حسب الشكل رقم 21 نستنتج بان 47.2% من المسيرين ممن يحملون شهادات جامعية، وهذه النسبة ترجع في الأساس إلى توجه الحكومة بحث وكالات الدعم تخصيص المشاريع إلى خريجي الجامعات، وذلك بهدف القضاء على ظاهرة البطالة لدى هذه الفئة من الشباب، ولكن مما يشار إليه

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

أن مجالات الدراسة الجامعية لهؤلاء المسيرين معظمها ليس في علوم الاقتصاد أو الإدارة، الأمر الذي يعكس عدم إلمامهم بقضايا تسيير المؤسسات وشؤون الإدارة عامة و حيثيات التسيير المالي خاصة.

أما المسيرين الذين لهم مستوى دراسي اقل من الثانوي والتي تمثل نسبتهم حوالي 15.1% فمعظمهم من كبار السن، ومن الملاحظ أيضا إن نسبة 37.7% من المسيرين لهم مستوى ثانوي فقط والذين اغلبهم يعتبرون مالكي أو احد الشركاء في المؤسسة.

الشكل رقم 21: المستوى التعليمي للمسير



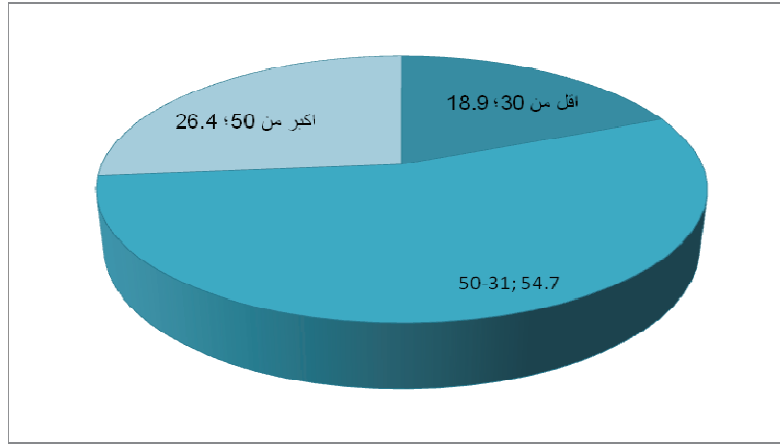
المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

3-1- عمر المسير

لقد جاء في بعض الدراسات بان عمر المسير له اثر على نمط اتخاذ القرار في المؤسسة، حسب: TUFANO 1996 و Croquet Colot Olivier, Mélanie تم إثبات فرضية وجود علاقة بين عمر المسير و حجم الاقتراض.

و من خلال الشكل رقم 22 نجد بان ما نسبته 54.7% من المسيرين تتراوح أعمارهم بين 30 و 50 سنة، أما الذين تفوق أعمارهم 50 سنة فنسبتهم هي حوالي 26.4%، و هناك 18.9% من مسيري العينة أعمارهم اقل من 30 سنة.

الشكل رقم 22: الفئات العمرية لمسيري العينة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

2- سلوك المسير

في هذا المجال سوف نتطرق إلى تحديد سلوك اتخاذ القرار لدى مسيري العينة، حول اللجوء إلى الاستشارة، التعامل مع البنوك، الميل إلى المشاركة وانطباعهم من البورصة.

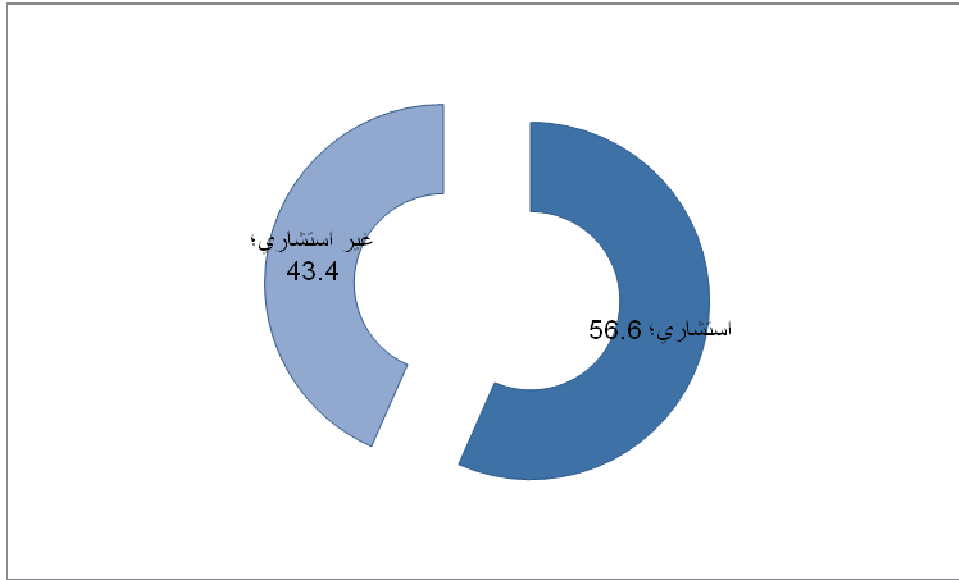
2-1- درجة الاستشارة في المؤسسات ص و م

إن التحولات الاقتصادية التي تفرضها العولمة تفرض على الجزائر تعبئة وتجنيد فعاليات الاستثمار غير المادي من أهل الخبرة والاستشارة سواء العاملين أو من خلال مكاتب الدراسات والمخابر ومؤسسات البحث العلمي لمساعدة المؤسسات الاقتصادية للتغلب على معوقاتها¹؛ و يرتبط مستوى الاستشارة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعقلية المسير الذي يعتبر محفزا أو مثبطا للعملية الاستشارية في المؤسسة، لكن مستوى الاستشارة يختلف من مؤسسة إلى أخرى.

من خلال هذه الدراسة أردنا معرفة المستوى الذي تصل إليه الاستشارة لدى مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، ومن خلال الشكل الموالي نجد بان ما نسبته 43.4 % من المسيرين عند اتخاذهم للقرارات لا يقومون باستشارة الآخرين، أما النسبة الباقية والتي تقدر بـ 56.6 % فإنهم يلجئون إلى استشارة بعض الأشخاص عند اتخاذ القرارات.

الشكل رقم 23: نسبة الاستشارة

¹ عامر ولد ساعد سعود - سوق الخبرة والاستشارة : التنمية المستدامة للصناعة التقليدية - نشرية فضاءات تصدر عن وزار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية - الجزائر - مارس 2003 - ص 16.



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

بعد تحليل إجابات المسيرين الذين يقومون بالاستشارة حول هوية الأشخاص الذين يستشيرهم، تبين أن هؤلاء الأشخاص إما أن يكونوا من أعضاء العائلة أو المحاسبين أو الأصدقاء أي من المحيط الشخصي للمسير.

2-2- علاقة المسيرين بالبنك

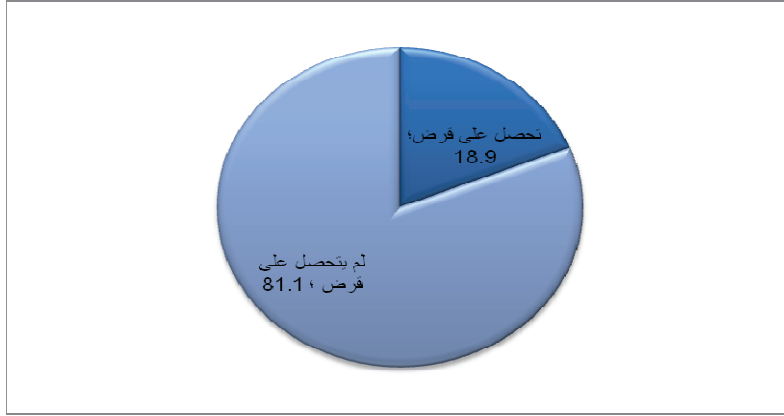
في تقرير الهيئة الدولية حول مناخ الاستثمار في الجزائر ومعوقاته صدر منذ بداية السنة، حول مناخ الأعمال والاستثمار للبنك العالمي، والتقارير الصادرة عن بنك الجزائر والتي كشفت عن توفر سيولة نقدية وتسجيل ارتفاع للقروض الموجهة للاقتصاد وفوائض السيولة لدى البنوك؛ حيث قدر بنك الجزائر في تقريره السنوي الصادر في نهاية مارس 2007 الودائع البنكية والموارد الإجمالية التي جمعتها البنوك بأكثر من 3440 مليار دينار، فيما بلغت قيمة القروض الموجهة للاقتصاد من قبل البنوك عام 2006 حوالي 1941 مليار دينار¹.

