



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

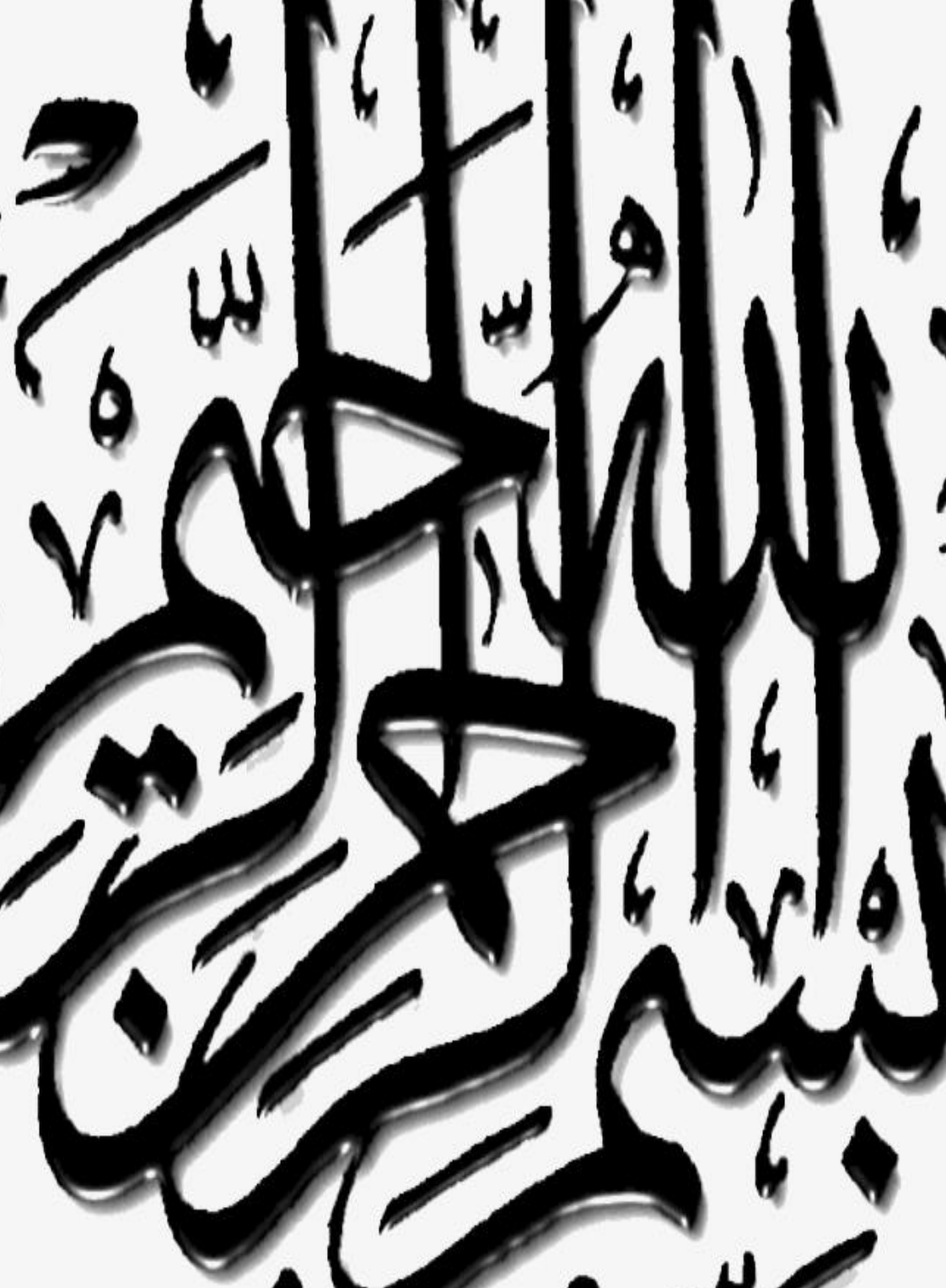
دور التمويل عن طريق البورصة في تنشيط قطاع المؤسسات الصغيرة
والمتوسطة دراسة حالة بعض التجارب الدولية

المشرف	اعداد الطلبة	
هولي فرحات	يسعد حواء	1
	يسعد رميسة	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	بوعزة نضريرة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	هولي فرحات
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	زيد جابر

السنة الجامعية 2023/2022

A large, intricate calligraphic design in black ink on a white background. The script is a highly stylized form of Arabic calligraphy, likely Thuluth or similar, featuring bold, sweeping strokes and complex interlacing. The central part of the design is the most dense, with many overlapping lines and loops. The overall shape is roughly rectangular but with many irregular, flowing edges. The calligraphy appears to be a decorative element, possibly a title or a large initial, rather than a standard line of text.

شكر وتقدير



الحمد لله رب العالمين، الذي علم بالقلم، علم الانسان مالم يعلم، اللهم انفعنا بما علمتنا، وعلمنا ما ينفعنا، وزدنا علما، وهب لنا من لدنك رحمة، إنك أنت الوهاب، والصلاة والسلام على نبينا محمد أشرف المرسلين، وعلى آله وصحبه أجمعين، ومن سار على هداه الى يوم الدين، أما بعد:

يقول الرسول صلى الله عليه وسلم " من قال جزاكم الله خيرا، فقد أبلغ في الثناء " وقوله صلى الله عليه وسلم

" لا يشكر الله من لا يشكر الناس ".

لذا يقتضي الواجب ان نذكر فضل من شجعنا وساعدنا على إتمام هذه الدراسة، ولا ينكر فضل الفضلاء إلا من ران على قلبه، وساء منبتا.

وإن كان من الواجب أن يذكر أهل الفضل بفضلهم، وأن يخص بعضهم بالذكر، فإننا نتقدم بخالص شكرنا وعظيم تقديرنا وامتناننا إلى أستاذنا الفاضل

" هولي فرحات "

الذي أسعدنا بإشرافه على هذا العمل، فقد رافقنا في هذه الرحلة التعليمية، ومنحنا

الكثير من وقته، وجاد علينا بإرشاداته السديدة، وتوجيهاته المفيدة، ومنحنا من

علمه ما يعجز مثلنا عن مكافئته، فجازاه الله عنا خير الجزاء.

السادة لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة مذكرتي وتخصيص جزء من وقتهم

لأجل قراءتها.



الإهداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله

وصحبه أجمعين ومن اهتدى بهداه إلى يوم الدين أما بعد

بعد الحمد والشكر لله الذي وفقني لإنجاز هذا العمل أهديه:

إلى من ساندتني في صلاتها ودعائها..... إلى من سهرت الليالي تنير

دربي.... إلى من تشاركني أفراحي وآساتي..... إلى نبع العطف

والحنان إلى أجمل إبتسامة في حياتي.... إلى أروع امرأة في

الوجود: "أمي الغالية"

إلى من علمني أن الدنيا كفاح..... وسلاحها العلم

والمعرفة..... إلى الذي لم يبخل علي بأي شيء..... إلى من سعى

لأجل راحتي ونجاحي..... إلى أعظم وأعز رجل في الكون: "أبي

الغالي رحمه الله"

إلى من عشت معهم الحياة بطلوها ومرها إلى سندي في

الحياة إخوتي وأخواتي

إلى صديقتي ورفيقة دربي..... خديجة

إلى بنات أختي..... آية وإنصاف

حواء

الإهداء

الحمد لله الذي وفقنا لهذا ولم نكن لنصل إليه لولا فضل الله علينا
أما بعد:

إلى النور الذي أنار دربي والسراج الذي لا ينطفئ نوره بقلبي إلى
من لا يفصل اسمي عن اسمه والحاضر بروح قلبي لا يغيب
إلى أبي رحمه الله.

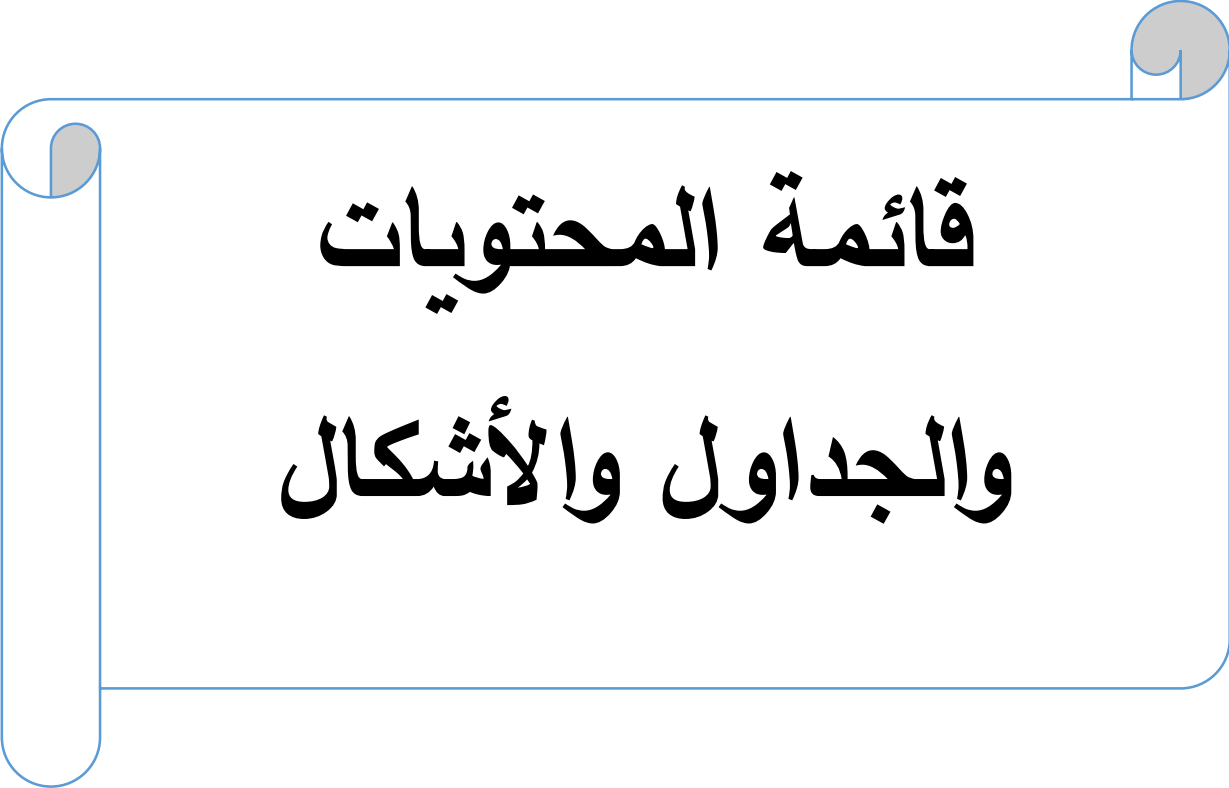
إلى من ربتي وأنارت دربي وأعانتني بالصلوات والدعوات
إلى أُمي العزيزة.

إلى من شددت عضدي بهم فكانوا لي ينابيع وكنت من كل ينبوع
أستقي لأرتقي.

إخوتي الأعزاء.

إلى كل من مد لي يد العون وإلى كل من يتكبد عناء قراءته سواء
لتقييمه أو لنقده أو لزيادة علمه أو لإشباع فضوله.

رميسة

A decorative scroll frame with a light blue border and rounded corners. The frame has a vertical strip on the left side and a horizontal strip at the top, both with rounded ends. The text is centered within the frame.

قائمة المحتويات

والجداول والأشكال

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
	البسمة
	الشكر والتقدير
	الإهداءات
III-II	قائمة المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
ب-ج	مقدمة عامة
	الفصل الأول: الإطار النظري للبورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المفهوم والأهمية
03	المطلب الأول: التطور التاريخي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإشكالية التعريف
08	المطلب الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
09	المطلب الثالث: عوامل نجاح وتحديات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
12	المبحث الثاني: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
12	المطلب الأول: التمويل الذاتي
20	المطلب الثاني: التمويل بالاستئجار
21	المطلب الثالث: التمويل عن طريق رأس مال المخاطر
25	المبحث الثالث: التمويل بالبورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
25	المطلب الأول: مفهوم السوق المالي وتقسيماته
29	المطلب الثاني: الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق المالي ومخاطره
31	المطلب الثالث: شروط قيد الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقواعد التداول والمقاصة
33	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة حالة بعض التجارب الدولية مع الإشارة لحالة الجزائر
35	تمهيد الفصل
36	المبحث الأول: دراسة بعض التجارب الدولية

36	المطلب الأول: تجارب الدول الأوروبية
42	المطلب الثاني: تجارب الدول الآسيوية
45	المطلب الثالث: تجارب الدول الأفريقية
55	المبحث الثاني: تجربة الجزائر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
55	المطلب الأول: لمحة عن بورصة الجزائر
57	المطلب الثاني: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
59	المطلب الثالث: بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وشروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
62	المبحث الثالث: تقييم بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
62	المطلب الأول: معوقات السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
63	المطلب الثاني: مقارنة التجربة الجزائرية مع بعض التجارب الرائدة في مجال التمويل بالبورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
64	المطلب الثالث: سبل تفعيل السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
66	خلاصة الفصل
68	الخاتمة العامة
72	قائمة المصادر والمراجع
	الملخص

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب المشروع الجزائري	06
2-1	تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	07
3-1	التعريف الأمريكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق حجم المبيعات	08
1-2	عدد الشركات وقيمة التمويل للجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر سنة 2016	42
2-2	تصنيف المستثمرين خلال الفترة (2004-2009)	44
3-2	كيفية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالسوق البديلة التونسية	47
4-2	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة النيل خلال الفترة (2016-2020)	50
5-2	مقارنة بين متطلبات الإدراج بالأسواق المالية البديلة مقارنة بالأسواق المالية الرئيسية لبعض التجارب الرائدة	53
6-2	جدول تلخيصي لشروط الإدراج في سوق سندات رأس المال	60

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	التمويل الخاص بالتوسع	16
2-1	مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر	22
1-2	تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق Alternext	38
2-2	توزيع المؤسسات المدرجة في سوق Alternext حسب القطاع	39
3-2	عدد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في الهند	45
4-2	عدد الشركات المدرجة في بورصة النيل خلال (2016-2020)	50
5-2	تطور مؤشر بورصة النيل خلال الفترة (2016-2020)	52
6-2	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	57

مقدمة عامة

مقدمة عامة

تمهيد

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مدخلا هاما من مداخل النمو الاقتصادي، نظرا لدورها الفعال في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمود الفقري للاقتصاد. وبالرغم من أهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الا انها تعاني من العديد من المشاكل والعراقيل أهمها مشكلة التمويل وذلك لدوره المهم في تلبية احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقد أصبحت المصادر التقليدية غير كافية لتمويل المؤسسات هذا ما استدعى البحث على مصادر مستحدثة. لذا جاءت بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كبديل مستحدث لتمويل هذا النوع من المؤسسات، حيث أصبحت تتجه أكثر فأكثر اليها بما تحتاجه من رؤوس الأموال وكذا لما لها من مزايا تجعل منها أفضل مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ومن جهة أخرى قامت العديد من الدول بفتح سوق مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث توفر فرص تمويل بدون تعقيدات لمساعدتها على النمو والتوسع.

- إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق يمكن أن نطرح الإشكالية التالية:

❖ ما دور البورصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

وانطلاقا من الإشكالية الرئيسية السابقة يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

❖ هل تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حاجتها في البورصة؟

❖ كيف تساهم البورصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

❖ هل نجحت التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

- الفرضيات:

للإجابة على الإشكالية يمكن وضع الفرضية الرئيسية التالية:

❖ للبورصة دور بارز في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وانطلاقا من الفرضية الرئيسية يمكن طرح الفرضيات الفرعية التالية:

❖ تقوم البورصة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تتيح لها مصادر تمويل إضافية بعيدا عن صعوبات التمويل المصرفي.

❖ تعتبر البورصة مصدر مهم وحديث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

❖ نجحت التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- أسباب اختيار الموضوع:

ينطلق اهتمامنا بالموضوع من خلال عدة أسباب أهمها:

- ❖ زيادة الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك لدورها الكبير في نمو الاقتصاد.
- ❖ بروز البورصة كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- ❖ الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع.

- أهداف الدراسة:

تتمثل الأهداف الأساسية لهذه الدراسة في:

- ❖ التعرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها.
- ❖ التعرف على بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- ❖ إلقاء الضوء على بعض التجارب الدولية الرائدة في مجال بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- ❖ التعرف على مشكلة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

- أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الموضوع في تسليط الضوء على الدور الذي يمكن ان تؤديه البورصة في تنشيط قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- منهج الدراسة:

وفقا لمتطلبات الموضوع وطبيعة المعلومات اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي، حيث استعملنا المنهج الوصفي للتطرق لمفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصائصها وأهميتها، اما المنهج التحليلي فاعتمدنا عليه في تحليل واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بعض الدول مع تقييم بعض التجارب الدولية.

- صعوبات الدراسة:

- ❖ عدم تحديث بيانات بورصة الدول.
- ❖ صعوبة الدخول لمواقع البورصة.

- الدراسات السابقة:

1- دراسة شوقي جباري ومصطفى قمان، سنة (2014): بعنوان "السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، والمنشورة بمجلة التنظيم والعمل المجلد رقم 03، العدد 05، حيث أبرزت هذه الدراسة أن إنشاء السوق المالية البديلة خطوة أساسية لتطوير وعصرنة السوق المالية من خلال فتح المجال أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمثل الغالبية من حيث عدد المؤسسات في الاقتصاد ومن النتائج المتحصل عليها يعتبر إنشاء السوق المالية البديلة خطوة أساسية لتطوير وعصرنة السوق المالية من خلال فتح المجال أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمثل الغالبية من حيث عدد المؤسسات في الاقتصاد ومن شروط نجاح الأسواق المالية البديلة تخفيض الرسوم والأعباء المتعلقة بالاكنتاب العام والتداول في هذه السوق.