ومن الملاحظ أن النسبة الأكبر للقروض موجهة للتجارة الخارجية وعمليات الاستيراد؛ حيث خصصت ما لا يقل عن 21 مليار دولار كقيمة إجمالية للواردات سنة 2006، وعلى أساس الصعوبات التي تواجهها المؤسسات للحصول على قروض بنكية أو طول وتعقيد الإجراءات الخاصة بمعالجة ملفات القروض، فإن حوالي 30 بالمائة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمتنع- حسب الهيئة الدولية- عن طلب القروض البنكية خاصة إذا علمنا بأن نسبة البنوك العمومية تمثل حاليا 90 بالمائة من السوق، إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمثل الأغلبية في النسيج الصناعي الجزائري تواجه صعوبات كبيرة بالنظر إلى مقاربات المخاطرة التي تفرضها أغلب البنوك والتردد المتزايد للبنوك في منح القروض مع تزايد حالات عدم القدرة على التسديد والقروض غير مضمونة الدفع؛ حيث لوحظ أن معالجة المنازعات لدى العدالة يتطلب فترات زمنية طويلة تمتد من 3 و5 سنوات ويمكن أن يصل إلى 10 سنوات، وبالإضافة إلى هذا العامل، فإن تراكم الديون غير مضمونة الدفع حتى لدى

¹ <http://www.ennaharonline.com/economie/index.1.html>

القطاع الخاص منذ ثلاث سنوات بالخصوص، دفع البنوك العمومية إلى اعتماد معايير أكثر صرامة في تقديم القروض سواء تعلق الأمر بالاستثمار أو الاستغلال أي لتطوير المشاريع¹.

الشكل رقم 24: نسبة المؤسسات التي تحصلت على قروض مصرفية



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

ومن خلال الشكل السابق نجد بان حوالي 81.1 % من مؤسسات العينة لم تتحصل على قروض بنكية، أما المؤسسات التي تحصلت على قروض تقدر بـ 18.9 %، هذه النسبة تعكس الصعوبات التي تواجهها المؤسسات ص و م الجزائرية التمويلية وعلاقتها المعقدة بالبنوك، حيث جاء في التقرير و الذي ساهم في صياغته عدد كبير من الخبراء الماليين و الاقتصاديين (أسلي دميروق كوني و تورستن باك) من مجموعة البحث حول التنمية، وخبراء من جامعة دابلن وجامعة واشنطن، أن عدم إتاحة المزيد من الخدمات المالية التي تحتاجها الأسر ومؤسسات الأعمال الصغيرة والمتوسطة يشكل كايحا يعوق عملية التنمية بصفة عامة، وحسب تقدير الهيئة الدولية التي يوجد مقرها الرئيسي بواشنطن فان نسبة 40 إلى 45 بالمائة من المؤسسات خاصة الصغيرة و المتوسطة في الجزائر وشمالي إفريقيا يشيرون بأن الوصول إلى التمويل البنكي و المصرفي يمثل أكبر العقبات².

لكن من جهة أخرى هناك مبررات يرتكز عليها مسؤولي البنوك في عدم منحهم قروض إلى المؤسسات ص و م حيث أن الصعوبة التي يتحدث عنها بعض المتعاملين للوصول إلى التمويل البنكي لا يجب تعميمها، بل إن البنكي يواجه عدة مشاكل لعدم توفر كافة المعلومات، حيث أن الجانب الإحصائي لحقيقة نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعددها الفعلي غير متحكم فيه من أي جهة حاليا، لذلك فالبنوك لا تمتلك إحصائيات ومعلومات دقيقة عن مختلف القطاعات وأماكن تواجدها، ويمكن حصر أهم الرهانات والتحديات التي تواجه البنوك:

- نقص في المعطيات الخاصة بالسوق وحقيقة تطور العديد من الفروع.
- نقص في الملفات المقدمة وعدم استيفائها للشروط خاصة في مجال شفافية تقديم كافة المعطيات والمعلومات.
- حيث غالبا ما يواجه البنكي مشاكل من قبيل تقديم حصيلة غير كاملة وحسابات غير دقيقة ومعلومات عن الحسابات خاطئة، وبالتالي هنالك صعوبة كبيرة في تقييم درجة المخاطرة المرتبطة بتقديم القروض، مما يدفع إلى رفض الملف احتياطا، بدلا من المخاطرة بتقديم قروض وفقا لمعلومات غير متاحة أو غير كاملة.

ومن جهة أخرى، من خلال استجواب المسيرين حول درجة الرضا عن تعاملات البنوك، تبين أن أغلبية مسيري المؤسسات ص و م غير راضين عن البنوك، حيث نجد نسبة 90.6 % من المسيرين الذين تم استجوابهم عبروا بعدم الرضا، وبالمقارنة مع النسب السابقة نستنتج بان هناك مجموعة من الذين تحصلوا على قروض هم أيضا غير راضين عن البنوك، ومن خلال الاستفسار حول أسباب عدم الرضا توصلنا إلى :

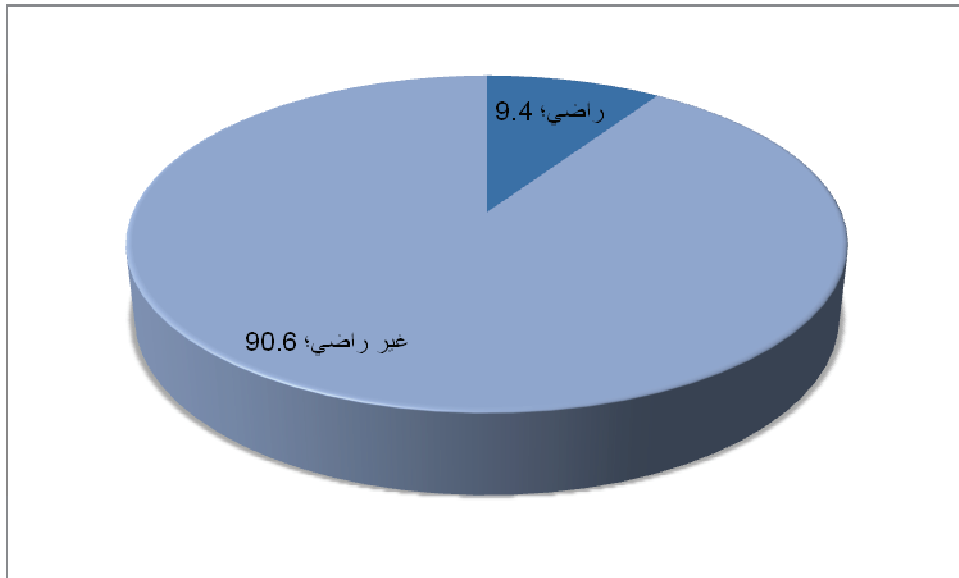
¹ <http://www.ennaharonline.com>

² دراسة فرع البنك الدولي <http://elkhabar.com/FrEn/?idc=52>

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

- يرجع بعض المسيرين ذلك الموقف إلى طبيعة معاملة البنوك لهم، حيث يؤكدون على وجود بيروقراطية إدارية داخل البنوك وعدم وجود عدالة في منح القروض، وأنه ليس معيار الضمانات فقط هو السبب في عدم تحصلهم على قروض، لوجود مجموعة من الأشخاص الذين كانوا لا يمتلكون ضمانات وقد تحصلوا على قروض من طرف تلك البنوك.
- أما النسبة الكبيرة من المسيرين فيرجعون السبب إلى الجانب الديني فهم لا يحبذون التعامل مع البنوك، لذلك يجب على الجهات المسؤولة إعادة النظر في تنظيم الجهاز المصرفي بما يتماشى ومعتقدات المجتمع وتشجيع إقامة البنوك الإسلامية وتوسيع نشاطها.

الشكل رقم 25: نسبة الرضا على البنوك



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

2-3- الميل إلى المشاركة

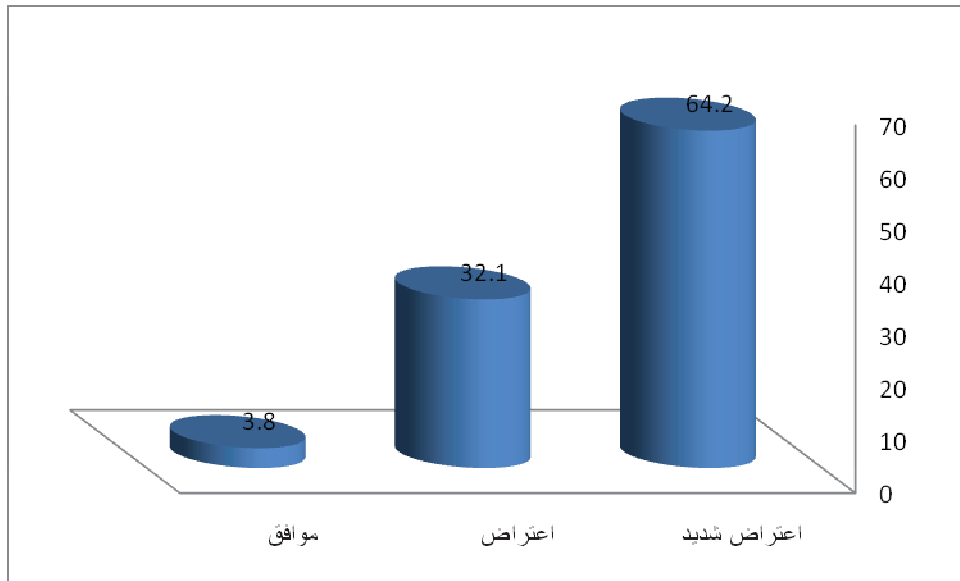
يعتبر إدخال شركاء جدد إلى المؤسسة مصدرا من مصادر التمويل، لكن في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية التي تتميز بطابعها العائلي، من الصعب أن يفكر أصحابها في إدخال شريك آخر عند مواجهتها لصعوبات مالية، حيث أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تظل منغلقة وذات طابع عائلي في أغلب الأحيان، وأنها تفتقد لثقافة الانفتاح على الغير، وإن واجهت صعوبات مالية فإن مالكوها لا يفكرون في التوجه إلى خيار فتح رأس المال أو توسيعه من خلال إشراك متعامل آخر.