2-دراسة بن مسعود ادم، (2015-2016)، بعنوان "ترقية ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في تحقيق التنمية المستدامة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بجامعة البليدة 02، حيث وضحت هذه الدراسة أن للسياسة الاقتصادية في الجزائر تحولات عميقة بداية من تسعينات القرن الماضي إلى يومنا هذا وذلك من خلال إنشاء عدة هيئات ووكالات وإنتاجها لعدة برامج من أجل النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتسخير لها كل الوسائل واليات الدعم المادية التقنية الممكنة ومن النتائج المتحصل عليها هي أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مرت بمراحل تطويرية مختلفة فبعد ما عرفت التهميش لفترة طويلة، أصبحت تشكل مع مطلع التسعينات خاصة بعد صدور قانون النقد القرض الذي يشجع الاستثمار والقانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2001، محورا أساسيا في السياسة التنموية التي تبنتها الجزائر وهذا ما بينته مختلف المعطيات الإحصائية سواء من خلال تطور التركيبة العددية لهذا النوع من المؤسسات او من خلال مساهمتها في تحقيق ابعاد التنمية المستدامة.

3-دراسة مكايي الحبيب، بابا حامد كريمة، سنة (2017)، تحت عنوان "البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، والمنشورة بمجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد رقم 07، العدد 02، تناولت هذه الدراسة إبراز دور وأهمية بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كبديل مستحدث في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتسليط الضوء على السوق التي خصصتها بورصة الجزائر من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومن النتائج المتحصل عليها، تعدد مصادر التمويل وتنوعها لا يعني توفر بدائل كافية وملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة مصدر تمويلي جيد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لما يوفره من مزايا للقطاع القومي ولهذه المؤسسات.

4-دراسة محمد حولي، خالد إدريس، سنة (2017)، بعنوان " أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة نموذج بورصة النيل المصرية وبورصة ألترنكست الفرنسية"، المنشورة في مقال، وقد جاءت هذه الدراسة لإبراز أهمية إنشاء السوق مثل ALternext، وبورصة النيل المصرية ومن أهم النتائج المتحصل عليها أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل قوة هامة للنهوض بالتنمية الاقتصادية، وأصبحت تمثل ركيزة أساسية في تطوير الاقتصاديات الوطنية، كما لها دور رئيسي في تطوير هذه المؤسسات.

5-دراسة سماح طلحي وآخرون، سنة (2020)، بعنوان "دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة تونس"، المنشورة في مجلة العلوم الانسانية، المجلد رقم 31، العدد 02، ولخصت هذه الدراسة ان السوق المالية البديلة بمثابة وسيلة تمويلية حديثة وفعالة أثبتت نجاعتها في كثير من الدول كتونس، نظرا لما تقوم به من جذب الاستثمارات وتعبئة للمدخرات لتلبية احتياجات قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالحجم اللازم، التكاليف المتدنية في الأوقات المناسبة ومن النتائج المتحصل عليها انه من الضروري تطبيق مجموعة من الاقتراحات منها رفع درجة وعي اصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأهمية القيد في السوق المالية البديلة، والتركيز على منح فرص للمؤسسات الواعدة بالانتقال الى السوق الرئيسي في حالة توافقها مستقبلا مع قواعد القيد بها.

6-دراسة أميرة طلبة، سنة (2021)، بعنوان "البورصة كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، المنشورة في مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد رقم 08، العدد 02، هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور البورصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكيف تكون بديل جيد من شأنه مراعاة طبيعة احتياجاتها وقدرة هذا النوع من المؤسسات، ووضحت هذه الدراسة ان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تواجه عدة عراقيل أهمها مشكلة التمويل، حيث وبرغم من تعدد مصادر التمويل المتاحة والهيكل الداعمة لهذا النوع لم تعد تفي بالغرض الشيء الذي دفع السلطات المتخصصة إلى بث بورصة الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى أنها لم تجذب إليها سوى مؤسسة واحدة بالرغم من توفيرها لمصادر تمويل ملائمة ومن النتائج المتحصل عليها، ان سبب خمول بورصة الجزائر وبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة عامة يرجع اساسا الى انعدام ثقافة الاستثمار والتداول في البورصة فبرغم ادراج العديد من المؤسسات في البورصة الرئيسية الا اننا لا نلاحظ تداولاً ملموساً فيها ان لم نقل شبه معدوم.

- هيكل الدراسة:

نستهل دراستنا هذه بمقدمة حول الموضوع، بعدها قمنا بتقسيم البحث الى فصلين، الفصل الأول كان بعنوان " الإطار النظري لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" تناولنا فيه الجوانب النظرية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تطرقنا في المبحث الأول الى نشأة وتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا خصائصها وأهميتها وعوامل نجاح والتحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما في المبحث الثاني فتناولنا فيه مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (التمويل الذاتي، التمويل بالاستثمار، التمويل عن طريق رأس مال الخاطر)، وفي المبحث الثالث تناولنا فيه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي يشمل مفهوم السوق المالي وتقسيماته ومفهوم بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق المالي ومخاطرها وشروط قيد الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقواعد التداول والمقاصة.

وفيما يخص الفصل الثاني الذي كان بعنوان " دراسة بعض التجارب الدولية بالإشارة لحالة الجزائر" قمنا بتقسيمه الى ثلاث مباحث، المبحث الأول دراسة التجارب الدولية تناولنا فيه تجارب الدول الأوروبية وتجارب الدول الآسيوية والافريقية، اما في المبحث الثاني فتناولنا فيه بورصة الجزائر وفي المبحث الثالث فقمنا بتقييم بورصة الجزائر.

الفصل الأول: الإطار النظري للبورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الفصل الأول: الإطار النظري للبورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تمهيد:

يعتبر موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من المواضيع الحساسة والهامة في اقتصاديات الدول حيث تتمتع باهتمام كبير من قبل دول العالم وذلك لأهميتها القصوى التي تلعبها في المجال الاقتصادي والاجتماعي عن طريق مساهمتها في تحقيق التوازن الإقليمي ورفع الناتج الوطني والحد من البطالة. وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث كالتالي:

✓ **المبحث الأول:** المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المفهوم والأهمية؛

✓ **المبحث الثاني:** تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

✓ **المبحث الثالث:** التمويل بالبورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المفهوم والأهمية

لقد شكل تحديد نشأة ومفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جوهر الاختلاف بين الدول، لذلك سنحاول ضمن هذا المبحث إبراز المفاهيم النظرية المحددة لهذه المؤسسات، إضافة إلى إبراز أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: التطور التاريخي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة واشكالية التعريف

يمكن إبراز نشأة ومفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال استعراض المعايير المعتمدة من قبل الدول لتعريف هذا النوع من المؤسسات.

أولاً: التطور التاريخي:

تعتبر الأعمال الصغيرة الوحدة الأساسية التي يقام عليها الاقتصاد العالمي، في جميع الحضارات والمجتمعات حتى القرن السابع عشر، فأى مجتمع كان يعتمد على الحرف، والمزارع وأسلوب المقايضة للسلع والخدمات التي تحتاجها الجماعة، كل هذه الأعمال كانت صغيرة الحجم، وأسرية الطابع تقيمها الأسرة كمصدر رئيسي للدخل حيث تنتج ما تحتاجه وتقايض، أو تبيع الفائض لسكان القرية، أو المدينة بما أن السفر من أجل الاستيراد، والتصدير كان يتم بين عدد محدود من الشركاء، ويهدف إلى تنفيذ صفقة تجارية واحدة.

لكن مع بداية الثروة الصناعية كان المهندس الذي يشرف على تشغيل الأجهزة الجديدة هو الذي يقوم بمختلف المهام وحسب قدراته وبمرور الزمن تراكمت كمية من الاجتهادات التي ساهمت في تكوين مجموعة من العلماء تخصصوا في معالجة هذه المشاكل، مما ساهم في قيام تخصص الإدارة ك تخصص يهتم بدراسة المشاكل التي تواجه الإدارة، واقتراح الحلول لها وتدريبها لأشخاص يتم تعيينهم خصيصاً ليكونوا مشرفين ومدراء أو لمساعدة المدراء في معالجتها. إن التأثير الأول للتصنيع هو تركيز الاهتمام على الأعمال الكبيرة، ثم إهمال الأعمال الصغيرة والتعقيم عليها واعتبارها غير مهمة وأنها سوف تنقرض مع تكاثر وهيمنة الأعمال الكبيرة وهذا حصل ويحصل في مختلف المجتمعات والتعقيم يمتد إلى وسائل الإعلام التي تنشر أخبار الأعمال الكبيرة ولا تشير إلى أخبار الأعمال الصغيرة.

ولكن مع نهاية السبعينات تغيرت الأفكار لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي أصبحت محور الدراسات الاقتصادية باعتبارها كيان مختلف في حجمه، وفي طريقة تسييره واستراتيجياته ومعالجته للمشاكل المطروحة، ويعود اهتمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى العوامل التالية: (شهير، 2014، الصفحات 172-173)

1. الأزمة الاقتصادية المندلعة منذ السبعينات، والتي دفعت إلى انهيار الأوضاع المالية خصوصاً مع منتصف الثمانينات في معظم البلدان وبالتالي عدم قدرتها على الاستمرار واستحداث المؤسسات الكبرى وحتى عدم القدرة على الاحتفاظ بالقائمة منها؛

2. ظهور استراتيجيات جديدة من قبل المؤسسات الكبيرة، والتي تهدف إلى التقليل من تكلفة الإنتاج

والمحافظة في نفس الوقت على مراقبة هياكل الإنتاج وسيورتها؛

3. التحولات الاقتصادية العالمية وما صاحبها من تطبيق لبرامج التعديل الهيكلي في عدد من الاقتصاديات

طرح حتمية تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمعالجة مظاهر التخلي عن بعض الأنشطة وامتصاص المسرحين من مناصب عملهم بسبب إعادة هيكلة قطاعات النشاط الاقتصادي؛

4. الاهتمام المتزايد الذي توليه المؤسسات المالية والنقدية الدولية لاستحداث المؤسسات، متوخية في ذلك

تخفيف عبئ الفقر والبطالة؛

5. الدور المتعاظم للقطاع الخاص في ظل الأوضاع الاقتصادية الحالية.

هذه الظواهر اثارت مخاوف المتخوفين من الاحتكار، فخشو من احتمال ان تقضي الاعمال الكبيرة تدريجيا

على منافسيها فيتحول السوق الى سوق احتكاري، بحيث تبقى شركة كبيرة واحدة تحتكر كل نشاط.

ثانيا: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

هناك مجموعة من المعايير يمكن الرجوع إليها لإعطاء تعريف للمشروعات الصغيرة والمتوسطة وتتمثل في:

1.المعايير الكمية: من أهم المعايير التي تعتمد في تحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نجد:

- **مقياس عدد العمال أو حجم العمالة:** هو من أهم المعايير المستخدمة في تحديد تعريف للمؤسسات

الصغيرة والمتوسطة، وحسب هذا المقياس تنقسم المؤسسات إلى: (بلحمدي، 2013-2014، صفحة 20)

❖ **المؤسسات الاقتصادية الكبرى:** توظف أعدادا هائلة من العمال قد تتجاوز الالاف قياسا بكمية النتائج

الهائلة التي تنتجها، وقد تنقسم الى مؤسسات كبرى دولية النشاط أو محلية النشاط.

❖ **المؤسسات المصغرة:** تشمل كافة أوجه النشاط الاقتصادي وعدد العمال فيها لا يزيد عن 10 عمال.

❖ **المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** لقد عرفت هذه المؤسسات بعدد العمال المستخدمين فيها، وقد أعطي

لها أكثر من تحديد، فنجد مثال أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجمع ضمن التي تستعمل أقل من 500

عامل فيها وتتنوع إلى: مؤسسة مصغرة والتي تستعمل من 1 إلى 9 عمال، مؤسسة صغيرة والتي تستعمل من

10 إلى 199 عامل، مؤسسة متوسطة والتي تستعمل 200 إلى 499 عامل.

- **مقياس رأس المال:** يعتبر هذا المقياس من أهم معايير التصنيف لأنه يعكس الطاقة الإنتاجية والاستثماري

الا أنه يبقى مختلف من دولة الى أخرى، فمثلا يحدد سقف رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في

الكويت ب 600,000 دولار أمريكي في حين يتراوح بين 35,000-200,000 دولار أمريكي في بعض الدول

الاسيوية كالصين، الهند، الفليبين وكوريا ويصل الى حدود 700,000 في الدول المتقدمة. (خباية، 2013،

صفحة 13)

- **حجم الإنتاج وحجم الطاقة المستعملة:** غالبا ما تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحجم انتاج قليل مقارنة بالمؤسسات الكبرى وكذلك بالنسبة الى اجمالي حجم الطاقة المستعملة في عملية الإنتاج. (بلحمدي، 2013-2014، صفحة 21)

2.المعايير النوعية: إن المعايير الكمية وحدها لا تكفي لتحديد ووضع تعريف شامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لاختلاف أهميتها النسبية، لذا وجب إدراج جملة من المعايير النوعية. ومن أهمها:

- **الاستقلالية:** تعتبر المؤسسة صغيرة ومتوسطة إذا كانت على الأقل مستقلة ماليا بنسبة 50%.
- **الملكية:** تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالملكية الفردية وعدم التبعية لأي مؤسسة كبرى أو معظمها تابع للقطاع الخاص في شكل مؤسسات أو شركات أموال وقد تكون ملكيتها عامة أو مختلطة.
- **الحصة السوقية:** هذا المعيار يحدد حجم المؤسسة بالاعتماد على وزنها وأهميتها داخل السوق الذي كلما كانت هذه الحصة كبيرة كلما اعتبرت المؤسسة كبيرة والعكس صحيح. (نصر و ناجي، 2000، صفحة 42)
- **محلية النشاط:** تعني بمحلية النشاط أن يقتصر نشاط المؤسسة على منطقة أو مكان واحد وتكون معروفة فيه، وأن لا تمارس نشاطها من خلال عدة فروع، تشكل حجما نسبيا في قطاع الإنتاج الذي تنتمي إليه المنطقة وهذا طبعا لا يمنع امتداد النشاط التسويقي للمنتجات الى مناطق أخرى في الداخل والخارج. (خوني و حساني، 2008، صفحة 23)

وتتميز المعايير المستخدمة في تحديد تعريف دقيق للمشروعات الصغيرة والمتوسطة بأنها أمر نسبي وتختلف من بلد الى اخر، ونجد أن أغلبية الدول تعتمد في تعريفها للمشروعات الصغيرة والمتوسطة على معايير حجم العمالة، قيمة الموجودات، وحجم المبيعات.

❖ تعريف بعض الدول للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

نتيجة تنوع المعايير المستعملة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واختلاف الظروف الاقتصادية والاجتماعية لكل دولة أدى كل ذلك الى عدم الحصول على الاجماع حول تعريف موحد لهذه المؤسسات مما جعل كل دولة تتفرد بتعريف خاص بها.

1.التعريف الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: يعرف المشروع الجزائري هذه المؤسسات كما هو موضح في الجدول الموالي: (زبير و واخرون، 2017، صفحة 13)

الجدول رقم (1-1): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب المشروع الجزائري

النوع	المعيار	العمالة	رقم الأعمال	مجموع الأصول	معيار الاستقلالية	ملاحظات
مؤسسة صغيرة ومتوسطة	من 01 إلى 250.	أقل من 4	أقل من 1 مليار دج.	أقل من 1 مليار دج.	رأس مال لا يكون مملوك	تعطي الأولوية في التصنيف إلى معياري رقم الأعمال وإجمالي الأصول.
مؤسسة متوسطة	من 50 إلى 250.	من 40 إلى 4	مليون إلى 4 مليار دج.	من 200 إلى 1 مليار دج.	بنسبة 25% أو أكثر من طرف مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	
مؤسسة صغيرة	من 10 إلى 49.	أقل من 400	أقل من 400 مليون دج.	أقل من 200 مليون دج.	مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	
مؤسسة مصغرة	من 01 إلى 09.	أقل من 40	أقل من 40 مليون دج.	أقل من 20 مليون دج.	مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	

المصدر: (زبير و وآخرون، 2017، صفحة 13)

يتضح من خلال الجدول أن المشروع الجزائري وفقا لقانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي قد صنفت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب معايير (العمالة، رقم الأعمال، مجموع الأصول، ومعيار الاستقلالية) كما أعطى الأولوية في التصنيف في حالة تباين في محددات المعايير الى معيار رقم الاعمال وإجمالي الأصول، فمثلا إذا كانت مؤسسة ما عدد عمالها يتراوح بين 50 و 25 عامل ولكن رقم أعمالها أقل من 40 مليون دج، فهي تصنف على أنها مؤسسة مصغرة ولا تصنف على أنها مؤسسة متوسطة.

2.التعريف البريطاني: عرف قانون الشركات البريطاني الذي صدر عام 1985 المشروع الصغير او المتوسط بأنه ذلك المشروع الذي يستوفي شرطين او أكثر من الشروط التالية: (جواد، 2007، صفحة 25)

- حجم تداول سنوي لا يزيد عن 14 مليون دولار امريكي؛

- حجم رأس مال مستثمر لا يزيد عن 65.6 مليون دولار امريكي؛

- عدد من العمال والموظفين لا يزيد على 250 مواطن.

وبما ان هذه المحددات الثلاث قاصرة على شمل كل ما هو صغير او متوسط، حيث ان ما يعتبر صغيرا في الصناعات الخدمية قد لا يكون في مجال السياحة أو مجال الصناعات التحويلية.

3.تعريف الاتحاد الأوروبي: قام الاتحاد الأوروبي بإصدار تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك ضمن توصيات المفوضة بتاريخ 3 أبريل 1996، وهذا بسبب تعدد التعريفات المستخدمة داخل المنظومة

الأوروبية، الأمر الذي لم يكن مقبولا داخل سوق موحد لا توجد به حدود داخلية. كما أن هذا الاختلاف من شأنه أن يخلق نوع من عدم الاتساق بالإضافة إلى التأثير السلبي على التنافس بين المنشآت المختلفة، وقد ورد فيه: (بوضاموز، 2011، صفحة 18)

تعتبر مؤسسة صغيرة ومتوسطة كل مؤسسة توظف أقل من 250 عامل ولا يزيد رقم أعمالها السنوي عن 40 مليون يورو (أو اجمالي الميزانية السنوية عن 27 مليون يورو) ولا تكون مملوكة بنسبة 25% من طرف مؤسسة أخرى لا تنطبق عليها هذه المعايير أي تستلزم معيار الاستقلالية.

غير انه في 6 ماي 2003، قام الاتحاد الأوروبي بتغيير في قيمة معيار رقم الاعمال واجمالي الموازنة السنوية وحافظ على معياري العمالة والاستقلالية، كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (1-2): تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نوع المؤسسات	عدد العمال	رقم الأعمال	الموازنة السنوية
المصغرة (micro)	أقل من 10 عمال	≥ 2 مليون يورو	≥ 2 مليون يورو
الصغيرة (Petite)	أقل من 50 عامل	≥ 10 مليون يورو	≥ 10 مليون يورو
المتوسطة (Moyenne)	أقل من 250 عامل	≥ 50 مليون يورو	≥ 43 مليون يورو

المصدر: (بوضاموز، 2011، صفحة 18)

4. تعريف الولايات المتحدة الأمريكية: تعد الولايات المتحدة الأمريكية من الدول التي أعطت مجموعة من المفاهيم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا حسب رؤية كل منظمة أو هيئة مهتمة بهذا القطاع، حيث عرفت الولايات المتحدة الأمريكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق القانون الذي أصدرته سنة 1953 على أنها: "المؤسسات التي يتم امتلاكها وإدارتها بطريقة مستقلة حيث لا تسيطر على مجال العمل الذي تنشط في نطاقه". (مسعود، 2016، صفحة 47)

بالإضافة الى هذا التعريف، فقد عرف البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنها: المؤسسات المستقلة في الملكية والإدارة والتي تستحوذ على نصيب محدود من السوق. (خوني و حساني، 2008، صفحة 16)

أما فيما يخص المعايير المستخدمة في الولايات المتحدة الأمريكية نجد معيار حجم المبيعات مع طبيعة النشاط حسب القطاعات الملخصة في الجدول رقم (1-3).

جدول رقم (1-3): التعريف الأمريكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق حجم المبيعات

أنواع المؤسسات	المعيار المعتمد "حجم المبيعات"
المؤسسات الخدمائية والتجارة بالتجزئة	من 1 إلى 5 مليون دولار أمريكي كمبيعات سنوية
مؤسسات التجارة بالجملة	من 5 إلى 15 مليون دولار أمريكي كمبيعات سنوية

المصدر: (مسعود، 2016، صفحة 47)

ثالثاً: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

هناك العديد من الخصائص التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن غيرها من المؤسسات وتتمثل في: (رقرق، 2009-2010، صفحة 34)

1. تتميز باستخدام التكنولوجيا وتقنيات جديدة إنتاجية اقل تعقيداً؛
2. يتميز هيكلها التنظيمي بالبساطة وقلة التعقيد في القرار يتخذ من طرف المالك المسير وعليه يتخذ القرار بسرعة؛
3. صغر الحجم وقلة التخصص في العمل مما يساعد في المرونة والتكيف مع الأوضاع الاقتصادية المحلية والوطنية ويمكن ان تكون دولية في ظل العولمة؛
4. سرعة الاستجابة لحاجيات السوق لأن صغر الحجم وقلة التخصص كلها عوامل تسمح بتغير درجة ومستوى النشاط باعتبار انه سيكون اقل كلفة بكثير مقارنة بمؤسسة كبرى؛
5. محدودية الانتشار الجغرافي اذ أن معظمها تكون محلية؛
6. الاعتماد على الخبرة والتقدير وعلى استراتيجية رد الفعل أكثر من الاعتماد على خطة استراتيجية مستقرة.

المطلب الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ان الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعود الى الأهمية البالغة لهذا الشكل من المؤسسات ولعل أهميتها تكمن في النقاط التالية: (خباية، 2013، صفحة 35)

- استيعاب القدرة الكامنة لدى الأفراد خاصة منهم ذوي الكفاءات والمهارات؛
 - احداث التوازن الجهوي ذلك أن هذا النوع من المؤسسات سهل الانشاء في المناطق المنعزلة والنائية؛
 - تدعيم النسيج الاقتصادي وخلق بعض التكامل لأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تنشط في مجالات مختلفة فلاحية وخدمائية ما يجعل الاقتصاد الوطني يتسم ببعض التوازن؛
 - تساعد على الاستقرار الاجتماعي لكثير من الافراد عن طريق خلق مناصب عمل ففي الولايات المتحدة الامريكية نصف اليد العاملة توظفها هذه المؤسسات؛
 - تدعيم المؤسسات الكبرى في نشاطها عن طريق ما يعرف بالمناولة.
- وتتمثل أهمية هذه المؤسسات بدورها التنموي الكبير على المستويين الفردي والاجتماعي وذلك وفقاً لما يلي:

1. **على مستوى الفرد (صاحب المشروع):** تتمثل أهميتها على مستوى الفرد فيما يلي: (جواد، 2007، صفحة 75)

- تشبع المشروعات الصغيرة والمتوسطة حاجة أصحابها في اثبات الذات، فصاحب المشروع الصغير الناجح يشعر انه انسان استطاع ان يحقق لنفسه ولمجتمعه التقدم والنمو الى جانب انه يضمن لأسرته وله الحصول على دخل ذاتي؛
- يحقق المشروع الصغير لصاحبه فرصة لتوظيف مهاراته وقدراته الفنية وخبراته العملية والعلمية لخدمة مشروعه؛

- وباستعراض تاريخ الأثرياء والمشاهير، نكتشف ان الكثيرين منهم قد بدأوا بمشروعات صغيرة حتى ازداد نشاطهم وحجم أعمالهم.

2. **على مستوى المجتمع:**

تتمثل أهمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة على مستوى المجتمع فيما يلي: (هيكل، 2003، صفحة 14)

- تغطي المشروعات الصغيرة والمتوسطة جزءا كبيرا من احتياجات السوق المحلي؛
- تساهم الى حد كبير في إعداد العمالة الماهرة؛
- تشارك في حل مشكلة البطالة، حيث أنها تستوعب القطاع الأكبر من العمالة في مختلف المجتمعات؛
- تعمل تلك المشروعات على تحقيق التوازن الإقليمي في ربوع المجتمع من خلال عملية التنمية الاقتصادية وفي الانتشار الجغرافي وتحقيق النمط المتوازن لجميع أقاليم الدولة، وزيادة حجم الاستثمارات في هذه الأقاليم.

المطلب الثالث: عوامل نجاح وتحديات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بالرغم من نجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الا أنها تعاني من عدة مشاكل وتحديات تعرقل نشاطها سنتناول في هذا المطلب عوامل نجاح وتحديات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أولاً: عوامل النجاح

يمكن القول أن فرص نجاح الاعمال بصورة عامة تزداد اذا تم الاهتمام بالخصائص والمفردات التالية: (طاهر محسن، 2009، صفحة 37)

1. **المالك والمالكون لديهم أهداف محددة:** يعرف مدير العمل أو مالكة تحديد أهداف واضحة وصريحة لذلك العمل، وإن هذه المعرفة تتجسد بوجود إجابات دقيقة وواضحة على العديد من الأسئلة.

2. **المعرفة الممتازة بالسوق:** تستطيع المنظمات الصغيرة والمتوسطة بواسطة منتجاتها وسلوكيات عاملها وردود أفعال المنافسين تحقيق النجاح أو الفشل في خلق زبائنها الخاصين بها، ويرى العديد من الباحثين أن العلاقة بين الأعمال الصغيرة والزبائن هي السبب وراء نجاح هذه الأعمال، حيث أن هذا النمط من العلاقات يسمح للأعمال الصغيرة بتقديم خدمات شخصية وليست خدمات قائمة على أساس معرفة الآراء.

3. **قدرة المنظمة على تقديم شيء متميز خاص:** تقدم المنظمة شيء جديد للسوق حتى لو بدا مزدهرا بالمنافسين والمنتجات المعروضة، تستطيع المنظمة أن تميز نفسها عن المنافسين لها من خلال المنتج

والتكنولوجيا الجديدة أو باستخدام خاص ومنفرد لطرق التوزيع المعروفة، نفترض أن يكون من النادر أن يبدأ العمل دون القدرة على الإبداع والتجديد أو تصدير رؤية يستطيع أن يجسدها هذا العمل في أنشطته المختلفة.

4. إدارة متكيفة مع التطور: إن الأعمال الصغيرة إذا ما أراد لها الاستمرارية فإنها يجب أن تشد على فهم جيد للتطور المرتبط بالجوانب التنظيمية والإدارية والتي يعبر عنها بالآليات لكونها تساعد على البدء بالخطوة الصحيحة، إن معرفة حجم السوق ساهم في تحديد رأس المال الكافي للبدء بالأعمال ويتطلب الأمر أن يكون صاحب العمل مبدع في الحصول على المال اللازم للقيام بالعمل.

5. الحصول على عاملين أكفاء والمحافظة عليهم: إن الأعمال الصغيرة قد لا يوجد لديها الوقت الكافي للعمليات الاختيار المعقدة والمطولة للعاملين لذلك يتطلب الأمر أن تعير هذه الجوانب أهمية بالغة لكون نجاح العمل يرتبط بقدرة إدارته التي تعتمد على حسن الاختيار والتدريب والتحفيز لهؤلاء العاملين.

6. تحديد هدف وهو تلبية حاجات الناس.

7. التخطيط في العمل التجاري واجب مطلق إذا كان " إحلال السلع المناسبة، في المكان المناسب والوقت المناسب".

8. معرفة حجم رأس المال اللازم للتمويل والحصول عليه من مصادره المناسبة وذلك بعد تحديد تكاليف الحصول عليه من تلك المصادر . (توفيق، 2009، صفحة 63)

9. العمل الجاد على أن تكون الحاضنات أو المؤسسات محل المشاركة بين مؤسسات الدولة ومؤسسات القطاع الخاص.

10. اعداد برامج ترويج وتدريب للمؤسسات المحتضنة لتطوير المهارات.

11. تطوير صيغ وآلية للإقراض بدون فوائد.

ثانيا: تحديات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تشير الأبحاث والدراسات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان النامية إلى تعرضها للعديد من المشاكل الخطيرة التي تعرقل نشاطها، وفيما يلي نقاط مختصرة تبين أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة وتنميتها.

1. مشاكل السياسات الاقتصادية والتوجهات الحكومية الإدارية: أهملت هذه السياسات أوضاع الصناعات الصغيرة إهمالا كبيرا في معظم البلدان النامية وذلك بالمقارنة بالاهتمام البالغ الذي أعطي لإنشاء وتنمية الصناعات الكبيرة حيث نجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة متحيزة للمؤسسات الكبيرة من خلال اللوائح والأنظمة التي تعطيها ميزات كبيرة على حساب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. (عبد الرحمان، 1996، صفحة 29)

2. مشاكل الخبرة التنظيمية ونقص المعلومات: من المشاكل الخطيرة التي تقابل المشروعات الصغيرة نقص المعلومات والافتقار الى الخبرة التنظيمية التي تمكن أصحابها من مواجهة مشاكلهم أو تساعدهم على التوسع في أعمالهم، إذا فهي تتمثل أساسا في عدم توافر معلومات السوق (أسواق الموارد والسلع ومستلزمات

الإنتاج) والبيانات الإحصائية اللازمة، ويجهلون أيضا القوانين والإجراءات الحكومية ككيفية إنشاء مؤسسة في إطار قانوني معين، وهذه المشاكل تنجم عادة بسبب اتخاذ القرارات من طرف شخص واحد هو مالك المؤسسة حيث يطلع على جميع المهام الإدارية.

3. عدم استقرار النصوص القانونية: تعدد التأويلات المقدمة لهذه المؤسسة مما يعجزها ويحد من قدرتها على العمل والانطلاق لمواكبة التغيرات السريعة في الأسواق وعوامل المنافسة المتصاعدة والمتزايدة يوما بعد يوم، إضافة الى المدة الطويلة التي تستغرقها لمعالجة مشاكل هذه المؤسسات وتغشي ظاهرة الرشوة والمحسوبية. (لولاشي، 2009، صفحة 66)

4. المشاكل التسويقية والإنتاجية: نقص الكفاءات التسويقية والقوى البيعية عموما، وعدم الاهتمام بالبحوث التسويقية ونفق المعلومات عن حاجات السوق في ظل المنافسة وشدتها بين هذه المؤسسات والمؤسسات الكبرى من ناحية، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الوطنية والمؤسسات الأجنبية من ناحية أخرى.

5. نقص فرص التمويل المناسب: أهم المعوقات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتمثل في مشكلة التمويل خاصة فيما يتعلق بصعوبة الحصول على التمويل اللازم لهذه المؤسسات ومحدودية المصادر المتاحة لتمويل هذه المؤسسات، كصعوبة الحصول على قروض مسيرة من المصارف التجارية لعدم توافر الضمانات اللازمة التي تطلبها تلك المصارف، فضلا عن عدم انتظام التدفقات المالية الداخلة ما يزيد من درجة مخاطر الائتمان الممنوح لها. (لدرع، 2008، صفحة 100)

6. نقص العمالة المدربة: تسرب اليد العاملة من المشروعات الصغيرة والمتوسطة الى المؤسسات الكبيرة، نظرا لما توفره هذه الأخيرة من مزايا من حيث الأجور وتوفر فرص أكبر للترفيه مما استوجب توظيف يد عاملة جديدة باستمرار أقل خبرة وكفاءة وتحمل أعباء تدريبهم.

7. الضرائب: يعتبر نظام الضرائب أحد أهم المشاكل التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة في جميع أنحاء العالم. وتظهر هذه المشكلة من جانبيين سواء لأصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة من حيث ارتفاع الضرائب.

8. القدرة الضعيفة على المنافسة: تعتبر ضعف القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الأسباب التي تؤدي إلى فشلها وهذا الضعف يكون نتيجة لمجموعة من العوامل من أهمها: (لولاشي، 2009، صفحة 66)

- الموقع السيء الذي يتم تحديده في غالب الأحيان على أساس المعايير الشخصية؛
- عدم استيعاب التغيرات التي تحدث في البيئة المحيطة بالمؤسسات والتي تستوجب عليها مجارات الأوضاع الاقتصادية والتركيبات الاجتماعية الجديدة وإلا فإنها ستنتهي بالفشل.

المبحث الثاني: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ان تواجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرهون بالدرجة الأولى بمدى توفر التمويل اللازم لها، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على مختلف مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: التمويل الذاتي

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصادر تمويل داخلية وفي أغلب الأحيان لا تكون هذه المصادر لسد الاحتياجات التمويلية سنتطرق في هذا المطلب الى التعرف على المصادر الداخلية لتمويل المؤسسات.

أولاً: تعريف التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي مقدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية، دون اللجوء إلى المصادر الخارجية ويعتبر هذا التمويل دليلاً أساسياً على قدرة المؤسسة مالياً في حالة شح المصادر الخارجية خلال نشاطها، كما يعتبر كميّار تستند عليه الأطراف عند التعامل مالياً مع المؤسسة، ويكفي أن نذكر هنا أن البنوك تشترط في كثير من الأحيان على المؤسسات التي ترغب في الحصول على قروض أن لا يقل التمويل الذاتي للمشروع الإستثماري فيه عن نسبة معينة.