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

وهذا ما نلتمسه من الشكل الموالي الذي يعبر عن رأي مسيري المؤسسات ص و م للعينة حول إمكانية قبول إدخال شركاء جدد في المؤسسة، حيث نجد بان حوالي 64.2% من المسيريون لديه اعتراض شديد لدخول شريك جديد إلى مؤسسته، و 3.7% فقط من المسيريين الذين يوافقون على إدخال شركاء جدد إلى المؤسسة في حالة تعرضها إلى صعوبات مالية أما النسبة المتبقية والتي تقدر بـ 32.1% فلديهم اعتراض لكن ليس شديدا أي هناك إمكانية للقبول وذلك تحت شروط معينة وفي ظروف خاصة.

و من خلال إجابات المسيريين حول المبررات التي تفق وراء موقفه تبين الحرص الشديد لاستقلالية المؤسسة والخوف من فقدان السلطة والقيادة، وخروج المؤسسة من نطاق العائلة الواحدة أو مفهوم الشركاء الأصليين الذين تربطهم صداقات، حيث اشترط بعض الذين لم يكن لديهم اعتراض شديد لدخول شركاء جدد أن يكون هذا الشريك من احد الأقارب أو الأصدقاء، أي بمعنى البقاء دائما تحت مظلة العائلة الواحدة أو الصداقة وهذا ما يعتبر من خصوصيات المؤسسات ص و م.

الشكل رقم 26: نسبة الميل إلى المشاركة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

2-4- رؤية مسيري المؤسسات ص و م إلى البورصة

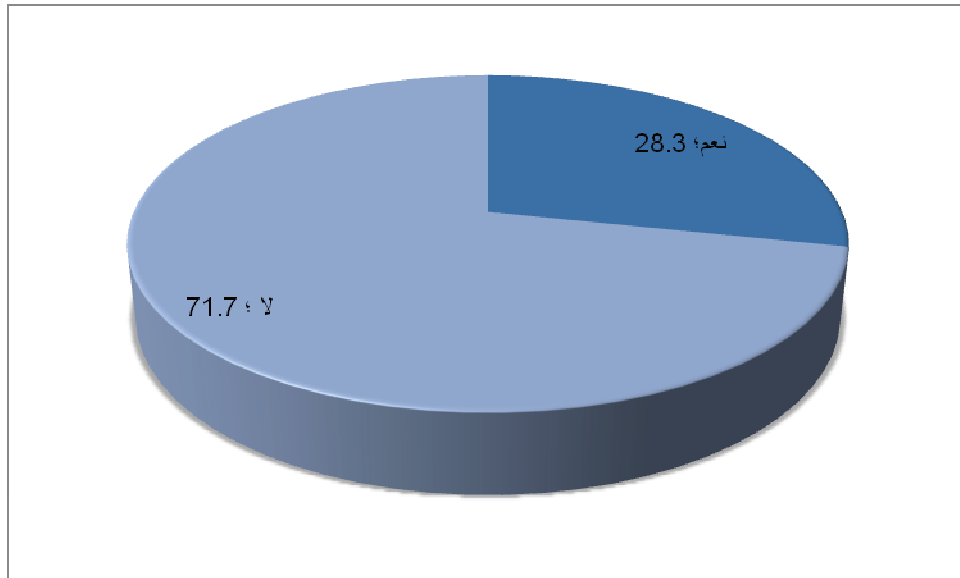
تعتبر البورصة من أهم مصادر التمويل، لكن توجد شروط وإجراءات يجب الالتزام بها من طرف المؤسسات التي ترغب في الاستفادة من الموارد المالية التي توفرها سوق الأوراق المالية، لذلك سوف نتطرق إلى معرفة مدى وعي مسيري المؤسسات ص و م بجوانب البورصة، وما هي رؤيتهم حول بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2-4-1- معرفة المسيريون لجوانب البورصة

يعتبر انعدام ثقافة الاستثمار في البورصة من احد أهم المعوقات التي تحول دون تطور السوق المالية في الجزائر، سواء بالنسبة للأفراد أو المؤسسات وذلك لعدة اعتبارات منها ما هو نتاج تراكمات السياسة الاقتصادية السابقة (التوجه الاشتراكي) أو حداثة إنشاء البورصة.

ومن خلال الشكل رقم 27 نجد بان حوالي 71.7% من مسيري المؤسسات ص و م للعينة لا يمتلكون معلومات كافية حول موضوع البورصة، وهذا ما يدل على ضعف نشر الوعي بأهمية البورصة ودورها في التمويل في الجزائر، مما يستدعي الجهات المعنية بوضع برامج وسياسات تهدف إلى نشر الإدراك والتحسيس بدور هذا الجهاز في الحياة الاقتصادية، وإمكانياته في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد، وذلك على كافة المستويات (الأفراد أو المؤسسات).

الشكل رقم 27: نسبة المسيرين الذين لديهم معلومات عن البورصة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

أما النسبة الباقية و التي تقدر بحوالي 28.3 % من المسيرين يلمون بمعلومات معتبرة حول سوق الأوراق المالية، سواء تعلق الأمر بالدور أو الشروط أو أنظمة التعامل... الخ، وكلهم يجمعون على أن شروط بورصة الجزائر تعتبر تعجيزية ومن المستحيل تحقيقها، خاصة ما يتعلق بالحد الأدنى لرأس مال المؤسسات التي ترغب للدخول إلى البورصة والذي يقدر بـ 100 مليون دينار جزائري.

أضف إلى ذلك فإن أغلبية المؤسسات ص و م لا تستطيع الالتزام بشروط الإفصاح التي يجب توافرها، وهذا بسبب انتهاج أسلوب التهرب الضريبي من طرف تلك المؤسسات، وكذا كبر حجم السوق الموازية.

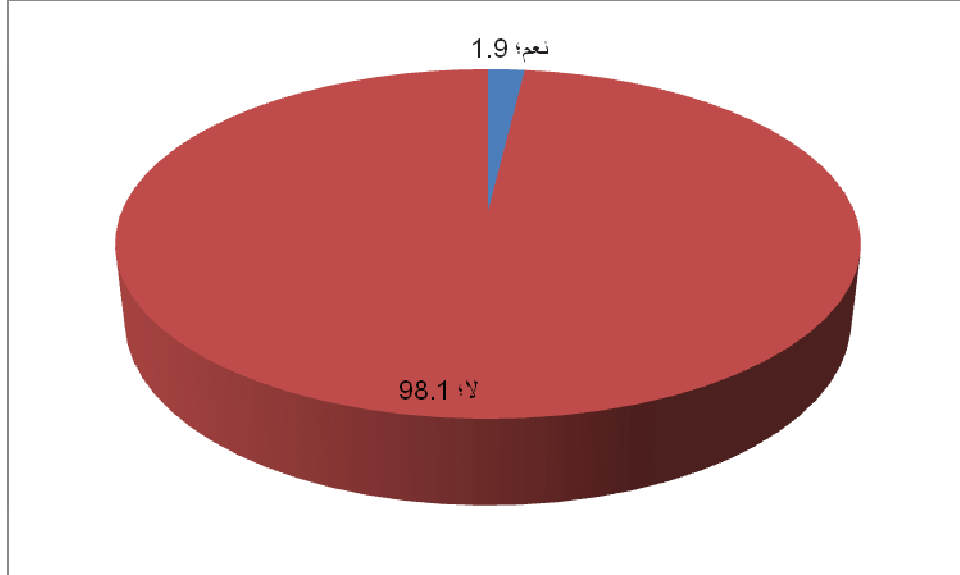
2-4-2 الدخول إلى بورصة المؤسسات ص و م

تعتبر شروط بورصة المؤسسات ص و م مشجعة مقارنة بشروط السوق الأولى، بحيث تحوي على قيود و إجراءات تتناسب وخصوصية قطاع المؤسسات ص و م، وذلك على غرار بورصة النيل المصرية أو بورصة **Alternext** في فرنسا.

و من خلال استفسارنا لدى مسيري المؤسسات ص و م، حول إمكانية الدخول في مثل تلك البورصات في حالة إنشائها في الجزائر، تبين أن نسبة 98.1% لا يريدون الدخول إلى البورصة وهذا راجع إلى عدة أسباب، منها ما يتعلق بعدم رغبة أصحاب تلك المؤسسات إدخال شركاء جدد وحرصهم الشديد على الاستقلالية الذاتية، وكذلك عدم تفضيل هؤلاء المسيرين العمل في ظل الشفافية والالتزام بنشر القوائم المالية،

وهذا ما يعكس حجم التهرب الضريبي في الجزائر واتساع رقعة السوق الموازية، و أيضا غياب الإدراك بالإيجابيات ومنافع الانضمام إلى سوق الأوراق المالية.