يتكون التمويل الذاتي من الأرباح غير الموزعة، والإهلاكات السنوية للأصول، ومؤونات الخسائر والأعباء طويلة الأجل، كما يحسب التمويل الذاتي بالعلاقة التالية: (لسلوس، 2004، صفحة 36)

إجمالي التمويل الذاتي: النتيجة الصافية + الإهلاك + مؤونات الخسائر والأعباء طويلة الأجل

تعتبر المصادر الذاتية من المصادر واسعة النطاق كالموارد، والاحتياطات المختلفة، والمتراكمة ويتعدى هذا المصدر على الموارد كتحصيل مالك المؤسسة، مثل الإيرادات تحت الطلب، أو من خلال العقارات أو الموارد المحصل عليها بعد الميراث، كما تمتاز هذه المصادر بالسهولة، وعدم التعقيد لأنها تستخدم بدون إجراءات أو ترتيبات قانونية بالمقارنة بالمصادر الأخرى. (سحنون، 2004-2005، صفحة 41)

تعتمد المنشآت في الجزء الكبير من إحتياجاتها التمويلية، على الموارد الذاتية لأصحابها بالإضافة إلى الموارد لأفراد العائلة الممتدة، والأصدقاء وبشكل خاص عند الإنشاء، أو التكوين والمشكلة الأساسية هنا تتمثل في القيود الطبيعية على هذا المصدر، خاصة كلما كانت موجودة في شكل عقارات أو أراضي مشتركة في ملكيتها مع الآخرين، أو أصول تصعب إسالتها إلى نقود في زمن مناسب دون خسارة. (عبد الرحمن ، 1996، صفحة 37)

كما يمكن تعريف التمويل الذاتي بأنه مقدرة المؤسسة على تغطية إحتياجاتها المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الإستثمارات الرأسمالية، وكذا زيادة رأسمالها العامل من الأموال الذاتية للمؤسسة ويشمل التمويل الذاتي

على الفائض النقدي المتولد من العمليات الجارية، وكذلك ثمن بيع الأصول الثابتة وتستطيع القول ان مصادر التمويل الذاتي تتمثل في الأرباح المحتجزة، مخصصات الإهلاك والاحتياطيات.
إن التمويل الذاتي يمثل المصدر الأساسي، لتمويل الاستثمارات حيث يمول 60% إلى 70% من مجموع الاستثمارات، وهو أحد أهم العناصر التي يجب أن تولي لها المؤسسة اهتماما بالغاً فهو يعتبر: (ضعيف، 2006-2007، صفحة 138)

- مؤشر متعلق بنشاط المؤسسة وضمنا لأصحاب الأموال لاستثمار أموالهم؛
- يعبر عن قدرة المؤسسة في تسديد ديونها، والتزاماتها اتجاه المتعاملين الخارجيين وعليه فكلما كان التمويل الذاتي مرتفعاً فإنه يعبر عن التسيير العقلاني للإمكانيات، الخاصة للمؤسسة حتى تستطيع هذه الأخيرة تحديد احتياجاتها التمويلية من المصادر الأخرى، وذلك على المدى القصير أو المتوسط والطويل الأجل.

التمويل الذاتي = الإهلاكات + الاحتياطيات + المؤنات + الأرباح المحتجزة

- **الإهلاكات:** هي عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن التطور التكنولوجي، أو آثار أخرى.
- **المؤنات:** يمكن تعريف المؤنة على أنها مبالغ مالية ترصد لمقابلة انخفاض غير عادي في قيمة الأصول.
- **الاحتياطيات:** تعبر عن الأموال المجمعة من طرف المؤسسة والتي تقطعها من الأرباح المحققة وغير موزعة والتي يضعها الشركاء تحت تصرف المؤسسة. (عدون، 1998، الصفحات 26-27)
من خلال ما سبق يمكن تعريف التمويل الذاتي بأنه فائض الأرباح الناتج عن نشاط المؤسسة خلال سنة معينة، ويحتجز جزء من هذا الفائض ليبقى داخل المؤسسة بغرض تمويل توسعها، والتمويل الذاتي عبارة عن الأرباح بعد إجراء التوزيعات على المساهمين بالإضافة إلى الأقساط المحتجزة لغرض الإهلاكات.

ثانياً: السياسات المؤثرة على التمويل الذاتي

بما أن التمويل الذاتي يتكون أساساً من الأرباح المحتجزة، وأقساط الإهلاك، فإنه يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي لها دور كبير في تحديد نسبة الأرباح المحتجزة من الأرباح الإجمالية، كما يتأثر بالسياسة المحددة لأقساط الإهلاك.

1. أثر سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي:

إن أحد الأهداف الرئيسية لمعظم المؤسسات الاقتصادية هو تحقيق الربح، ولذا فمتى تكونت المؤسسة وقامت بنشاطها بنجاح فمن المتوقع أن تحقق أرباحاً، هذه الأرباح يمكن الاحتفاظ بها في المؤسسة لإعادة

استثمارها بغرض النمو والتوسع، أو توزيعها على المساهمين ملاك المؤسسة، كما يمكن أيضا الاحتفاظ بجزء منها داخل المؤسسة وتوزيع الباقي على المساهمين.

وإن كان هدف التوسع والنمو من الأشياء المرغوب فيها، فتوزيع الأرباح يعتبر أيضا من الأشياء المرغوب فيها أي أن سياسة توزيع الأرباح لها هدفين كلاهما مرغوب فيه، ومن هنا تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح باعتبارها السياسة التي تحدد مصير الأرباح التي تحققها المؤسسة، فتحدد مقدار التوزيعات على الملاك كما تحدد مقدار الأرباح التي تحققها المؤسسة، والواقع أن إجراء توزيعات الأرباح وزيادة معدل هذه التوزيعات يعني انخفاض الأرباح المحتجزة ويتبع ذلك انخفاض أو بطيء في معدل نمو هذه الأرباح مستقبلا.

ومسألة التصرف في الأرباح ترجع للجمعية العمومية للمساهمين، بإعتبار أن من مسؤولياتها اعتماد سياسة توزيع الأرباح التي يقترحها مجلس الإدارة، وعند تخطيط سياسة توزيع الأرباح يجب على الإدارة أن ترسم سياسة تهدف إلى مصالح المؤسسة، نفسها وتقوم بتوزيع عائد مناسب على الأموال، التي قدمها حملة الأسهم مع الأخذ بعين الإعتبار، أن السياسة التي تقوم بتخطيطها لا تخالف القوانين والتشريعات.

إن السياسة التي توفق بين العناصر الثلاثة تمثل السياسة المثلى لتوزيع الأرباح، هذه الأخيرة هي التي تعظم ثروة الملاك، وتتحدد هذه السياسة من خلال المقارنة بين الإستثمارات المتاحة للمؤسسة، وبين الفرصة المتاحة للملاك خارج المؤسسة لإعادة إستثمار الأرباح التي يحصلون عليها في شكل توزيعات من المؤسسة. (عبد الغفار و رسمية، 2000، صفحة 502)

فإذا كان العائد على إستثمار هذه الأرباح المحتجزة بواسطة المؤسسة، يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر لو قام هو نفسه بإستثمار، ما يحصل عليه من توزيعات، نجد أن المستثمر يفضل قيام المؤسسة بحجز هذه الأرباح وإعادة إستثمارها بدلا من توزيعها، وهذه الحالة تفترض أن المؤسسة لديها فرص استثمارية مربحة وعادة ما توصف هذه المؤسسات بأنها ذات معدل نمو متزايد أي مؤسسات ذات مردودية.

أما إذا كانت المؤسسة تعاني من بعض الصعوبات أو المشاكل ومعدل نموها يسير نحو التدهور، فهذا يعني أن المؤسسة ليست لديها فرص استثمارية مربحة، ومن ثم نجد أن معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر بنفسه من إعادة إستثمار ما يحصل عليه من توزيعات يفوق العائد الذي تحققه له المؤسسة وحتى يتحقق هدف تعظيم ثروة الملاك من الأفضل في هذه الحالة، أن يتم توزيع كل الأرباح أي نسبة التوزيعات تمثل 100% (عبد الغفار و رسمية، 2000، صفحة 503)

ومن هنا نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح، محددة بنسبة التوزيعات من جهة والأرباح المحتجزة من جهة أخرى، فالنسبة المتبقية من التوزيعات عبارة عن الأرباح المحتجزة التي تسعى المؤسسة لإعادة إستثمارها.

2. أثر سياسة الإهلاك على التمويل الذاتي:

تقرض الالتزامات القانونية والضريبية على المؤسسة تسجيل إهلاك الإستثمارات ضمن التكاليف في جدول حسابات النتائج، غير أن الإهلاك لا يعد استخداما للأموال بل احتجازا لجزء من الدخل سنويا حتى إذا ما

انتهى العمر الافتراضي للأصل يكون قد تجمع لدى المؤسسة مقادراً من الأموال يكفي لإحلال ذلك الأصل بأصل آخر جديد، وكما هو معلوم فإن تسجيل الإهلاك ضمن التكاليف سيؤدي إلى تخفيض نتيجة المؤسسة غير أن تسجيل هذه التكاليف التي لا ينجم عنها تدفقات مالية خارجية، يسمح بالاحتفاظ بمبالغ مالية غير موزعة من أجل إعادة استثمارها في المستقبل هذا من جهة ومن جهة أخرى تسمح هذه التكاليف بتحقيق وفر ضريبي. (قدام، 2006-2007، صفحة 16)

إن تسجيل الإهلاك ضمن التكاليف يجعل صافي الربح الذي يظهر في جدول حسابات النتائج لا يمثل صافي التدفق النقدي المتولد عن العمليات، إذا ينبغي أن تضاف إليه الأموال المحتجزة لأغراض الإهلاك وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{صافي التدفق النقدي} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} + \text{القسط السنوي للإهلاك}$$

من خلال المعادلة نلاحظ أن الإهلاك يوفر مورد ذاتي عبر حياة الأصل، يكفي لإحلاله عندما ينتهي عمره الافتراضي، وبناء عليه فإن الأموال المتاحة للمؤسسة، تتمثل في قيمة الأرباح المتولدة مضافاً إليها الأموال المحتجزة لأغراض الإهلاك. ويمكن زيادة الأموال المتولدة عن العمليات، إذا ما زاد قسط الإهلاك لا ترجع إلى الإهلاك نفسه بل ترجع إلى الوفرات الضريبية التي نجمت عن زيادة ذلك القسط، وترجع تلك الوفرات إلى مبدأ مالي يقضي بأن أي مصروف يتضمنه جدول حسابات النتائج، يتولد عنه وفرة ضريبية تقدر بقيمة ذلك المصروف مضروباً في معدل الضريبة الذي تخضع له أرباح المؤسسة وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{الوفرات الضريبية} = \text{قيمة المصروف} * \text{معدل الضريبة}$$

ويضاف قسط الإهلاك بالكامل إلى صافي الربح بعد الضريبة، لأنه بعد أن يخصم قسط الإهلاك من الإيرادات لغرض حساب الضريبة، يجب إضافته للأرباح المتولدة عن العمليات للوصول إلى صافي التدفق النقدي فالإهلاك لا يمثل تدفق نقدي فعلي إذا لم يحرر أحد شيك بقيمة ذلك القسط.

وتؤثر طرق تحديد أقساط الإهلاك على أرباح المؤسسة، لذلك يجب على المؤسسة تحديد الطريقة المناسبة لإهلاك استثماراتها، ويتم اعتماد هذه الأخيرة بناء على مجموعة من المعطيات أهمها الأثر الضريبي بالإضافة إلى التضخم النقدي والتقدم التكنولوجي.

ففي فترات التضخم مثلاً تلجأ المؤسسة إلى اختيار طريقة القسط المتناقص، وهذا من أجل استرجاع قيمة الأصل في أقصر وقت ممكن وتجنب خطر التضخم، غير أنه تبرز هنا أهمية إعادة تقييم الإستثمارات وذلك بتطبيق أقساط لإهلاك على أساس القيمة الحقيقية لا الدفترية، كما أن القطاعات التي تتميز باعتماد تكنولوجيا سريعة التقدم يجب عليها اعتماد الطريقة التي تمكنها من استرجاع قيمة أصولها في أقصر وقت ممكن. (قدام، 2006-2007، صفحة 17)

ثالثا: أنواع التمويل الذاتي

هناك نوعين من التمويل الذاتي هما:

1. تمويل ذاتي خاص بالمحافظة على مستوى النشاط:

هو عبارة عن التمويل الذاتي الذي هدفه المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، تخصص أموالها لتحقيق الأهداف المسطرة لا أكثر ولا أقل ويتكون عموما من الإهلاكات.

2. التمويل الخاص بالتوسع:

في بعض الأحيان، نجد أن التمويل الذاتي يفوق الانخفاض الذي يحدث في عناصر الأصول وفي هذه الحالة تلجأ المؤسسة، إلى استعمال ذلك الفائض في شراء استثمارات جديدة أو زيادة مخزونها أو حتى زيادة رأس مالها، ومنه فإن هذا النوع من التمويل الذاتي يسمى بالتمويل الذاتي الخاص بالتوسع والذي يتشكل من الأرباح بعد اقتطاع الضريبة والتوزيع. (سمير ، 1997، صفحة 55)

الشكل رقم(1-1): التمويل الخاص بالتوسع



المصدر: (سمير ، 1997، صفحة 55)

رابعا: مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي أساسا من:

- الأرباح المحتجزة؛
- حصص الإهلاك؛
- المؤونات؛
- الاحتياطات.

1. الأرباح المحتجزة

إن تحقيق الأرباح هو أحد الأهداف الأساسية والضرورية لحل المؤسسات، ومن هذا الربح تقوم المؤسسة بتجزئته إلى عدة أقسام، فمنه ما يذهب إلى المساهمين ليوزع عليهم، ومنه ما تحتفظ به ويسمى هذا الأخير بالأرباح المحتجزة أو المحجوزة.

الأرباح المحتجزة هي ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة، من ممارسة نشاطها في السنة الجارية، أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات والتي تظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة ضمن عناصر حقوق الملكية. (سمير ، 1997، صفحة 134)

ويقصد بسياسة توزيع الأرباح قرار تحديد جزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك، والجزء الذي يحتجز ويتوقف لجوء المؤسسة إلى التوزيع أو الإحتفاظ بالأرباح على مجموعة من العوامل وهي:

❖ **القواعد القانونية:** والتي تختلف من بلد إلى آخر إلا أنها تتفق في بعض الشروط منها:

- عدم إجراء توزيعات إلا على الأرباح الفعلية التي حققتها المؤسسة دون المساس برأس المال؛

- عدم جواز توزيع الأرباح عن حالات العجز المالي؛

- بالإضافة إلى بعض القوانين الأخرى التي تحدد الحد الأدنى والحد الأقصى للأرباح الموزعة.

❖ **الحاجة إلى سداد الديون:** وهذا يكون عند حلول أجال استحقاق هذه الديون التي تحصلت عليها المؤسسة

من أجل توسيع نشاطها.

❖ **الوضع الاقتصادي العام:** إن الأوضاع الإقتصادية المقبولة للمؤسسة عادة ما تدفع بها إلى الإحتفاظ

بمعظم أرباحها المحققة حتى تتمكن من مواجهة أي حالة طارئة في المستقبل.

❖ **عمر المؤسسة:** فالمؤسسة حديثة النشأة تعتمد إلى احتجاز قدر كبير من الأرباح لتعيد إستثمارها من

أجل توسيع نشاطها وتنميته.

❖ **طبيعة نشاط المؤسسة:** فإذا كانت الأرباح غير مستقرة كما هو الحال بالنسبة للصناعات الكمالية فإن

سياسة احتجاز الأرباح هي الأولى، وهذا حتى يتوفر للمؤسسة ما يكفيها من الأموال في الظروف الصعبة.

❖ **القيود في عقود الديون:** إن عقود الديون طويلة الأجل وغالبا ما تحد من حرية المؤسسة في توزيع

الأرباح وهذا بهدف حماية الدائنين فمثلا أن تنص هذه العقود على عدم توزيع الأرباح، التي تحققت بعد عقد الدين.

❖ **الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم:** إن الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم تؤثر على سياسة توزيع

الأرباح وهذا في حالة كون المؤسسة مملوكة، من طرف عدد قليل من المساهمين الخاضعين لشرائح ضريبية مرتفعة فهم يفضلون حجز الأرباح من أجل إعادة استثمارها بدلا من الحصول على أرباح قليلة بعد اقتطاع الضرائب منها:

- إضافة إلى ما سبق يجب على المؤسسة أن تحجز أرباحها ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها على

الأقل مساويا لمعدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة لمالكي المؤسسة؛

- الأرباح المحتجزة تقلل من درجة الخطر وهذا لكونها تزيد من سيولة المؤسسة وتقلل من تكلفة الديون؛

- تزيد من قدرة المؤسسة في الحصول على قروض جديدة؛

- تشجع على زيادة التوسع والنمو والقيام بالاستثمارات.

ويمكن أن نستنتج مما سبق أنه من بين أهم العوامل التي تدعو إلى احتجاز الأرباح هو تجنب التمويل لمشروعات المؤسسة، لأن هذه السياسة من أسهل الوسائل للحصول على الأموال اللازمة لتمويل الزيادة في الأصول المختلفة بدلاً من إصدار الأسهم والسندات.

2. حصص الإهلاك

2-1- تعريف الإهلاك:

يعرف الإهلاك على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الإستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية. كما يعرف الإهلاك بأنه طريقة لتوزيع التكاليف حيث توزع تكلفة الاستثمار القابل للإهلاك على دورات مدة حياته.

ويعرف على أنه مصروف لا يستخدم أموال الحاضر وإن كان يترتب عليه خصم جزء من الإيرادات واحتجازه لفترة إلى أن يحين وقت إحلال الأصول التي خصم لحسابها أقساط الإهلاك. (إبراهيم، 1999، صفحة 237) كما يعرف على أنه التعبير المحاسبي للخسارة التي تلحق بقيمة الإستثمارات، التي تنفذ نتيجة لمرور الزمن وتسمح بإعادة تكوين الأصول المستثمرة.

2-2- أنواع الإهلاك: هناك قسمين للإهلاك هما: (بن ربيع، 2002، الصفحات 220-222)

- الإهلاك العادي: وهو مطابق لتعريف الإستثمارات المادية ما عدى الأراضي غير المنتجة والقيم المعنوية.
- الإهلاك الغير عادي: والذي يمس الأراضي والقيم المعنوية التي لا تفقد من قيمتها في الحالات العادية بل تزيد فيها إلا استثناء كفقْدان الأرض قيمتها بسبب فتح سريع فيها أو فقْدان محل تجاري قيمته بسبب فتح أروقة أمامه.

2-3- طرق حساب الإهلاك: يمكن حساب الإهلاك بطرق مختلفة كل واحدة تهدف إلى تلائم الاستعمال الاقتصادي للمؤسسة ومن الممكن أن نجد طرق مختلفة داخل المؤسسة الواحدة ومن هذه الطرق نجد ما يلي:
- الإهلاك الثابت (الخطي): وتقوم هذه الطريقة على الافتراض أن الإهلاكات هي دالة لعامل الزمن وتخصص الإهلاكات بطريقة ثابتة على السنوات المقدرة، كحياة إنتاجية الاستثمار بغض النظر عن استخدامه أو تقاديه ويحسب بالطريقة التالية:

$$\text{قيمة الإهلاك} = \text{تكلفة الاستثمار} / \text{عدد السنوات}$$

بالتساوي على مدة استعمال الاستثمار.

- الإهلاك المتناقص: تكون فيه المخصصات ضعيفة في السنوات الأولى ثم ترتفع في السنوات الأخيرة.
- الإهلاك المتغير: يقيس تدهور الاستثمارات وفق هذه الطريقة بالأخذ بعين الاعتبار استعمالها، حيث أن التدهور في القيمة يزداد كلما زاد الاستعمال. (بن ربيع، 2002، صفحة 220)

2-4- أهمية حساب الإهلاكات: إن حساب الإهلاكات ضروري للأسباب التالية:

- المحافظة على رأس المال وذلك أن الأصل الثابت في نهاية حياته الإنتاجية غير صالح للإنتاج ولهذا فإنه ينبغي على المؤسسة أن تحجز من أرباحها السنوية جزء لمقابلة هذا النقص؛
- تحديد التكاليف وتحميلها لوحدات الإنتاج بما في ذلك الإهلاكات حيث أن تجاهلها يؤدي إلى تقييم المنتجات بتكلفة أقل. (الناشد، 1998، صفحة 239)

3. المؤونات: المؤونات أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر والأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل ومن بين الحالات التي تقوم المؤسسة فيها بتكوين المؤونات والمخصصات هي حالة احتمال أو ترقب حدوث أخطار محدقة بالمؤسسة مما يترتب عنها تكاليف باهظة عند وقوعها.
وهناك نوعين من المؤونات هما:

- مؤونات تدهور قيم المخزون وتدهور قيم الحقوق (الأوراق المالية، الزبائن)؛
- مؤونات الخسائر والأعباء (مؤونات الأخطار، مؤونات المنازعات أمام المحاكم، مؤونات الغرامات مؤونات صرف العملات، المؤونات الواجبة للتوزيع على عدد السنوات).

4. الإحتياطات: تمثل الإحتياطات نسبة من أرباح الدورة التي لم تصنف إلى الأموال الجماعية وهذا احتياط للدورات اللاحقة وفيها عدة أنواع منها ما فاض عن إجبارية القانون التجاري، ومنها اختيارية بعد تقرير كيفية توزيع النتيجة وجزء منها يخصص للإحتياطات. (بن ربيع، 2002، صفحة 220)

4-1-أنواع الإحتياطات:

تجزء الإحتياطات حسب المخطط المحاسبي الوطني إلى عدة أنواع أبرزها ما يلي: (سمير ، 1998، صفحة 134)

- **الإحتياطات القانونية:** يسجل في الجانب الدائن قيمة الإحتياطات التي تخص على إجباريتها القانون وتصل نسبتها 5% من الأرباح الصافية مطروح منها خسائر الدورات السابقة وتتوقف إجباريتها عندما تصل (10/1) من رأس المال الاجتماعي.

- **الإحتياطات التنظيمية:** يسجل في الجانب الدائن قيمة الإحتياطات المحددة بتنظيمات خاصة ضريبية؛
- **الإحتياطات التأسيسية:** وهي إحتياطات نصت عليها بنود العقد التأسيسي للمؤسسة؛
- **الإحتياطات الاختيارية:** هي الإحتياطات التي حددت من طرف الجمعية العامة للمساهمين؛
- **الإحتياطات التعاقدية:** هي إحتياطات نصت عليها عقود أخرى ماعدا العقد التأسيسي؛
- **الإحتياطات الأخرى:** ينص قانون الشركات على أنه يجوز للجمعية العامة بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية أن تقوم بتكوين إحتياطات أخرى وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة.

خامسا: تقييم التمويل الذاتي

ينطوي التمويل الذاتي على العديد من المزايا والعيوب من أهمها ما يلي: (اسماعيل و وآخرون، 2008، صفحة 291)

1. **مزايا التمويل الذاتي:** من أهم المزايا التي يتميز بها التمويل الذاتي ما يلي:

- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة إذا لا يوجد رقابة للدائنين عليه؛
 - يجنب التمويل الذاتي المؤسسة تحمل أعباء تعاقدية مثل دفع الفوائد وتسديد الديون عند اللجوء إلى الاستدانة كمصدر تمويل؛
 - يفتح المجال للاستدانة إذا يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط.
- 2. عيوب التمويل الذاتي:** رغم المزايا التي يتمتع بها التمويل الذاتي إلا أنه لا يخلو من العيوب والأخطار والتي نوجزها فيما يلي:
- قد يؤدي إلى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة تراجع الأرباح الموزعة؛
 - يكون التمويل الذاتي في بعض الأحيان غير كاف لتمويل كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وبالتالي فالاعتماد الكلي عليه قصد تحقيق عملية النمو المستقبلي تكون بشكل بطيء ومن ثم عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمربحة بسبب هذا النوع من التمويل.

المطلب الثاني: التمويل بالاستئجار

وسنتطرق في هذا المطلب على التعرف على التمويل بالاستئجار.

أولاً: تعريف الاستئجار

وهو عبارة اتفاق بين طرفين أحدهما بنك أو مؤسسة مالية أو مؤسسة تأجير مؤهلة لذلك والطرف الآخر المؤسسة المستأجرة، يخول لهذه الأخيرة حق الانتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة. ويحصل المؤجر على دفعات دورية مقابل تقديم الأصل، في حين أن المستأجر هو الطرف المتعاقد على الانتفاع بخدمات الأصل مقابل سداذه لأقساط التأجير للمؤجر.

وهو عملية تقوم بموجبها مؤسسة مالية أو بنكية، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة المؤسسة، مستعملة إياها على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار. (عياش و سميرة مناصرة، صفحة 286)

ثانياً: خصائص الاستئجار:

يوفر الاستئجار للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يلي: (كاتيا، 2017-2018، صفحة 122)

1. إعفاء المؤسسة من تقديم ضمانات في حالة التمويل من المؤسسات المصرفية، المؤجر بملكية الأصول المؤجر كضمان؛
2. قيام المؤسسة بتحديث أصولها بمعدات حديثة وتجنب خطر التقدم التكنولوجي وهذا ما يمكنها من المحافظة على مستوى منافسة مع المؤسسات الأخرى؛
3. توفير مزايا جبائية ووفرات ضريبية حيث تعتبر أقساط التأجير كتكاليف تخفض من الوعاء الضريبي الذي تخضع له المؤسسة؛

4. اختصار الزمن وتفعيل عنصر الوقت حيث يتم استئجار الأصول عند الحاجة اليها فقط؛ لكن رغم ما يوفره الاستئجار من مزايا الا انه يعتبر عالي التكلفة نظرا للقيمة العالية لأقساط التأجير كونها تغطي كل فترة اهتلاك الأصل، تكلفة المال المستثمر، بالإضافة الى علاوة محددة للمؤجر لمواجهة المخاطر والمصاريف الإدارية.

ثالثا: العناصر الأساسية لعملية الاستئجار

في أغلب الحالات عملية بالاستئجار هي عملية ثلاثية الأطراف، لكنها يمكن ان تمتد لتشمل عدة عناصر مختلفة، وتتمثل العناصر الأساسية لعملية التمويل بالاستئجار فيما يلي:

1. أطراف عملية التمويل بالاستئجار: هناك طرفان اساسيان يتدخلان بطريقة مباشرة في العملية وطرف ثالث غير مباشر: (عياش، 2014، صفحة 288)

- **المؤجر:** وهو المؤسسة الممولة التي تشتري آلات او معدات او تأمر ببناء عقارات حسب المواصفات المحددة مسبقا من طرف المستأجر الذي قد حصل على توكيل منها، فيصبح المؤجر مالكا للمال المؤجر بمجرد دفع ثمنه الى المورد أو المقاول، فحق الملكية في هذه الحالة يلعب دور الضمان الحقيقي لمواجهة المستأجر وكذلك في مواجهة غير المتعامل معه.

- **المستأجر:** وهو الشخص الذي يستفيد من العملية المالية، فيستعمل المال المؤجر كما يستفيد من عائداته وفي أغلب الأحيان يترك المؤجر عملية اختيار المال المؤجر وكذلك تحديد مواصفاته للمستأجر، فيقوم هذا الأخير بالتفاوض مع المورد او المقاول كما يمكنه ان يحدد بنود العقد.

- **المورد:** وهو الشخص الذي يقوم بصناعة او تشييد الأصل موضوع عملية التمويل بالاستئجار وله نوعان من العلاقات، منها ما يربط بالمؤجر انه المشتري الفعلي والمالك الأصلي للأصل، كما يرتبط بالمستأجر وهو المستعمل للمعدات او العقارات.

2. الأصول: يمكن ان تكون الأصول منقولة مثل معدات التجهيزات، وغيرها من الأصول المنقولة او أصولا غير منقولة، كالعقارات اللازمة للاستخدامات الإنتاجية او الاستعمال المهني او متعلقة بالمحلات التجارية، والعبرة من طبيعة المال ليست بالغرض الذي يخصص له هذا الأخير وانما تبعا لنشاط المستأجر.

3. الأجرة ومكوناتها: هي مبلغ من المال يتعهد المستأجر بدفعه بصورة دورية مقابل حق استعمال الأصل المؤجر، وتهدف أقساط التأجير الى تغطية رأس المال، كما تتضمن هامش يطابق الأرباح او الفوائد لمكافئة المخاطر المترتبة عن التمويل، إضافة الى المصاريف التي يمكن ان تتجم لدى المؤجر جراء ابرام عقد التمويل بالاستئجار.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق رأس مال المخاطر

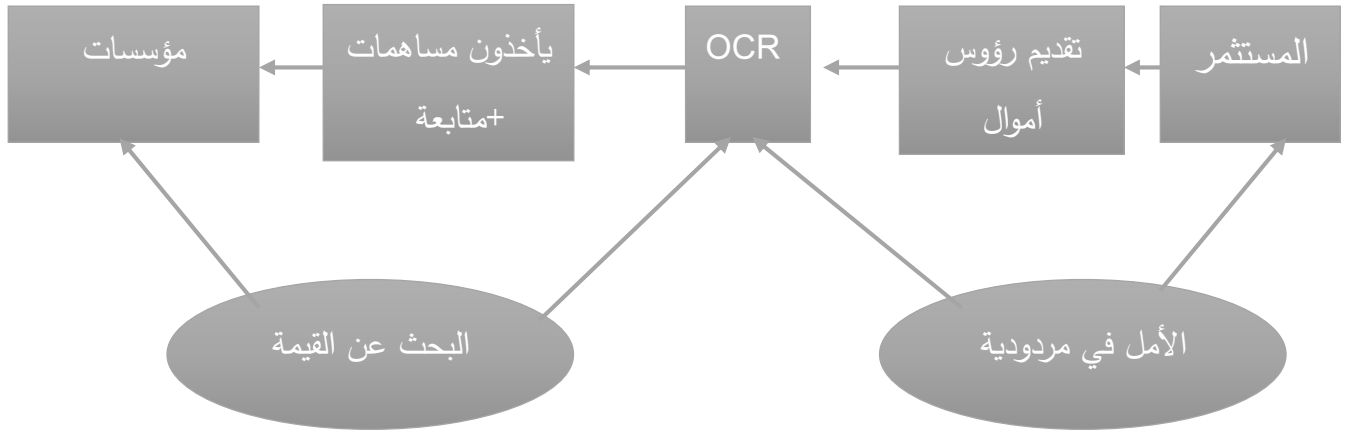
وسنتطرق في هذا المطلب الى التعرف على رأس المال المخاطر.

أولا: نشأة رأس المال المخاطر

بعد أن توارى أسلوب المضاربة الذي أخذته أوروبا عن الحضارة الإسلامية خصوصاً في القرن التاسع عشر، والذي ظهر في شكل رأس المال المخاطر، ومهمة الشركات تمويل الفنيين والشركات الصغيرة التي لا يملك أصحابها كفايتهم من المال اللازم للتشغيل، وتتعامل شركات رأس المال المخاطر مع هذه الأعمال بالمشاركة ومن ثم تعتمد على أسلوب البنوك التقليدية في تركيزها على الضمانات وسابقة الأعمال وحجم القوائم المالية، ذلك أن رأس المال المخاطر يتم استرداده في نهاية برنامج الاستثمار بعد إدراج عائد يحسب على أساس الربح المحقق، ومن دون تقديم لأي ضمان عند إبرام عقد المشاركة ويتحمل المستثمر (المخاطر) كلياً أو جزئياً الخسارة في حالة فشل المشروع الممول . (روينة و حجازي، 2006، صفحة 308)

إن الأساس الذي تقوم عليه هذه الشركات هو قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر أي المشاركة في السراء والضراء وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر



OCR : هم المتعاملون في رأس المال المخاطر

المصدر: (روينة و حجازي، 2006، صفحة 308)

- من خلال الشكل يمكن تلخيص إجراءات التمويل عن طريق شركات رأس مال المخاطر:
- في المرحلة الأولى من نشاط هذا النوع من الشركات، تقوم هذه الأخيرة بتجميع الموارد المالية ومن هنا تظهر قدرة المساهمين في هذه الشركة، ومهارتهم في تجميع الأموال وجذب المستثمرين؛
 - بعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إدارة ملفات الترشيح، التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل؛
 - ثم يتم تصنيف الملفات واختيار المشروعات الأنسب، لهذا التمويل وتحديد مرحلة وكيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة.

في مرحلة أخرى في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي، تقوم شركات رأس المال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق المالي. (بريش، 2007، صفحة 08)

ثانيا: مفهوم رأس المال المخاطر

تعرف مؤسسات رأس مال المخاطر على أنها كل رأس مال يوظف على أنه تمويل لابتكار جديد أو توسع مؤسسة أو تأسيس مؤسسة من دون التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، وتكون هذه الصيغة في التمويل على شكل مشاركة بمعنى أن صاحب رأس المال يصبح شريكا في المؤسسة. (برجي، 2011-2012، صفحة 107)

ويرجع أصل نشأة مهنة رأس مال المخاطر إلى اليوناني thales de Milet مؤسس علم الهندسة الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج الزيت من الزيتون)، بفضل القروض التي حصل عليها والتي لولاها لما تمكن من إنشاء أو تطوير مشروعه، وتكررت التجربة خلال رحلات الإنسان والبرتغال إلى العالم الجديد (خلال القرنين 15 و16).

لذا فإنه من مصلحة الدول النامية (خاصة الجزائر) أن تعمل على تنمية، هذه المؤسسات لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية وبالفعل قد صرح رئيس الجمهورية، السيد عبد العزيز بوتفليقة خلال اجتماعه مع المقاولين أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنادي الصنوبر 2004/01/14 بأنه سيتم إنشاء صندوق رأس مال المخاطر لفائدة المؤسسات، الصغيرة والمتوسطة وهذا الصندوق كما جاء على لسان الرئيس ثمة التزام مشتركة بين السلطات العمومية، والبنوك برأس مال قدره 30مليار دج. (عبدالباسط، 2001، صفحة 04)

في دراسة أخرى يعرف رأس مال المخاطر على أنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة بالسوق من أجل تحقيق أرباح على المدى البعيد. (محمد و بن زاوي، 2014، صفحة 16)

ثالثا: أهداف شركات رأس مال المخاطر: (برجي، 2011-2012، صفحة 108)

انتشرت هذه المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية وبعدها في الدول الأخرى بهدف:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الإستثماري؛
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشرط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة؛
- توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو مالية المخاطر، والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات الغير قادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم

العامة، أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها وهذه الإستثمارات هي لأجل طويلة، وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا.

رابعا: مراحل التمويل عن طريق رأس مال المخاطر: (عبدالباسط، 2001، صفحة 109)

يلبي رأس مال المخاطر احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة والتي تتمثل في:

- **تمويل المرحلة المبكرة:** يهدف رأس مال المخاطر إلى تمويل بحوث التنمية، والتطوير للمشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة، قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري، وإلى تمويل إنشاء مشروعات جديدة (لرأس مال ثابت -رأس مال عامل) وحيث الموارد المالية الكافية.

- **مرحلة التمويل اللاحقة:** يهدف رأس مال المخاطر في هذه المرحلة، إلى تمويل وتنمية وتطوير الشركات القائمة والتي تحتاج إلى متطلبات تمويلية خاصة، وتقدم أفاق نمو جذابة ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسع للشركات غير المسجلة في البورصات، بهدف مساعدتها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء، في رأس مال الشركات الربحية والذين يرغبون في التخرج.

- **تمويل الحالات الخاصة:** يوجه رأس مال المخاطر لتمويل احتياجات خاصة لشركات ناضجة والتي تكون غالبا أجزاء من شركات ضخمة، ويتضمن ذلك تمويل شراء حصة الملكية، والسيطرة على شركات قائمة إضافة إلى تمويل الشركات ذات الأداء الضعيف، ولكن يتوفر لديها فرص واضحة للتحسن.