الشكل رقم 28: نسبة المؤسسات التي ترغب للدخول إلى بورصة المؤسسات ص و م



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

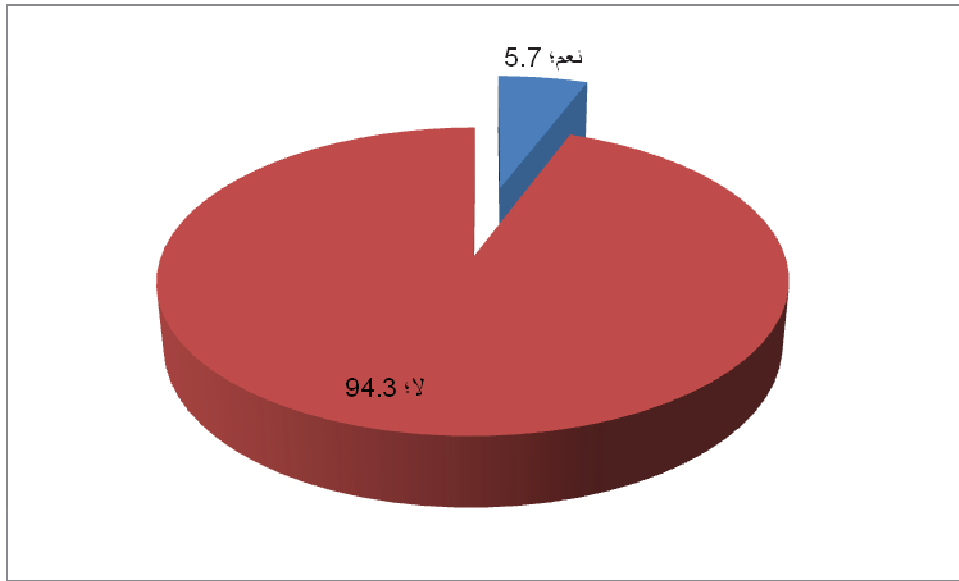
2-4-3- موقف مسيري المؤسسات ص و م من البورصة المحلية

يقصد بالبورصة المحلية سوق الأوراق المالية التي تتعامل فيها بالأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة التي تهم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح أيضا التعامل فيها بالأوراق المالية المعروضة والمتداولة في البورصات المركزية¹، ومثال على ذلك السوق المالية الفرنسية حيث نجد البورصة الرئيسية في باريس وبورصات أخرى في بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانت ونانسي.

إن وجود تلك الأسواق المالية الجهوية أو المحلية تشجع دخول المؤسسات ص و م إلى البورصة، ومن خلال الشكل الموالي نلاحظ بأن نسبة المؤسسات التي يقرر مسيريتها الدخول إلى بورصة المؤسسات ص و م في حالة قريها جغرافيا منه، تصل إلى 5.7 % وهذه النسبة تعتبر جيدة إذا ما علمنا بأن نسبة المؤسسات ص و م في فرنسا المنظمة إلى البورصة تقدر بـ 2.24 % وهي تسجل أعلى نسبة على مستوى أوروبا، و التي تمثل 80 % من المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية لفرنسا، لذلك نجد بأن إنشاء بورصات محلية في الجزائر سوف يساهم في إقناع بعض المؤسسات إلى دخول إلى البورصة¹.

¹ Roland Bellegarde le responsable des marchés primaire et secondaire actions, obligations, et produits structurés., www.euronext.com/fic/000/010/681/106812.pdf

الشكل 29: المؤسسات التي ترغب في الدخول الى بورصة المؤسسات ص و م المحلية



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

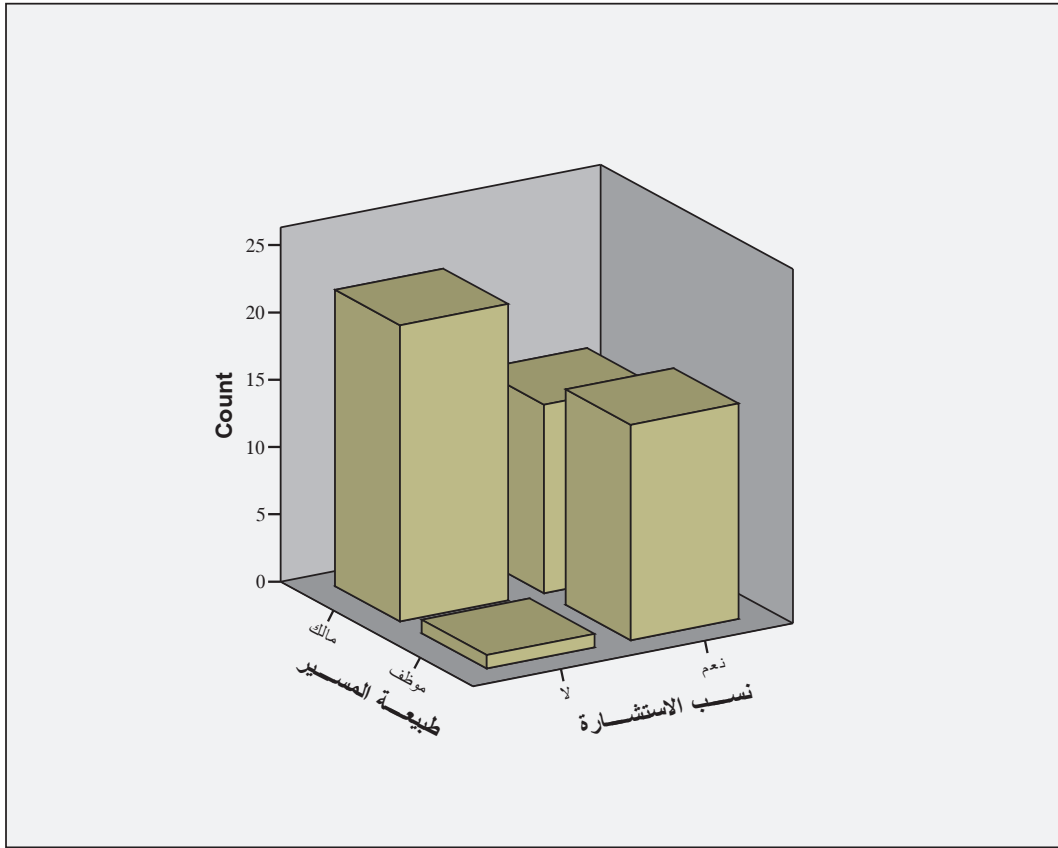
المطلب الثالث تحليل سلوك مسيري المؤسسات ص و م

سوف نتناول في هذا المطلب محاولة إظهار العلاقة الموجودة بين الصفات الشخصية للمسير و سلوكه، وكذلك تفسير الرابط بين موقف المسير من البورصة وخصائصه الذاتية (المستوى التعليمي، العمر وطبيعته).

1- المسير ودرجة الاستشارة

يعتبر الاستشارة سلوك يتخذه المسير عند اتخاذه للقرارات، سواء تعلق الأمر باستشارة العمال في داخل المؤسسة، أو أطراف خارجية أخرى متمثلة في ذوي الخبرة والمعرفة من المحللين و المحاسبين...الخ، ومن خلال الشكل رقم 30 نجد بان نسبة المسيرين غير الملاك الذين يلجؤون إلى الاستشارة اكبر بكثير من نسبة المسيرين المالكين، وهذا يرجع إلى تفضيل المسيرين غير الملاك توزيع المسؤولية بحيث هم يستشيرون في المقام الأول ملاك المؤسسة وذلك في القرارات المهمة التي تمس المؤسسة، وكذلك استشارة العمال الآخرين فيما يخص سيرورة النشاط، أما المسير المالك فالكثير منهم يعتقد بان الملكية المطلقة للمؤسسة تعني السلطة المطلقة للقرار.