المبحث الثالث: التمويل بالبورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ان السوق المالي يؤدي دور الوسيط في انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز وذلك من خلال المنشآت والأدوات المالية، سنحاول ضمن هذا المبحث ابراز مفهوم السوق المالي وتقسيماته، التعرف على الأدوات الاستثمارية المتداول في السوق المالي ومخاطره.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي وتقسيماته

وسنتطرق خلال هذا المطلب الى:

أولاً: مفهوم السوق المالي

تعرف على أنها مكان تداول الأوراق المالية، ولكن أطراف التعامل في هذه الأسواق هم المدخرون والمستثمرون، والأسواق المالية هي حلقة الوصل بينهما ويعني ذلك أنها المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال. (أحمد، 2004، صفحة 13)

كما تعرف كذلك بأنها الأسواق التي تتلخص آلية عملها في نقل الأرصدة المعدة للإقراض من الوحدات ذات الفائض المالي إلى وحدات ذات العجز المالي، أي نقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي يقل إنفاقها النقدي الجاري عن تيار دخلها النقدي الجاري الى الوحدات التي يفوق إنفاقها النقدي الجاري عن دخلها النقدي الجاري، وبهذا هي عملية لخلق الموجودات والمطلوبات في أن واحد.

السوق المالي وسيلة ينتقي فيها شرط المكان، ويلتقي خلالها المشترون والبائعون، والوسطاء والمتعاملون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية، بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق الأصول المختلفة ولمدد متباينة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات خاصة بذلك. (الحيكاني و الموسوي، 2015، صفحة 109)

ويحتل السوق المالي أهمية كبيرة في الاقتصاد، وتتمثل هذه الأهمية بالنقاط الرئيسية التالية: (الحيكاني و الموسوي، 2015، صفحة 115)

1. يلعب السوق المالي بصورة غير مباشرة دورا رئيسيا فتخطيط السياسة النقدية، إذ يتمكن البنك المركزي بواسطة سوق النقد من ممارسة دوره التحكيمي في أسعار الفائدة عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق المالي؛
2. إن وجود سوق مالي ذا فاعلية يعمل على توفير سيولة أكبر للأصول المالية قصيرة الأجل ينعكس على انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل ويدفع ذلك إلى زيادة الطاقة الإنتاجية ومن ثم خلق الانتعاش الاقتصادي؛
3. يعد السوق المالي مصدرا للتمويل طويل الأجل عبر عمليات سوق رأس المال مما يعزز من النشاط الاقتصادي ورفع مستوى الدخل القومي؛

4. العدالة في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة مما يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا وذات الجدوى الاقتصادية؛

5. تنمية الادخارات وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني؛

6. تنظيم عمليات الإصدار للأوراق المالية ومراقبتها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته.

ثانيا: تقسيمات السوق المالي

يتركز استخدام الأموال في أي مشروع اقتصادي في قناتين أساسيتين، هما تمويل رأس المال المستثمر وتمويل رأس المال العامل، إذ تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال المستثمر في تمويل شراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي، في حين تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال العامل في تمويل شراء الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي ولهذا تختلف أساليب التمويل في كلتا الحالتين إذ يكون تمويل رأس المال المستثمر لمشروع ما بأدوات تمويل طويلة الأجل في حين يمول رأس المال العامل بأدوات تمويلية قصيرة الأجل ويطلق على النوع الأول لأدوات التمويل طويلة الأجل أسواق رأس المال في حين يطلق على النوع الثاني من أدوات التمويل قصيرة الأجل أسواق النقد وفيما يأتي عرض لتصنيف السوق المالي:

أولاً: أسواق النقد: يعد سوق النقد المصدر الرئيسي لتمويل قصير الأجل وهو يوفر خواص للمقترضين من أجل الحصول على تمويل استثماري يغطي المشاريع الاستثمارية التي يورمون القيام بها وتلعب البنوك التجارية دور قيادي في نشاط هذا السوق فضلا عن مجموعة من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه إذ تبرز أهمية هذا النوع من الأسواق بشكل كبير في الاقتصاد والمجتمع من حيث توفير السيولة والإسهام في إدارة النقد ضمن الاقتصاد.

ثانيا: سوق رأس المال: يعد سوق رأس المال أداة لتوجيه الموارد المالية، من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي باتجاه الوحدات الاقتصادية ذات العجز النقدي، وتتعامل هذه الأسواق بأدوات الدين طويلة الأجل مثل السندات وأدوات الملكية كالأسهم، ومن الخصائص المميزة لسوق المال أنه أقل اتساعا من سوق النقد لكنه أكثر تنظيما ويقسم سوق رأس المال على: (الحيكاني و الموسوي، 2015، صفحة 117)

1. **أسواق حاضرة:** وتسمى أيضا بالسوق الفورية وهي تقسم على قسمين أساسيين هما:

❖ **السوق الأولي:** وهي سوق تباع فيها الأوراق المالية (أسهم، سندات) لأول مرة وهي تصنف بدورها إلى نوعين:

- **سوق التمويل المباشر:** التي تتعامل في جميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركات المقترضة وتسوقها مباشرة من دون تدخل الوسطاء الماليين.

- **سوق التمويل غير المباشر:** ويقصد بها تلك الأسواق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم عبر الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية.

❖ **السوق الثانوية:** وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي وهناك نوعان من الأسواق الثانوية:

- **الأسواق المنظمة:** وتمتاز هذه الأسواق بوصفها مكانا محددا يلتقي فيه المتعاملون في الأوراق المالية بيعا وشراء المسجلة في هذه الأسواق، ومما يميز هذه الأسواق أيضا توافر التشريعات والأنظمة التي يجب على كل مؤسسة تروم الدخول إليها استيفاءها وتقسم الأسواق المنظمة أو ما يطلق عليها البورصات على قسمين: الأسواق المركزية والأسواق المحلية. (الحيكاني و الموسوي، 2015، صفحة 118)

- **الأسواق الغير منظمة:** أو ما يطلق عليها الأسواق الموازية أو أسواق ما فوق الكاونتر وهي السوق التي تتعامل بواسطة بيوت السماسرة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء تلك المعاملات وتتضمن الأسواق الغير منظمة نوعين هما:

❖ **السوق الثالثة:** وتتضمن السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لديهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وتضم هذه السوق عملاء عدة من أبرزهم صناديق التقاعد ومحافظ الأوراق المالية المدارة من لدن البنوك التجارية.

❖ **السوق الرابعة:** وتتعامل فيها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في بيع الأوراق المالية، وشرائها من أجل الحد من العملات التي يدفعونها إلى السماسرة، وقد يتم التعامل بين هذه المؤسسات عبر شبكة الاتصال الإلكترونية تدعى (Instinct).

ثالثا: الأسواق الآجلة: ويطلق عليها أيضا بأسواق المشتقات وتعد الأسواق الآجلة أحدث أنواع الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق، بعد التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية وخاصة في جانب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذا فقد أنشأت هذه الأسواق للتحوط من مخاطر تقلبات تلك الأسعار، وتقسم الأسواق الآجلة على الآتي:

1. **سوق العقود المستقبلية:** وهي سوق لبيع الأوراق المالية وشرائها في المستقبل، إذ يستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية واستلامها بسعر معين في وقت لاحق. (الحيكاني و الموسوي، 2015، صفحة 119)

2. **سوق عقود الخيارات:** عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين من السوق المالي للتعامل بسعر معلوم ومحدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الثاني، الذي يتحمل تكلفة قيام العقد أي أن عقود الخيار هي حق وليس التزاما، في بيع وشراء أوراق مالية أو أصول معينة.

3. **سوق عقود المبادلة:** عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر، في تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة أي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتتم عملية تسوية عقود المبادلة على مدد دورية ويعد عقد المبادلة ملزما لطرفي العقد على عكس عقد الخيار. (الحيكاني و الموسوي، 2015، صفحة 120)

ثالثاً: تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على انها تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة. ويمكن تعريفها على انها عبارة عن تقسيم السوق الأصلي او النظامي، فالسوق الثانوي يقسم الى سوق أولى خاصة بالمؤسسات الكبرى والرئيسية، وسوق ثانية تخصص للمؤسسات التي لا تستطيع الوفاء بشرط الادراج في السوق الرئيسي وعادة ما تخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. (الشريف، صفحة 7)

وتعرف على أنها تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأخذة في نمو رأسمالها وغير مؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة، او هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها. (مكاوي و بابا، 2017، صفحة 202)

ومن خلال التعاريف السابقة نستخلص أن بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي السوق المالية المخصصة لتداول أسهم هذه المؤسسات والتي هي في طور النمو في رأسمالها بحيث تتميز هذه البورصة بانخفاض الأعباء الإدارية مما أدى الى استقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

رابعاً: مزايا بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

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

1. بالنسبة للاقتصاد القومي: توجد العديد من المزايا للاقتصاد القومي يمكن ذكر أهمها فيما يلي: (الشريف، صفحة 8)

- زيادة التكامل واندماج القطاع الغير الرسمي في الاقتصاد الكلي؛
- جذب الاستثمارات العربية والأجنبية في قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة؛
- دعم القطاعات الواعدة والي تعاني من مشاكل وعقبات التمويل؛
- تؤثر بورصة المؤسسات الصغيرة بشكل إيجابي في درس السيول النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق في حالة الركود الى حالة الرواج الاقتصادي؛
- تفعيل اليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر هذا السوق سيوفر قاعدة بيانات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جميع القطاعات الاقتصادية وهو ما يمثل فرصة لرأس مال المخاطر الذي يرغب في الاستثمار في هذه الشركات ومعرفة امكانياتها واطرافها 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.

2. بالنسبة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة: (مكاوي و بابا، 2017، صفحة 203)

- تتيح مصادر تمويل إضافية لتلك المشروعات؛
- تسمح بدخول المستثمرين الاستراتيجيين ليصبحوا مشاركين في المؤسسة او المشروع وهو ما يحسن من كفاءة إدارة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة؛
- تساعد على تحديد قيمة عادلة للمؤسسة او المشروع الصغير والمتوسط بالإضافة الى الحصول على وضع أفضل اتجاه المسؤولين.

المطلب الثاني: الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق المالي ومخاطره

ان الأدوات المتعامل بها في سوق الأوراق المالية نوعان أحدهما يعبر عن الملكية وأخرى يعبر عن المديونية.

أولاً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق المالي

1-الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق النقدي:

❖ **أذونات الخزينة:** تمتاز بسعر فائدة مميز، وتتنوع في تاريخ الاستحقاق حيث تقوم الخزينة بإصدار أذونات قابلة للتداول في الأسواق المالية لفترات قصيرة، تتراوح ما بين 3 أشهر و 120 يوم، على أساس الخصم مقابل دفع الفوائد على هذه الأذونات، فيكون العائد التعويضي عبارة عن الفرق بين سعر الشراء والسعر الاسمي للأذونات. (ماهر و مروان، 2004، صفحة 73)

❖ **القبولات المصرفية:** أدوات دين قصيرة الأجل تستخدم في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، وهي حوالة مصرفية تصدرها شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره، أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويختم البنك الحوالة بعبارة قبول. (محمود و وآخرون، 2004، صفحة 90)

❖ **اتفاقية إعادة الشراء:** هي اتفاقيات قصيرة الأجل، يقل أجلها عن أسبوعين تستعملها المصارف لضمان أذونات خزانة تملكها، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في تاريخ المتفق عليه مسبقا يصبح المقرض مالكة لأذونات الخزينة الضامنة للقرض. (محمود و وآخرون، 2004، صفحة 85)

❖ **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** وهي شهادات شخصية يصدرها البنك ولا يعطي لحامله الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل هذا التاريخ فليس لحامل هذه الشهادة سوى عرضها للبيع في السوق الثانوية والذي يتضمن البنوك التجارية وبنوك السماسرة والتجارة التي تتعامل في مثل تلك الشهادات.

❖ **القروض المصرفية قصيرة الأجل:** وهي القروض التي تمنحها المصارف والمؤسسات المالية المشابهة وتكون مدتها أقل من سنة، وتكاليف هج القروض عي بمقدار الفائدة المدفوعة، وتستخدم لأغراض تمويل رأس المال التشغيلي للمشاريع وهي أداة دين قصيرة الأجل تتراوح مدتها من 3 إلى 12 شهرا. (دريد ، 2009، صفحة 232)

2- أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال:

❖ **الأسهم:** يعتبر السهم نوع من أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية فهو عبارة عن قيمة منقولة الممثلة بسند ملكية يمتلكها شخص تسمح لصاحبها بأن يكون مساهم وشريك في المؤسسة ويمكنه أن يقوم بتبادلها وهناك نوعان من الأسهم:

- **أسهم عادية:** ويقصد بها أداة ملكية ذو صيغة مالية قابلة للتداول مما يعطيه مرونة كبيرة في تسيله تصدرها شركات مساهمة، التي تعتبره أداة تمويل رئيسية لرأس مالها وأداة ادخارية واستثمارية في آن واحد من وجهة نظر المستثمرين طبقا للاستراتيجية المتبعة من قبله.

- **أسهم ممتازة:** هي عبارة عن شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق. (محفوظ، 2002، صفحة 27)

❖ **السندات:** هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض تقديم مدفوعات إلى المقرض والتي هي الفائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات وحتى تسديد القرض في وقت مستقبلي بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية. (معروف، 2003، صفحة 109)

ثانيا: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تنطوي الأسهم والسندات فيما بينها على مخاطر كبيرة حيث أن الأوراق المالية الحكومية تكاد تكون خالية من المخاطر خاصة السندات، طالما أنه لا يوجد احتمال لعدم سداد الفوائد أو القيمة عند تاريخ الاستحقاق، أما الأوراق المالية غير الحكومية وخاصة الأسهم، فإن الخطر فيما يعتبر عنصرا مؤثرا في اتخاذ القرار الاستثماري، ما يتطلب تحديد نوع المخاطرة التي تتصف بها الأوراق المالية، وعموما تصنف مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الى صنفين: (دريد ، 2009، الصفحات 108-109)

❖ **المخاطر المنتظمة:** هي تقلبات في العوائد نتيجة عوامل عامة في السوق وتؤثر على جميع المنشآت: مثل التضخم، السياسات الحكومية، وتتعلق هذه المخاطر بعوائد السوق ولذا فإنها تعتبر مخاطر السوق وهي مخاطر لا يمكن تجنبها عن طريق التنوع، ولا يقتصر تأثير العوامل السابقة على مؤسسة، او قطاع بعينه دون ان يكون لمتخذي القرار اي القدرة في تحديدها، والسيطرة عليها لذلك فإن هذا النوع من المخاطر يساهم بشكل أساسي في تباين العائد المتوقع.

❖ **المخاطر غير منتظمة (الخاصة، الداخلية):** هي المخاطر التي تنفرد بها مؤسسة صناعية، أو شركة معينة تؤدي إلى أحداث تغيرات منتظمة في عوائد أسهمها، بحيث تكون هذه المخاطر مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي، ويرجع سبب هذه المخاطر إلى: حدوث اضطراب عالي في مؤسسة أو قطاع معين، والأخطار الإدارية وظهور اختراعات جديدة وغيرها، هذا معناه أن المخاطر الغير منتظمة التي تتعرض لها الشركات التي تنتج وبيع استهلاكية، أو غير معمرة قد تأتي من عنصر المنافسة الذي يؤثر كثيرا على هذه

الصناعات، هذا النوع من المخاطر بالنسبة للمستثمر يمكن الحد منه من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية، وتوزيعات رأسمالها على عدد من الأوراق المالية.

المطلب الثالث: شروط قيد الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقواعد التداول والمقاصة

وستتطرق خلال هذا المطلب الى:

أولاً: شروط قيد الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتلخص فيما يلي: (مكاوي و بابا، 2017، صفحة 205، 204)

1. أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيد المركزي؛
2. ألا يتضمن النظام الأساسي للمؤسسات أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها؛

3. أن تكون المؤسسة المصدرة للأوراق المالية قد أصدرت القوائم المالية الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد؛

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

5. ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوب قيدها عن 100 ألف سهم؛

6. ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 10 % من مجموع الأوراق المالية المصدرة وألا

يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم؛

ويجوز للجنة قيد الورقة المالية ولو لم يتوافر هذا الشرط على أن تتعهد المؤسسة باستيفاء هذا الشرط خلال سنة على الأكثر من تاريخ العقد.

ثانياً: قواعد التداول والمقاصة والتسوية ببورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة

توجد عدة قواعد للتداول والمقاصة والتسوية ببورصة المشروعات وتتمثل في: (مكاوي و بابا، 2017، صفحة 205)

1. يتم التداول في هذا السوق من خلال المزايدة ويسمح خلالها لمؤسسات السمسرة بإدخال العروض والطلبات وبدون حدود سعرية، وتسجيل عروض وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقاً للأوامر الصادرة إليها من عملاءها؛

2. يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائياً في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة، ويتم تحديد السعر الذي يحقق أكبر مستوى من السيولة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

3. يحق لمؤسسات السمسرة تعديل أوامرهم أو الغاؤها بناء على طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايدة وحتى الإغلاق العشوائي للجلسة بما في ذلك إدخال وتعديل الكمية والسعر،

4. 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.

خلاصة:

لقد تم خلال هذا الفصل تناول مفاهيم حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وطرق تمويلها، ونتيجة تنوع المعايير المستعملة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واختلاف الظروف الاقتصادية والاجتماعية لكل دولة، أدى ذلك الى صعوبة الاجماع حول تعريف موحد لهذه المؤسسات مما جعل كل دولة تتفرد بتعريف خاص بها وكذا التعرف على بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومزاياها. وتمتاز هذه المؤسسات بخصائص كثيرة منها سهولة تأسيسها مقارنة بالمؤسسات الكبيرة بحيث لا تتطلب رؤوس أموال كبيرة ولا تكنولوجيا عالية.

ولكن بالرغم من كل الامتيازات التي يحظى بها قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه هناك عدة مشاكل وتحديات من شأنها أن تحد من نشاطها وتعرقل تطورها لذلك على صاحب المؤسسة دراسة كل التحديات والمشاكل التي يمكن ان يواجهها.