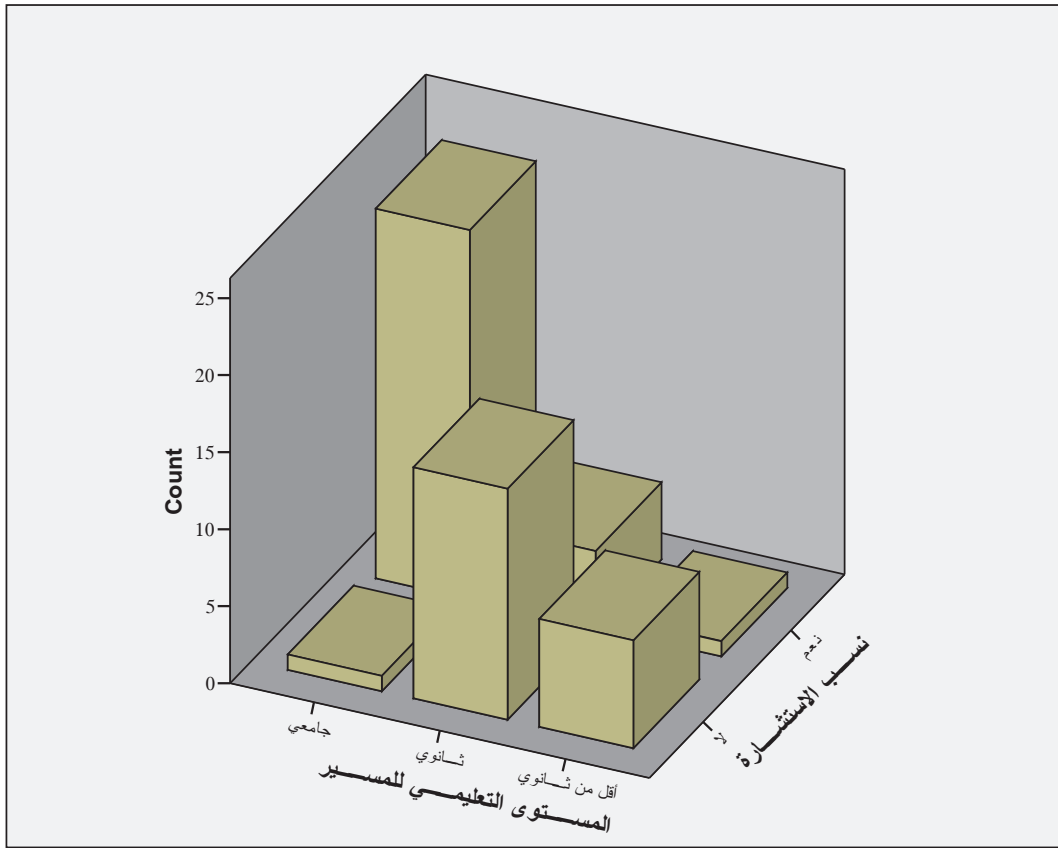
الشكل رقم 30: العلاقة بين درجة الاستشارة وطبيعة المسير



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

أما الشكل رقم 31 فيوضح لنا العلاقة الموجودة بين المستوى التعليمي للمسير ودرجة الاستشارة، حيث نجد أن أغلبية المسيرين الذين لديهم مستوى جامعي يلجؤون إلى استشارة الآخرين عند اتخاذ القرار، وهذا راجع إلى إدراك هؤلاء الفئة من المسيرين إلى أهمية الاستشارة من أجل رفع قدرات المؤسسة وتحسين الأداء، وكذلك الاستفادة من آراء وأفكار الأطراف الأخرى سواء عمال من داخل المؤسسة أو أشخاص ذوي الخبرة والمعرفة من خارج المؤسسة كانوا محللين أو محاسبين... الخ.

الشكل رقم 31: العلاقة بين درجة الاستشارة والمستوى التعليمي



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

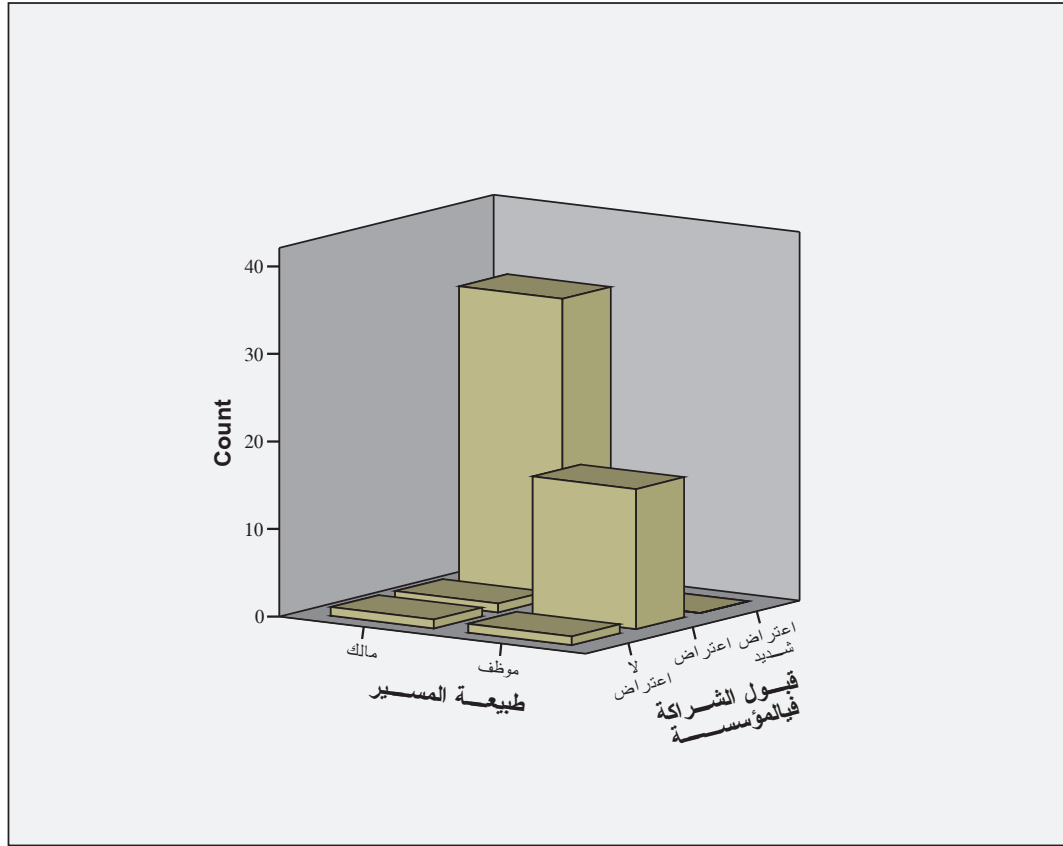
من خلال المعطيات السابقة نستخلص ما يلي:

- هناك علاقة بين طبيعة المسير (مالك أو موظف) وبين درجة الاستشارة.
- يوجد ارتباط بين درجة الاستشارة والمستوى التعليمي للمسير.

2- الميل إلى المشاركة وصفات المسير

من خلال الشكل الموالي نلاحظ بان نسبة المسيرين الذين لديهم نسبة اعتراض شديدة في دخول شركاء جدد إلى المؤسسة كبيرة هم من المسيرين الملاك، أما الذين لا مانع لهم من دخول شركاء جدد إلى المؤسسة فهم من المسيرين الموظفين، وهذا راجع في الأساس إلى أن هذا القرار يخص الملاك أكثر من المسيرين وذلك ما يعكس أن القرارات المهمة في المؤسسة يصدرها دائما الملاك حتى لو لم يكن هو المسير.

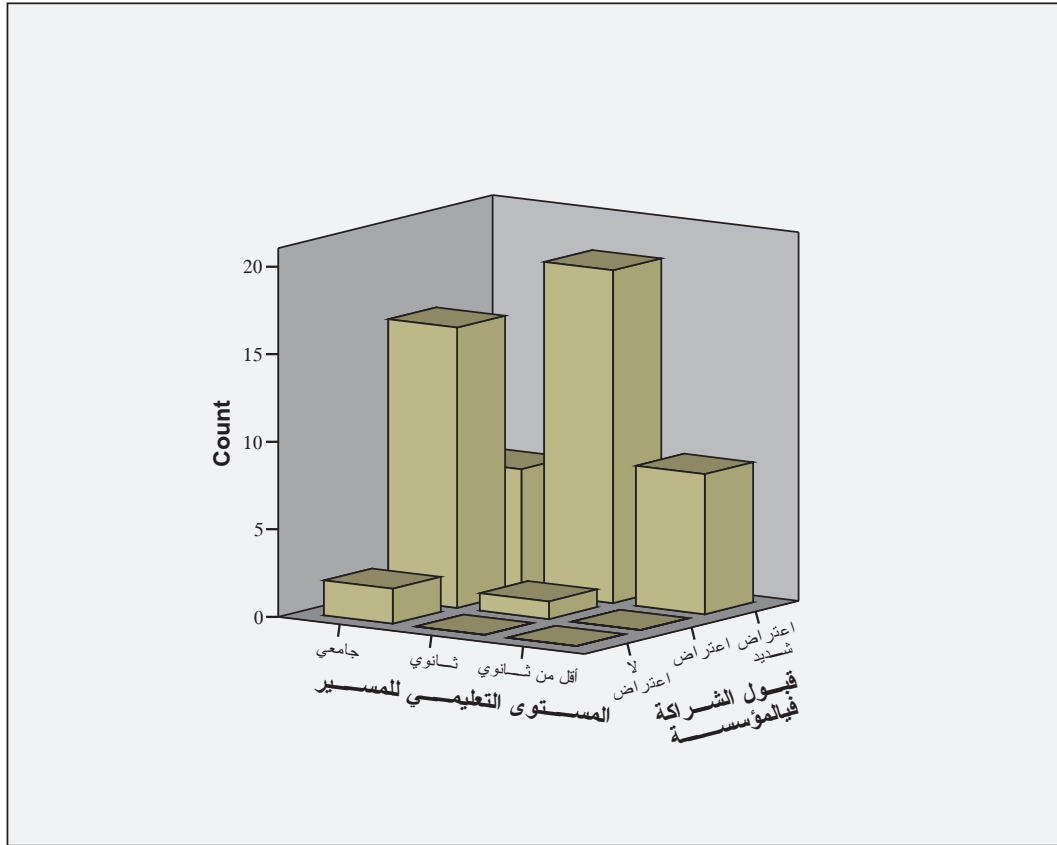
الشكل رقم 32: العلاقة بين طبيعة المسير والميل إلى المشاركة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

من خلال الشكل رقم 33 نجد بان نسبة الموافقين على دخول شركاء جدد إلى المؤسسة في فئة المسيرين الذين يحملون شهادات جامعية اكبر من مثيلاتها في المستويات الأخرى، وتنخفض تدريجيا إلى فئة الذين لديهم مستوى ثانوي ثم الذين مستواهم اقل من الثانوي ، وهذا ما يعكس إدراك تلك الفئة من المسيرين الجامعيين بأولوية تحقيق النمو وتحسين الأداء وزيادة الأرباح على التركيز على مفهوم السلطة الذاتية و المحافظة الملكية الشخصية.