الفصل الثاني: دراسة
حالة بعض التجارب
الدولية مع الإشارة لحالة
الجزائر

الفصل الثاني: دراسة حالة بعض التجارب الدولية مع الإشارة لحالة الجزائر تمهيد:

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من معوقات تمويلية وصعوبة الحصول على التمويل المصرفي وتفضيل البنوك والمؤسسات المالية للمؤسسات الكبيرة في منح الائتمان مقارنة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لذا توجب على هذا النوع من المؤسسات البحث عن بدائل تمويلية لتغطية إحتياجاتها التمويلية. حيث سارعت الدول المتقدمة مبكرا إلى الاهتمام بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإذا كانت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة لا تعاني من مشاكل تمويلية كبيرة إلا أن أغلبها في الدول النامية والعربية تعاني من مشاكل التمويل، ولقد سعت العديد من الدول العربية لتسهيل نفاذ هذه المؤسسات للتمويل المصرفي من خلال عدة أليات وإصلاحات بالإضافة إلى إنشاء مؤسسات تمويلية متخصصة لهذا القطاع.

وعلى هذا الأساس سوف نستعرض في هذا الفصل بعض التجارب الدولية في مجال دعم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دول متقدمة ونامية، في مباحث ثلاث تضم المحاور التالية:

✓ **المبحث الأول: دراسة بعض التجارب الدولية؛**

✓ **المبحث الثاني: تجربة الجزائر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛**

✓ **المبحث الثالث: تقييم تجربة الجزائر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**

المبحث الأول: دراسة بعض التجارب الدولية

يلعب السوق المالي دورا هاما في توفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة في الدول المتقدمة والنامية، وذلك ما سنوضحه في دراستنا لبعض التجارب الدولية.

المطلب الأول: تجارب الدول الأوروبية

من خلال ما يلي سوف نستعرض بعض تجارب الدول الأوروبية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة.

أولا: التجربة الإنجليزية: سوق للاستثمارات البديلة (AIM) Alternative Investment Market

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

تتميز هذه السوق بشروط أكثر مرونة في قبول المؤسسات بها مقارنة بالسوق الرئيسية، حيث لا يوجد حد أدنى من رأس المال المطلوب ولا حد للأسهم المطروحة للتداول، وليس مطلوب منها تقديم نتائجها المحاسبية عن تاريخها، وليس إجباريا حصولها على تأشيرة البورصة الرئيسية لقبول تداول أوراقها وبالمقابل ضرورة أن يرافق المؤسسة الرغبة، في الإدراج بها راعي أو مستشار معتمد من طرف هيئة سوق لندن للأوراق المالية وفي الوقت نفسه يجب أن يرافقها سمسار أوراق مالية مسؤول عن تسهيل وتشجيع التداول في أسهم الشركة في السوق، وكثيرا ما تختار المؤسسة نفس الشركة لتكون مرافقا وسمسارا لها، وتمتاز الأسواق اللندنية بكبار المحللين الذين يستطيعون تسويق الشركات لصناع الأسواق فضلا عن تقديم تلك الشركات إلى صناديق التحوط، وصناديق التقاعد، وغير ذلك.

سوق الاستثمارات البديلة أصبحت سوقا دولية لاستقطاب المؤسسات الأجنبية، الرغبة في الإدراج والتمويل عبر البورصة ساعدت منذ إنشائها أكثر من 3000 مؤسسة، على تحقيق أكثر من 60 مليار جنيه إسترليني وتضم حاليا 1094 مؤسسة (منها 228 مؤسسة أجنبية)، بقيمة سوقية تجاوزت 78 مليار جنيه إسترليني.

(Main Market Favtsheet Publucation of london stock exchange, 2023)

ثانيا: التجربة الفرنسية

في ظل المساعي الحديثة من قبل السلطات الفرنسية في مجال دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا سيما في مجال التمويل، تم إنشاء سوق مالية تناسب هذه المؤسسات وكان ذلك في ماي 2005، حيث تم إنشاء سوق "Alternext" أطلق عليها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بهدف تمويل المؤسسات والمستثمرين، وبعد سنتين من تأسيسه بلغ عدد المؤسسات المدرجة في هذه السوق 90 مؤسسة ووصلت رسملة السوق إلى حوالي 8.4 مليار أورو.

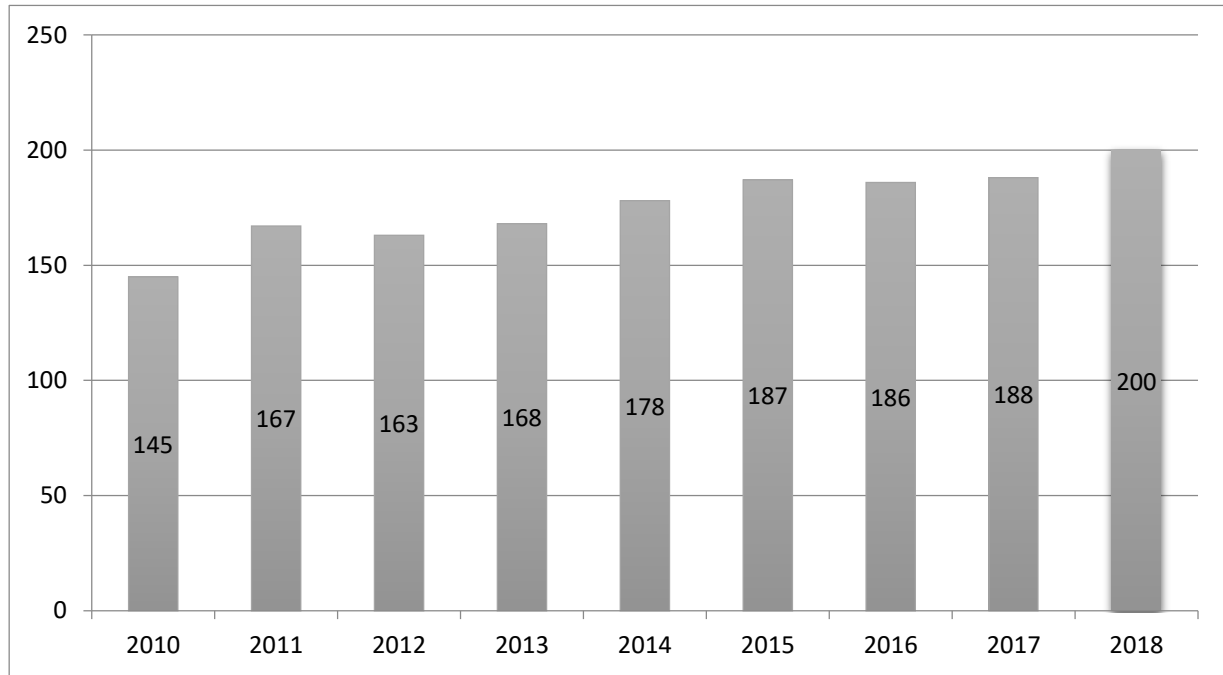
1. سوق ALTERNEXT

تم إنشائها من طرف Euronext في 17 ماي 2005 من أجل إدراج وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تخضع لقواعد قيد أقل تقييدا مع حد أدنى من الحماية، حيث أن الشركة التي ترغب في الدخول إلى هذه البورصة تطرح في السوق مالا يقل عن 2.5 مليون أورو من الأوراق المالية (وهو رقم أقل بكثير من الحد المطلوب في السوق الرئيسية Euronext التي تشترط 15 مليون أورو في المتوسط) وهذا من أجل توفير حد أدنى من حركية أوراق المؤسسة في البورصة، كما يجب عليها تقديم كشوفها المحاسبية لسنتين سابقتين لسنة طلب الإدراج، ومع ذلك فهي ليست ملزمة بتقديمها وفقا للمعايير الدولية للمحاسبة على عكس المؤسسات التي تطلب الإدراج في البورصة الرئيسية للاتحاد الأوروبي التي يشترط منها تقديمها وفقا لهذه المعايير ولمدة ثلاث سنوات ماضية، كما يشترط لها تقديم قائمة المؤسسات الراعية، والتي تضم متخصصين ماليين يرافقون الشركة، خلال عملية الإدراج تتولى القيام بمهمتين الأولى تتمثل في تقديم النصائح، والمساعدة خلال عملية الاكتتاب، ثم في السنوات الأولى من بدء التداول (سنتين على الأقل) تتمثل مهمتها في دعم الشركة خلال حياتها في البورصة، وبالنسبة لقواعد الإفصاح المالي فخلافا للشركات المدرجة بالبورصة الرئيسية Euronext الشركات المدرجة في Alternext ليست ملزمة بنشر فصيلة عن حساباتها، إلا أنها ملزمة بتقديم الحسابات السنوية والحسابات السادسةية. (www.observatoire financement entreprises.com, 2023)

2. تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق المالية الفرنسية:

في 11 ماي 2007 أي بعد سنتين من تأسيس سوق ألترنكست، بلغ عدد المؤسسات الصغيرة المدرجة حوالي 90 مؤسسة حيث وصلت رسملة السوق إلى حوالي 8.4 مليار أورو، أبرز هذا السوق كسوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لنجاحه، ثم فتح فروع أخرى في كل من بروكسل وأمستردام والشكل المالي يبين تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة ألترانكست خلال الفترة الزمنية 2010-2018.

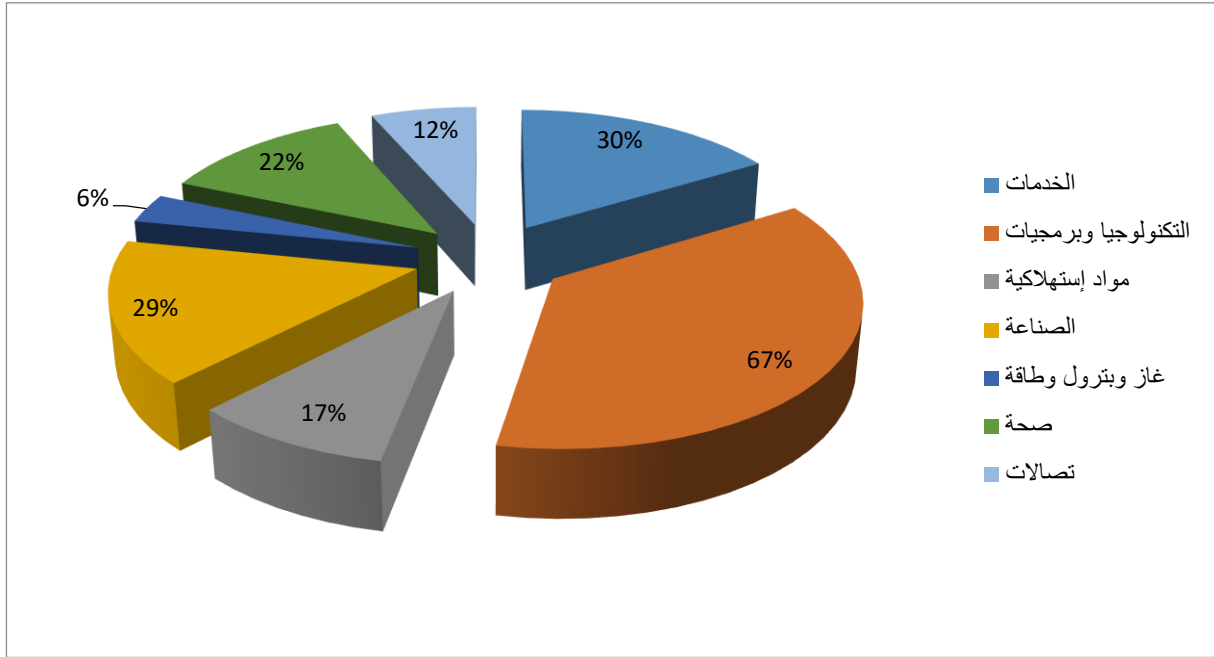
الشكل رقم(2-1): تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق Alternext



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على(www.observatoire financement entreprises.com, 2023)

نلاحظ من خلال الشكل ان المؤسسات المدرجة في سوق الترنكست في تطور خلال الفترة الزمنية المدروسة حيث في سنة 2010 كانت 145 مؤسسة أما في سنة 2011 وصل عدد المؤسسات إلى 167 مؤسسة، وفي سنة 2012 نلاحظ انخفاض في عدد المؤسسات المدرجة في هذه السوق حيث انخفضت إلى 163 مؤسسة كما نلاحظ أنه في سنة 2014 ارتفعت عدد الشركات المدرجة في هذه السوق إلى حوالي 178 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، اما في سنة 2016 وصلت الى حوالي 186 وتواصل ارتفاعها الى سنة 2018 حيث بلغ عددها 200 مؤسسة، وهذا ما يدل على أهمية هذه السوق في توفير التمويل وتغطية الاحتياجات التمويلية لتلك المؤسسات.

الشكل رقم(2-2): توزيع المؤسسات المدرجة في سوق Alternext حسب القطاع



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على (www.observatoire financement entreprises.com, 2023)

ثالثا: التجربة الإيطالية:

تعتبر التجربة الإيطالية أحد التجارب الناجحة عالميا، والمتميزة بكونها تعتمد على التنمية الداخلية من خلال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكونها مجموعة متخصصة من المؤسسات، مستقرة في منطقة جغرافية معينة حيث أنها تشكل شبكة مترابطة، يتوزع فيما بينها العمل وإنتاج سلعة محددة، فإيطاليا تملك نحو 600 منطقة صناعية في الشمال ووسط البلد حيث أنها موزعة على 22000 وحدة إنتاجية، ويعمل بها ما يزيد على نصف مليون عامل، وبالتالي يعتبر القطاع الصناعي من أكثر القطاعات التي تضم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

قامت البورصة الإيطالية بتأسيس قسم خاص، لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإيطالية، في 1 مارس 2012، أطلق عليه السوق البديلة لرأس المال، وذلك تحت إشراف بورصة لندن لتجسيد تجربتها في سوق الاستثمارات البديلة، لأكثر من 15 سنة، والوصول إلى نفس النتائج المحققة.

وخلافا للسوق الرئيسية، فإن سوق الاستثمارات البديلة تسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإيطالية بالدخول إلى البورصة، خلال فترة قصيرة وبإجراءات بسيطة، وبأقل تكلفة وذلك لتميزها بسرعة ومرونة إجراءات القيد، وحماية المستثمرين في نفس الوقت مع احترام الشروط فيما يتعلق بالشفافية، والسيولة في السوق الرئيسية فنجد إجبارية تبليغ السوق بكل المعلومات التي من شأنها التأثير على قيمتها السوقية.

تعتمد السوق البديلة لرأس المال لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ضرورة استيفائها لشروط أساسي وضروري هو مرافقة مستشار معتمد بمثابة راعي للمؤسسة، وهو مسؤول أمام البورصة الإيطالية لتهيئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقيدها في السوق، ومراقبتها في إعداد تقاريرها المالية، واحترام متطلبات الإفصاح

والشفافية خلال مدة بقائها في السوق، قبل إنشاء السوق البديلة لرأس المال، عرفت إيطاليا سوق وهو جزء من البورصة الإيطالية مخصص للمؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم برأس مال أقل من 1 مليار أورو، للإدراج بها يجب على المؤسسات الالتزام بمتطلبات أعلى مستوى من الشفافية والإفصاح، وتداول 35% من الأسهم وحوكمة الشركات بما يتماشى مع المعايير الدولية.

وتتضمن حاليا حوالي 76 مؤسسة مسجلة فيها، ويبلغ قيمة الحجم السنوي حوالي 30 مليار دولار أمريكي وحجم السوق تبلغ 32 مليار دولار. (www.borseitaliana.it, 2023)

رابعا: تجربة الولايات المتحدة

سارعت الولايات المتحدة مبكرا مقارنة بباقي الدول إلى محاولة إيجاد حل لمشكلة الإقراض بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وعموما تجلّى دعم الولايات المتحدة الأمريكية لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المحاور التالية:

– سنة 1953 تم إنشاء إدارة المشروعات الصغيرة مخولة بمنح القروض لصالح المؤسسات أو المشاركة في منح القروض بالتعاون مع مؤسسات الإقراض الخاصة، كما تقوم بضمان القرض الذي يمنحه البنك بنسبة تصل إلى غاية 90% من قيمة القرض.

– تم منح إعفاءات ضريبية لهذه المؤسسات بنسب تصل 20%، كما تقوم بتمويل صادراتها إضافة إلى تقديم قروض للمؤسسات الصغيرة الغير قادرة على توفير تمويل ذاتي بشروط ميسرة وكذلك المشروعات القابلة للتأثر بالكوارث الطبيعية.

– في عام 1984 تم تأسيس الهيئة الأمريكية للمشروعات الصغيرة، مهمتها دعم برامج تمويل المؤسسات الصغيرة، وقد ساهمت هذه الهيئة في تحويل عدد من المشروعات الصناعية الصغيرة إلى شركات كبرى مثل (APPLE, INTEL, FEDERAL , EXPRESS)، كما ساهمت الهيئة في التسهيلات في تسارع نمو المؤسسات الصناعية الصغيرة لتبلغ 22 مليون مؤسسة، وبنسبة مساهمة في الناتج المحلي الأمريكي بـ 50%، وبنسبة توظيف بلغت 53% من اليد العاملة.

– وضع نظام تمويلي لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية مع إعطاء قروض ميسرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة خاصة تلك التي تواجه مشاكل في السوق.

– تم إنشاء مكاتب ائتمان تقوم بتوفير معلومات كاملة وحديثة عن الزبائن لمساعدة البنوك على السرعة والدقة في اتخاذ القرارات الائتمانية.