الشكل رقم 33: العلاقة بين المستوى التعليمي والرغبة في المشاركة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

و من خلال ما سبق نخلص إلى ما يلي:

- توجد علاقة بين طبيعة المسير (مالك أو موظف) ودرجة الميل إلى الشراكة.
- المستوى التعليمي للمسير يعكس درجة الميل إلى الشراكة.

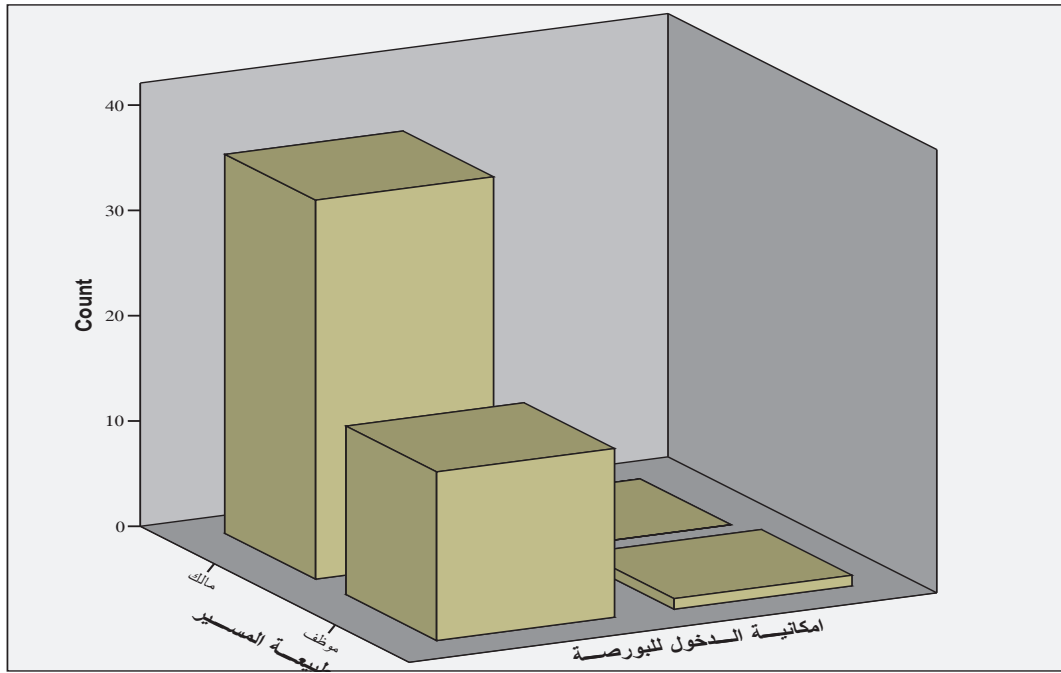
3- قرار الدخول إلى البورصة وشخصية المسير

من خلال الشكل الذي يوضح العلاقة الموجودة بين طبيعة المسير وقرار الدخول إلى البورصة، نستخلص بأن المسيرين الذين يوافقون على الدخول هم من المسيرين الموظفين أي غير المالكين ، أما المالكين فهم يرفضون تماما فكرة الانضمام إلى البورصة، وبالرجوع إلى خصائص المؤسسات ص و م نجد بأن سلطة اتخاذ مثل هذه

فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة

القرارات تعود في المقام الأول إلى الملاك حقيقة، وهو ما يستدعي القيام بسياسات تهدف إلى توعية ملاك المؤسسات ص و م بأهمية البورصة في التمويل، وذلك من اجل زيادة معدل النمو و الأرباح في المؤسسة.

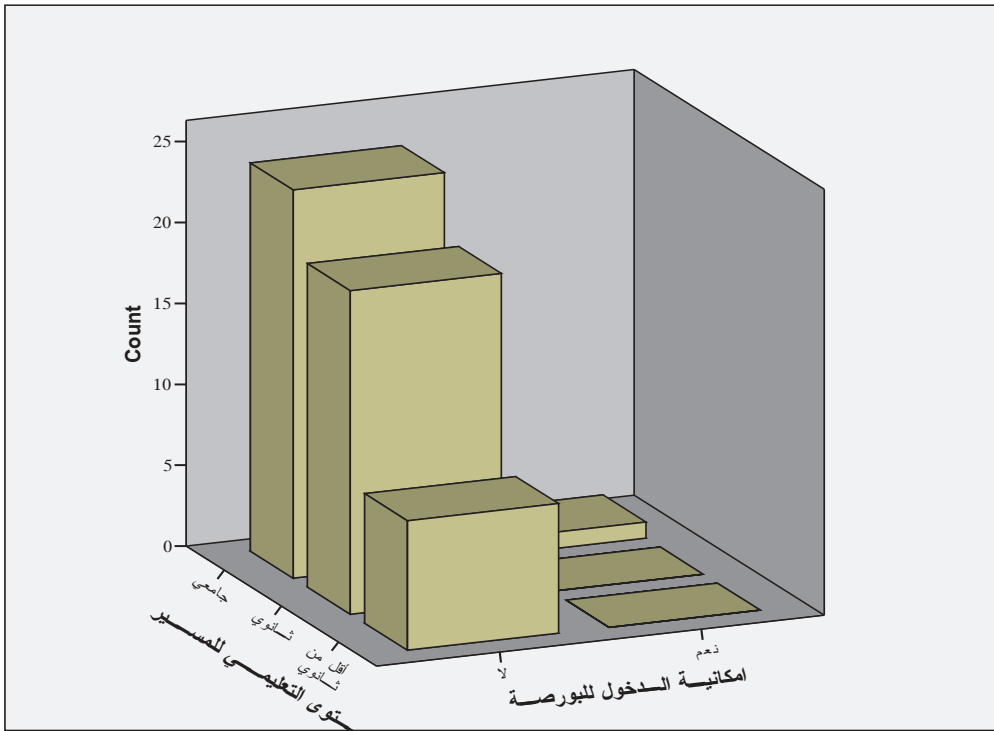
الشكل رقم 34: العلاقة بين طبيعة المسير و إمكانية الدخول إلى البورصة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

من الشكل رقم 34 نجد بان الموافقون على الانضمام إلى البورصة، هم جميعا من المسيرين الذين يحملون شهادات جامعية، وهذا يرجع إلى وعي بعض أفراد هذه الفئة بدور البورصة و أهميتها الاقتصادية.

الشكل رقم 35: العلاقة بين قرار الدخول إلى البورصة والمستوى التعليمي



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على نتائج الاستبيان.

من المعطيات السابقة نخلص إلى أن:

- قرار الدخول إلى البورصة يتأثر بطبيعة المسير (مالك أو موظف).

- توجد علاقة بين قرار الدخول إلى البورصة والمستوى التعليمي للمسير.

أما فيما يخص المتغير الثالث: عمر المسير، لم نجد أية علاقة تربطه بأي سلوك أو قرار للمسيرين، سواء قرار الاستشارة، الشراكة أو الانضمام إلى البورصة وذلك عكس ما توصل اليه كل من Tufano 1996 و Croquet Mélanie و Colot Olivier 2001، حيث ثبت في تلك الدراسات اثر عمر المسير على اتخاذ القرار في المؤسسة .

وفي نفس الإطار فان سلوك المسير اتجاه البنوك لم يفسر بأية صفة من صفات المسير (المستوى التعليمي، طبيعة الشخصية مالك/موظف)، الأمر الذي يبين الرؤية المنسجمة لتلك الفئات من المسيرين اتجاه البنوك والذي يتعلق بالجانب الديني، الأمر الذي يستدعي السلطات في تسيير الجهاز المصرفي بما يتماشى ومعتقدات المجتمع الدينية.

خلاصة الفصل الثالث

إن افتقار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلى وجود سوق مالي يمكن من القول بأنها مؤسسات ضعيفة الرسمة (Sous-capitalisées) مقارنة مع نظيراتها في الدول المتقدمة أو حتى في بعض الدول النامية التي تتوفر بها أسواق مالية، إذ أنه بالرغم من كل البرامج والوكالات التي أنشأتها الدولة من أجل دعم وتأهيل تلك المؤسسات يبقى مشكل التمويل عقبة تحول دون نموها وتطورها.

و من خلال هذا الفصل تعرفنا على وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وأهم المراحل التي مرت بها والدور الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال خلق فرص عمل جديدة لامتصاص ظاهرة البطالة وزيادة الناتج الوطني، كما تطرقنا إلى توضيح برامج و سياسات التمويل المتبعة من طرف تلك المؤسسات وذلك في المبحث الأول.

أما المبحث الثاني فقد خصصناه إلى عرض نجاح تجربة سوق المال الفرنسي وذلك من خلال إنشاء لبورصة **Alternext** لتوفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبشروط مناسبة، كما أبرزنا أهم الفوارق بين تلك السوق والسوق الرئيسية مما يستدعي سلطات سوق المال في الجزائر إلى التفكير بإنشاء سوق مالي يتناسب وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على غرار ما تم في مصر وفرنسا.

ونظرا لكون قرار الدخول إلى البورصة هو يخص مسيري وملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصصنا المبحث الثالث لدراسة سلوك مسيري تلك المؤسسات وذلك من خلال توزيع استبيان عليهم، بحيث ضم مجموعة من الأسئلة تصب كلها في إطار دراسة نط اتخاذ القرار ورؤية أصحاب تلك المؤسسات لفكرة الانضمام إلى البورصة، والتي تبين لنا من خلالها استعداد بعض المؤسسات للدخول إلى البورصة في حال تم خلق سوق مالي يتناسب وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

لقد حدثت تحولات كبيرة في المحيط الاقتصادي الدولي، تجسدت أساسا في محاولة عولمة النظام الرأسمالي من طرف الدول المتقدمة، و فرض سيطرتها على حركية الاقتصاد العالمي، خاصة مع انهيار النظام الاشتراكي، وفي الجزائر ظل التوجيه المركزي والتسيير الإداري الأحادي مهيمنا على الحياة الاقتصادية منذ الاستقلال، واهتمت الدولة طوال ثلاث عقود من البناء الاقتصادي بالمؤسسات الكبرى تماشيا مع سياسة الصناعات المصنعة وأقطاب النمو، التي حاولت اختصار المسافة نحو التقدم الصناعي والاقتصادي فتم تهيش المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واعتبرت لمدة طويلة كقطاع ثانوي، إلا أن الظروف الاقتصادية الصعبة التي مرت بها البلاد، حتمت عليها إعادة النظر في السياسة المتبعة، باعتماد حملة من الإصلاحات الهيكلية التي كانت تمر حتمي للدخول في اقتصاد السوق و الاندماج في حركية الاقتصاد العالمي.

مما فرض على الجزائر كغيرها من الدول النامية الدخول في إصلاحات جذرية على مؤسساتها الاقتصادية، انطلاقا من إعادة الهيكلة و محاولة تحقيق الاستقلالية للمؤسسة الجزائرية، وصولا إلى سياسة الخصوصية للقطاع العام، من أجل زيادة تنافسيتها مع المؤسسات الأجنبية، ومع اتجاه الجزائر نحو الانضمام للمنظمة العالمية للتجارة و الشراكة مع الاتحاد الأوروبي، بغرض الاندماج في حركية الاقتصاد العالمي، و الذي ستكون آثاره سلبية أكثر في حالة استمرار الاقتصاد الكلي و المؤسسة الاقتصادية على حالها، الأمر الذي دفع الجزائر إلى تبني سياسات تعمل على تأهيل المؤسسة الجزائرية و الاهتمام المتزايد بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة، من أجل تعظيم مكاسب الانضمام و الشراكة، لكن التعثر الذي يمكن تسجيله في هذه الآليات والبرامج هو عدم الانسجام و التلاؤم الكامن بين تطور النظام المالي من جهة وديناميكية تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من جهة ثانية.

ومن خلال هذا البحث الذي حاولنا فيه إبراز أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة وآفاق إنشاء بورصة خاصة بتلك المؤسسات في الجزائر، وحتى يتسنى لنا تحقيق هذا الهدف والإجابة على مختلف الأسئلة الفرعية المرتبطة بإشكالية البحث واختبار مدى صحة الفرضيات، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين نظريين، بالإضافة إلى فصل تطبيقي

حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى التعرف على سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال إظهار أهم المصادر التمويلية التي تتجه إليها تلك المؤسسات، وكذلك نمط اتخاذ القرار و المتغيرات التي تتحكم فيه.

أما في الفصل الثاني والذي خصصناه إلى إبراز أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة وانعكاساته سواء على المستوى الكلي أو الجزئي، وذلك من خلال إنشاء الأسواق المالية التي تتوافق شروطها وخصوصية تلك المؤسسات، حيث أبرزنا بعض التجارب الدولية في إنشاء بورصات تحوي على شروط تلاؤم

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومن بينها سوق **Alternext** في فرنسا وبورصة النيل المصرية، حيث عرضنا قيود وشروط تلك الأسواق التي تتميز بالتييسير والبساطة مقارنة بالبورصات الرئيسية العامل الذي يساهم في جذب تلك المؤسسات ومساعدتها في تحقيق نموها.

ولقد خصصنا الفصل التطبيقي إلى استكشاف واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية و مظاهر تمويلها، وعرض مختلف البرامج والآليات التي أوجدتها الدولة في سبيل مساعدة تلك المؤسسات للقيام بدورها، ولاحظنا الشح الموجود في مصادرها التمويلية وعدم تنوعها ، واقتباسا من نجاعة التجربة الفرنسية في إنشاء سوق **Alternext** للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي ساهم إلى حد كبير في نمو وازدهار تلك المؤسسات، وهذا من خلال وضع شروط وقيود مناسبة وميسرة، وفي نفس الوقت توفر الحماية اللازمة للمستثمرين بالحد الأدنى من الشفافية والمصادقية، ولأن المسير يعتبر مصدر القرار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، قمنا بعملية استكشاف لملامح شخصية المسيرين الجزائريين وهذا من خلال طرح استبيان يحتوي على مجموعة من الأسئلة تهدف إلى تفسير نمط اتخاذ القرار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذلك رؤية وموقف أصحاب تلك المؤسسات من الدخول إلى البورصة وهذا من اجل استبيان الأسباب وراء عزوف المؤسسات الجزائرية من الانضمام إلى البورصة لإمكانية صياغة الحلول أو المقترحات للتوفيق بين البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث اتضح لنا استعداد بعض المؤسسات لفكرة الدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا ما تم إنشاءها في البلاد.

و من خلال هذه الدراسة تم إثبات صحة كل من الفرضيات :

- إمكانية اتخاذ شخصية المسير كعامل لتفسير ملامح السياسات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال تأثيره على نمط اتخاذ القرار في تلك المؤسسات، حيث جاءت نتائج اختبار الفرضيات الجزئية على النحو التالي:

صحة الفرضية الجزئية الأولى والثانية

* **H1**: طبيعة شخصية المسير (مالك/موظف) تحدد سلوك اتخاذ القرار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسياساتها المالية.

حيث تبين لنا انعكاس اثر الملكية على السياسات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لذلك فطبيعة شخصية المسير (مالك/موظف) لها القدرة على تفسير ملامح اتخاذ القرار في تلك المؤسسات.

* **H2**: المستوى التعليمي للمسير يفسر نمط اتخاذ القرار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسياسات تمويلها.

إن المستوى التعليمي للمسير له قدرة كبيرة على تفسير سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اتخاذ القرارات

عدم إثبات صحة الفرضية الجزئية الثالثة

H3: عمر المسير يؤثر في سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و يفسر نمط اتخاذ القرار، لم

نتمكن من إثبات صحتها بالرغم من تأكيد بعض الدراسات على وجود علاقة بين عمر المسير و نمط اتخاذ القرارات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- لقد تم أيضا إظهار دور بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحياة الاقتصادية وقدرتها على إقناع مسيري تلك المؤسسات للتوجه إلى الأسواق المالية.

ويمكن تلخيص أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة:

- أهمية ودور المسير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحديد ملامح السياسات المالية لتلك المؤسسات.

- فعالية إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال توفير التمويل اللازم لتلك المؤسسات وهذا عن طريق توظيف المدخرات الوطنية.

- أثر الجانب الديني في تحديد النمط المتبع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لاختيار مصادر التمويل.

- وجود رغبة لدى بعض مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للدخول إلى بورصة تخص تلك المؤسسات في حال انشائها في الجزائر.

- إنشاء أسواق مالية جهوية يشجع أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للانضمام إليها.

وعلى ضوء تلك النتائج يمكن اقتراح بعض التوصيات التي نراها ضرورية للمساهمة في صياغة بعض الحلول لمشكل التمويل الذي تعاني منه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث تتناسب شروطها وخصوصية تلك المؤسسات، والتفكير في خلق بعض البورصات الجهوية التي غالبا ما تنشط فيها هذا النوع من المؤسسات حتى في الدول المتقدمة.

- نشر الوعي لدى مسيري و مالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأهمية التوجه إلى الأسواق المالية، لسد احتياجاتهم المالية، و إقناعهم بفتح رأسمال مؤسساتهم وهذا عن طريق وضع بعض الحوافز .

آفاق الدراسة

- دراسة مدى توفر العوامل لنجاح إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

- دراسة أهم العوامل التي تؤثر على قرار التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

- دراسة مقارنة بين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنضمة إلى البورصة والمؤسسات غير المنضمة (حالة المؤسسات الفرنسية).

اولا : المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب

- 1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 2- أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 1997.
- 3- السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الإنفتاح الإقتصادي لمصر 1978/1981 ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
- 4- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات ،دار وائل للنشر،عمان، 2006.
- 5- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999 .
- 6- زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي ،دار وائل للنشر، عمان، 1998.
- 7- سمير محمد عبد العزيز، التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الاشعاع الفنية، مصر، 1997.
- 8- شمعون شمعون، البورصة، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993.
- 9- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص و كمال فريد مصطفى، الإدارة المالية ،الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع 1994 .
- 10- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 11- صفوت عبد السلام عوض الله، اقتصاديات الصناعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في تحقيق التصنيع والتنمية ،دار النهضة العربية ،1993 .
- 12- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية. القاهرة: مكتبة الإشعاع الفني، 2000.
- 13- محمد محروس إسماعيل، اقتصاديات الصناعة والتصنيع، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، 1992.

14- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، كلية التجارة – جامعة طنطا ، دار المعارف بالإسكندرية ، مصر ، 2002 .

15- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، دار الجامعة، الإسكندرية، 2000.

16- محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقس، أسواق المال، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2000.

17- منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقس، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997 .

18- محمود أمين زوبل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعة، مصر، 2002.

19- مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، مصر، الطبعة السادسة، 1996.

20- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999.

المقالات والمداخلات

21 - محمد فتحي صقر ، واقع المشروعات الصغيرة والمتوسطة ندوة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في

الوطن العربي :الإشكالية وآفاق التنمية ، القاهرة ، 18-19 جانفي 2004 .

22- عبد اللطيف بلغرة، تطوير دور المشروعات ص و م وتفعيل ادائها، تمويل المشروعات ص و م وتطوير

دورها في لقتصاديات المغاربية، سطيف، 2003

23- اسماعيل شعباني، ماهية المؤسسات ص و م وتطورها في العالم، الملتقى الوطني الأول حول فرص

الاستثمار بولاية غرداية ودور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة – الواقع والتحديات –، غرداية 2004.

- 24- مداح عرابي الحاج، التسيير الاستراتيجي وتنافسية المؤسسات ص و م، متطلبات تاهيل المؤسسات ص و م في الدول العربية، الشلف، 2006..
- 25- خوني رابح وحساني رقية، واقع وافاق التمويل التاجيري في الجزائر واهميته كبديل تمويلي، الملتق الدولي حول متطلبات تاهيل المؤسسات ص و مفي الدول العربية، الشلف، 2006..
- 26- عبدالله ابراهيمي، المؤسسات ص و م في مواجهة مشكل التمويل، متطلبات تاهيل المؤسسات ص و م في الدول العربية، الشلف، 2006
- 27- جبار محفوظ و عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ، بسكرة، 2006
- 28- عبد المليك مزهودة، التسيير الاستراتيجي وتنمية المؤسسات ص و م، تمويل المشروعات ص و م لتطوير دورها في لقتصاديات المغاربية، سطيف، 2003
- 29- بريش السعيد، التمويل التاجيري كبديل لتمويل المؤسسات ص و م في الجزائر، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ، بسكرة، 2006
- 30- قدي عبد المجيد ودادان عبد الوهاب، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات ص و م الجزائرية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل واثرها على الدول والمؤسسات، بسكرة، 2006،

31- قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة

دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

32- لخلف عثمان، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه جامعة

الجزائر 2004.

33- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة

الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية ، جامعة الجزائر 2006/2005 .

د- وثائق رسمية وتقارير ودراسات

34- دمدم كمال، دور الصناعات الصغيرة و المتوسطة _ ، دراسات اقتصادية، العدد 2، 2000.

35- وثيقة (توصيات اللجنة بتاريخ 1997/12/31 بشأن المؤسسات الصغيرة المتوسطة)، مكتب

المطبوعات الرسمية للاتحادات الأوروبية، لكسمبورج.

36- مركز التعاون الياباني لمنطقة الشرق الأوسط عن التجربة اليابانية في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة

و المتوسطة ، طوكيو 2002.

37- الجمعية المصرية للأوراق المالية ، دليل المستثمر لتمويل الشركات

38- صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية عدد خاص، الأسواق المالية

العربية المشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أبريل 1999.

39- هالة حلمي سعيد و نجوى عبد الله سمك وآخرون، تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية، دراسة

معدة يتكلف من الهيئة العامة لسوق المال المصري، سبتمبر 2001.

40- زينب فتحي أبو العلا، بورصة المشروعات الصغيرة في الميزان، الاهرام الاقتصادي، ملحق

البورصة، 2007.

41- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، تقرير من أجل سياسة لتطوير المؤسسات ص وم (الدورة

العشرون، جوان 2002).

42- من كلمة ممثل وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في الجلسات الوطنية للمؤسسات ص وم، 14-

15 جانفي 2004، قصر الأمم- نادي الصنوبر، الجزائر.

43- فريديريك شناديدر ودومنيك انسي، الاختباء وراء الضلال، نمو الاقتصاد الخفي، قضايا اقتصادية،

العدد 30، صندوق النقد الدولي. 2002.

44 عامر ولد ساعد سعود - سوق الخبرة والاستشارة : التنمية المستدامة للصناعة التقليدية - نشره فضاءات

تصدر عن وزار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية - الجزائر - مارس 2003.

ه- القوانين والمراسيم

45- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 77 بتاريخ السبت 30 رمضان عام

1422 هـ الموافق 15 ديسمبر 2001 م

46- الجريدة الرسمية، المرسوم التنفيذي رقم 2000/190 المتضمن تحديد صلاحيات وزارة المؤسسات

والصناعات ص وم، الصادرة في 11/07/2000، العدد 42.

47- الجريدة الرسمية، الأمر رقم 01/03 المؤرخ في 20/08/2001 المتعلق بتطوير الاستثمار،

الصادرة في 22/12/2001، العدد 47.

48- الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر في 17/01/2003.

49- المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و رقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر

1997 ، الجريدة الرسمية ، العدد 87 ، المؤرخ في 29-12-1997

50- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق

بشروط إعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان

.1997

ثانيا المراجع باللغة الفرنسية

ا الكتب

51- A.Ben Hatima,Pratique des Technique Bancaire ,Edition DAHLEB,1997.

52 B.Jacquillat, B.Solnik, Marchés financière: gestion de portefeuille et des risques. France: Dunod. 2^{eme} éd, 1990.

53- Lue. Bernet;R. ollande ,Principes de Techniques Bancaires 20^{eme} Edition DUNOD France 1998 .

54- J.Teulite Et P Topasacation,finance2 edition,vibert,1999.

55-Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988,.

56- P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3^{eme} édition, 1997

57-XAVIER GRFEFFE : les PME CREENT – ELLE DES EMPLOIS ECONOMICA PARIS 1984 .

ب المقالات والدراسات.

58- A.CHOINEL, et G, ROUYER, Les marchés financiers structures et acteurs, Revue banque, Paris, 2^{ème} édition 1997.

ثالثا مواقع الانترنت

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

60- هبة الصيرفي، مشروع إنشاء بورصة للشركات الصغيرة والمتوسطة ببورصتي

القاهرة والاسكندرية، www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp

61- حسام الدين أحمد، وظائف

البورصة، www.islamonline.net/arabic/economics/

62- الونيديو، تحليل مقارنة لاستراتيجيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سياسات وبرامج دول مبادرة أوروبا

الوسطى- الجزء الثالث: www.unido.org/doc/331152

63- الهيئة العامة لسوق المال المصرية www.cma.gov.eg/cma/jtags/arabic/etar.jsp

المال المصرية

64- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

http://www.pmeart-dz.org/ar/loi_d'orientation/doc.html

65- rapport annuel, www.euronext.com

66-

/com/ressources.www.ecole**bourse**
on_en_parle/93_alternext.pdf

67- rapport

annuel,www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-
FR.html

68- www.euronext.com/fic/000/023/100/231009.pdf

69-

[www.oseo.fr/content/download/462610/27077/file/Observatoire.](http://www.oseo.fr/content/download/462610/27077/file/Observatoire.pdf)
pdf

70 - تصريح لرئيس صندوق ضمان القروض عمار داودي

71-Roland Bellegarde le responsable des marchés primaire et
secondaire actions, obligations, et produits

structurés., www.euronext.com/fic/000/010/681/106812.pdf

www.elkhabar.com/dossiersp/?idc=44&ida=95246

72- دراسة فرع البنك الدولي <http://elkhabar.com/FrEn/?idc=52>