وتعد تجربة الولايات المتحدة رائدة في مجال حاضنات الأعمال بل الأولى عالميا، حيث قامت بتأسيس الجمعية القومية لحاضنات الأعمال سنة 1985 لتعزيز الدعم التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتطور عدد الحاضنات بمختلف أنواعها بشكل ملفت للانتباه، حيث انتقلت 20 حاضنة سنة 1984 إلى 900 حاضنة سنة 2018 كما يبلغ متوسط المشروعات في الحاضنة الواحدة 20 مشروع، وتتنوع هذه الحاضنات على

مختلف الولايات الأمريكية، كما كان لها دور كبير في مجال دعم تمويل المؤسسات الصغيرة خاصة الصناعية. (محمد و وآخرون، 2019، صفحة 85)

1. التجربة الأمريكية في التمويل برأس مال المخاطر

تعد الولايات المتحدة دولة رائدة في مجال استخدام هذه الصيغة المستحدثة والسبب في ذلك كما أوردنا سابقا أن أول ظهور لهذه الصيغة التمويلية بشكلها الحديث كان في الولايات المتحدة، وقد مولت العديد من المشاريع وفق هذه الصيغة وقد ساعده في ذلك حزمة من البرامج والقوانين من خلال جملة من الإجراءات المتخذة من قبل السلطات لصالح شركات رأس المال المخاطر، ويعد من أكبر الأسواق تطورا في العالم ولقد تكلفت تجربة الولايات المتحدة في استخدام هذه الصيغة التمويلية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنجاح باهر ويرجع نجاحها لعدة عوامل أهمها:

- وجود سياسة محفزة حيث حاولت الحكومة الأمريكية إنشاء محيط يدعم تطور الأعمال التجارية كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس المال المخاطر بصفة خاصة كتخفيف معدل الضريبة على أرباح رأس المال وتقديم رأس المال اللازم لتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. (براق و بن زاوي، 2011، صفحة 52)

- إطلاق برامج تمويل حكومية مخصصة منها برنامج شركات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والذي أطلق سنة 1958 من طرف الكونغرس الأمريكي، وفي سنة 2014 قام الكونغرس برفع تمويل هذا البرنامج من 3 مليار إلى 4 مليار دولار، إضافة إلى برامج أخرى منها برنامج بحوث الابتكار الخاصة بالمؤسسات الصغيرة وغيرها. (قدي و بلعادي، 2017، صفحة 278)

- اتساع السوق الأمريكية والحجم الكبير لرؤوس الأموال المخاطرة، وارتفاع الطلب على رأس المال المخاطر بوجود مقاولين قادرين على بدء مشاريع ذات عائدات كبيرة وامتلاكهم القدرة على توسيعها. (براق و بن زاوي، 2011، صفحة 91)

- من بين الصناديق العالمية المعروفة للتمويل برأس المال المخاطر نجد صندوق إنتل للتمويل الذي استثمر ما يفوق 8 مليار دولار سنة 2004 في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشئة كما أنه يمتلك أكثر من 60% من رأس المال خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

- ووفق للتقرير السنوي للجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر لسنة 2016، تم تمويل 3709 مؤسسة بقيمة بلغت 59.1 مليار دولار، وكانت للمؤسسات العاملة في مجال البرمجيات حصة الأسد منها، وقد تصدرت في هذه المؤسسات تلك التي تتعامل في مجال الفضاء بقيمة إجمالية بلغت 42.1 مليار دولار، بينما جاءت في المرتبة الموالية المؤسسات التي تعمل في مجالات الدواء والتكنولوجيا الحيوية، حيث وصلت قيمة التمويل 6.1 مليار دولار والجدول الموالي يظهر عدد الشركات الممولة والقيمة المالية للتمويل وكذا القطاعات الممولة. (حفصي و دادن، 2018، صفحة 173)

الجدول رقم(2-1): عدد الشركات وقيمة التمويل للجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر سنة 2016

إستثمارات في مرحلة الإنطلاق			كل الإستثمارات			
ق.المالية	ع.الصفقات	عدد شركات	ق.المالية	ع.الصفقات	عدد الشركات	القطاع الصناعي
5.6 مليار	1035	1035	42.1 مليار	3038	2620	تكنولوجيا المعلومات
2.3 مليار	200	200	10.9 مليار	830	644	الصحة والحياة
1.2 مليار	209	209	6.1 مليار	512	425	تكنولوجيا غ عالية
9.2 مليار	1444	1444	59.1 مليار	4380	3709	المجموع

المصدر: (بوساق، 2021، صفحة 87)

ما يظهره الجدول أعلاه يمكن ملاحظة أن ما نسبته 39% من المؤسسات الممولة سنة 2016، تم تمويلها في مرحلة الانطلاق أو النشأة، وهو ما يبرز دور هذه الصيغة التمويلية في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مرحلة بداية نشاطها، بينما ما نسبته 61%، من التمويلات كانت لمؤسسات في مرحلة التوسع وتحويل الملكية.

المطلب الثاني: التجارب الدول الآسيوية

أولاً: التجربة القطرية: سوق الشركات الناشئة QE Venture Market

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

من الخطوات الهامة في إطار جهود التطوير المستمر للبورصة القطرية، قامت بورصة قطر بتأسيس سوق الشركات الناشئة (QE Venture Market) الذي يخدم نمو المؤسسات المتوسطة والصغيرة ذات الحد الأدنى من سجلات الأداء ومستوى أعلى من المخاطر، ولكنها تتدرج في خانة المؤسسات في طور النمو والتي تحتاج للحصول على رأس المال المطلوب من أجل عملية الإدراج في سوق أصغر من سوق الأسهم العادية وتمكينها من الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها، وتوسيع أنشطتها أعمالها بطريقة أكثر يسراً وسهولة وكفاءة، وبشروط إدراج ميسرة إذا تمت مقارنتها بالسوق الرئيسية، حيث أن عملية الإدراج في سوق المؤسسات الناشئة تناسب الشركات الفردية الصغيرة، التي تملك قدرات محدودة على تلبية متطلبات الإفصاح وحوكمة الشركات المطلوبة

من شركات السوق الرئيسي، وفي الوقت نفسه تتيح للمستثمرين أفراد ومؤسسات محلية ودولية فرص جديدة لشراء الأسهم وتداولها في عدد من الشركات كما أنها ستكون مكانا حيث يمكن للمؤسسات المهمة من دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أن تجذب رأس المال، الضروري للاستفادة من الفرص العديدة المتوفرة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المنطقة.

تتمثل الخطوة الأولى في عملية الإدراج في القيام بعملية مراجعة أولية للمتطلبات التي يجب أن توفرها الشركة حتى تصبح شركة مدرجة، ويجب على الشركات التي تقدم طلب الإدراج أن تستوفي عدد من المتطلبات التي تحددها اللوائح والقوانين المنظمة لهذه السوق، إذ يجب على الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة الامتثال لمتطلبات معينة، فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح المالي، حيث ينبغي على الشركات المدرجة أن تقصص عن المعلومات التي يحتمل أن يكون لها أثر مباشر على أسعار أوراقها المالية أو على القرارات الاستثمارية للمساهمين أو على مصالحهم، ومن بين هذه المتطلبات على الشركات المدرجة تقديم التقارير المالية السنوية مدققة من قبل محاسبين خلال 90 يوما، من نهاية الفترة المالية وتقديم تقارير مالية نصف سنوية خلال 45 يوما من نهاية الفترة المالية، والإعلان المباشر للسوق عن المعلومات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية وتستفيد الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة من نفس الضمانات التنظيمية المتوفرة ضمن شركات السوق الرئيسية، على أن يتم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة بالترقية إلى السوق الرئيسية بعد أن تقوم بتتمة وتطوير سجل الأداء المناسب لذلك. (www.qe.com, 2023)

ثانيا: التجربة الكورية:

نشأت بورصة المشروعات الصغيرة في كوريا سنة 1996، وتتميز بأنها تأثرت بالنمو الكبير والضحخ لقطاع تكنولوجيا في كوريا، وتضم 962 مؤسسة مسجلة فيها، وتبلغ قيمة حجم التداول والمعاملات السنوية في المتوسط 450 مليار دولار وحجم السوق 780 مليار دولار، ويبلغ معدل النمو السنوي لهذه السوق أكثر من 84.5%، عام 2005 وتعتبر من أكبر معدلات النمو في بورصة العالم المثيلة. (ريحان و بومود، صفحة 07)

ثالثا: التجربة الهندية

يعد التمويل برأس مال المخاطر في الهند حديث الظهور مقارنة ببعض الدول المتطورة، إذ لم ينطلق إلا سنة 1988 من خلال تأسيس شركة الهند لتطوير التكنولوجيا والمعلومات ثم أدخلت مجموعة من الضوابط والقوانين على هذه الصناعة في منتصف التسعينيات، ليصدر البرلمان الهندي قانون يقر بإنشاء بنك تنمية الصناعات الصغيرة بالهند، ومن أجل ضبط نمو رأس المال المخاطر أعلنت لجنة القيم المنقولة عن مجموعة من الضوابط لشركات رأس المال المخاطر سنة 1996 وضوابط أخرى متعلقة برأس المال المخاطر الأجنبي سنة 2000، بهدف تنشيط تمويل هذه المؤسسات، ولغرض نمو رأس المال المخاطر من أجل تحفيز المقاولين وتسهيل حصولهم على التمويل، وضعت الحكومة مجموعة من التحفيزات المالية لذلك.

وتؤدي مؤسسات رأس المال المخاطر بالهند دور مسير استثمارات لصالح مستثمرين أفراد، المؤسسات وصناديق التقاعد فهي تحصل على الأموال من هؤلاء المستثمرين وتستثمرها في مؤسسات تتميز بعوائد مرتفعة وعموما ما يتم تحديد مدة الاستثمار في حدود عشر سنوات ويمكن تمديدتها لسنتين إضافيتين وبعد الخروج من الاستثمار تقوم برء رأس المال المستثمر مع الأرباح إلى المستثمرين فيها. (براق و بن زاوي، 2011، الصفحات 90-91)

تعمل مؤسسات رأس المال المخاطر في الهند تحت شكل قانوني واحد هو الشركات ذات المسؤولية المحدودة (sarl)، وفي جانفي 2009 تمت المصادقة على القانون الخاص بالشركات ذات المسؤولية المحدودة بالهند أين تم إعفاء المساهمين في مؤسسات رأس المال المخاطر من الضريبة المزدوجة (ضريبة على أرباح شركات رأس المال المخاطر والضريبة على الدخل الفردي بالنسبة للمساهمين)

مما سمح بانتشار هذا الشكل من الشركات، حيث تم تسجيل 2607 مؤسسة ذات مسؤولية محدودة بحلول أكتوبر 2010، ولتحديد دور الحكومة في هندية سوق رأس المال المخاطر وجب الاطلاع على هذه السوق والوقوف على أهم القطاعات المستثمر فيها وحجم الإستثمارات. (براق و بن زاوي، 2011، صفحة 92)

الجدول رقم(2-2): تصنيف المستثمرين خلال الفترة (2004-2009)

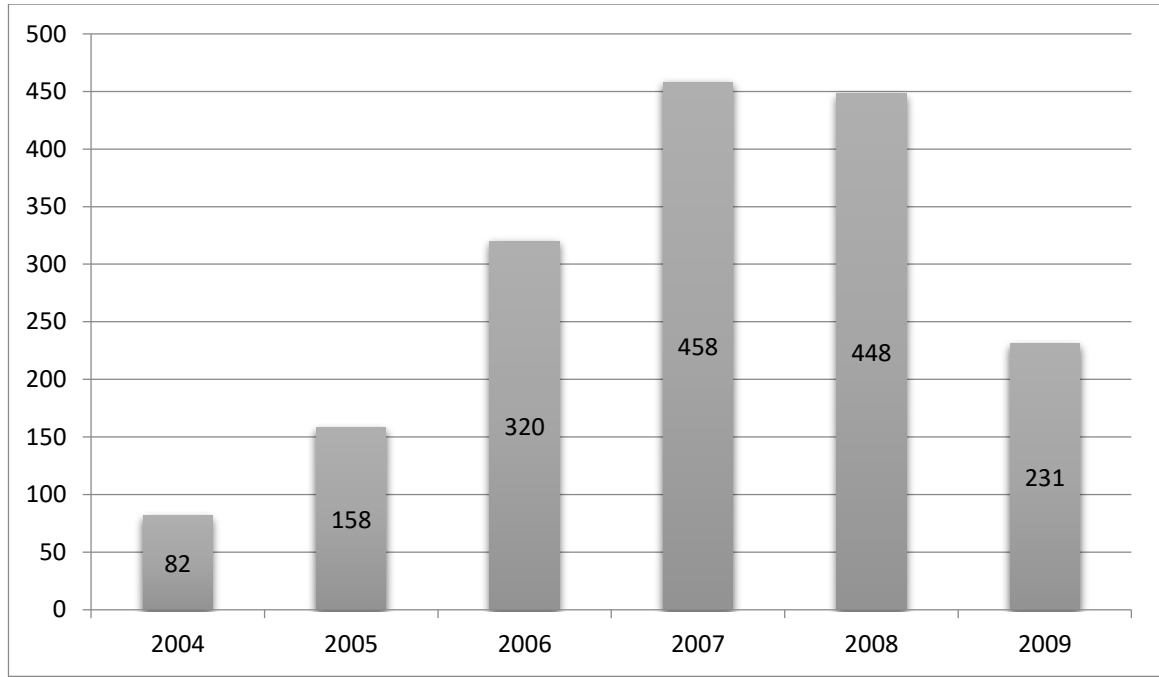
التقسيم	نوع المستثمر	عدد المستثمرين
حسب صاحب التمويل	مؤسسات مخاطرة	48
	مؤسسات تابعة لمؤسسات مالية	38
	الحكومة	11
	البنوك	27
	مؤسسات مستقلة	142
	المجموع	338
حسب الأصل	محليين	69
	أجانب	224
	المجموع	338

المصدر: (براق و بن زاوي، 2011، صفحة 75)

يتضح جليا أن أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر في الهند هي مؤسسات مستقلة بنسبة 63% من إجمالي المؤسسات، تليها مؤسسات المخاطرة التي تحصل على رأس المال من عدة مصادر (أغلبها مؤسسات غير مالية) بنسبة 14.2%، ثم تأتي بعدها مؤسسات رأس المخاطر التابعة لمؤسسات مالية بنسبة 11.2% ثم استثمارات البنوك والحكومة تواليا بنسب 8.2% و 3.3%.

عرفت سوق رأس المال المخاطر نمو معتبرا، فخلال الفترة 2004-2008 استثمرت مؤسسات رأس المال المخاطر في الهند ما يقارب 43 مليار دولار مساهمة في تمويل 1400 مؤسسة، وفي سنة 2009 ورغم صعوبة المناخ الاستثماري إلا أنه تم تمويل ما يقارب 231 مؤسسة عن طريق رأس المال المخاطر وهو ما يظهره الشكل الموالي. (براق و بن زاوي، 2011، صفحة 77)

الشكل رقم(2-3): عدد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في الهند



المصدر: (براق و بن زاوي، 2011، صفحة 75)

يغير التمويل عن طريق رأس المال المخاطر تركيزه من قطاع إلى آخر، فمن القطاع التكنولوجي سنة 2004 على قطاع العقارات سنة 2005، ثم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات سنة 2006، وبحلول سنة 2009 انحصرت الاستثمارات في قطاع التكنولوجيا، الطاقة والعقارات بشكل خاص.

المطلب الثالث: تجارب الدول الافريقية

سننظر في هذا المطلب الى دراسة التجارب الدول العربية.

أولا: التجربة التونسية

في إطار البرنامج المستقبلي لتونس الغد والخاص، بالإصلاحات المالية والذي تضمن مجموعة من الإجراءات المتكاملة الرامية إلى تسهيل الدخول إلى البورصة وضمان الاستثمار فيها، دخلت السوق المالية البديلة حيز العمل في أول نوفمبر 2007، كإحدى الآليات التي وضعتها الدولة لتنشيط السوق المالية والرفع من مساهمتها في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد، حيث تمثل رسملة البورصة 16% من الناتج المحلي الخام التونسي، ومن شأن هذه الخطوة أي إنشاء السوق البديلة أن تمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دخول السوق المالية، في ظل عدم قدرتها على الاستجابة للشروط النظامية للدخول في السوق الرئيسية للبورصة كما

أن هذه السوق البديلة موجهة كذلك للمشاريع الكبرى التي تنوي الانفتاح على الجمهور منذ انطلاقتها، وفي إطار العمل على ضمان نجاح هذه السوق تم العمل على إدراج قائمة بأكثر من 50 مؤسسة تم تحضيرها لدخول السوق البديلة كأول تجربة. (www.bvmt.com.tn, 2023)

هناك مجموعة الشروط التي ينبغي توفرها في الشركات التي تريد الإدراج في السوق البديلة منها ما هو مشترك مع السوق البديلة، ومنها ما هو مشترك مع السوق الرئيسية، ومنها ما تختص به السوق البديلة فقط فيما يخص الشروط المشتركة بين السوق الرئيسية والسوق البديلة يجب: (www.bvmt.com.tn, 2023)

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

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

- تقديم تقرير في قيم أصول الشركة؛

- توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابية داخلية وهياكل رقابية للتصرف؛

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

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

المؤسسات المدرجة بالسوق البديلة ملزمة بنشر القوائم المالية السنوية ونصف السنوية ومؤشرات ثلاثية للنشاط في أجال محددة، ونشر آلي لكل المعلومات التي من شأنها أن تؤثر بصفة ملموسة في سعر السهم ومن شأن المؤسسات المدرجة في السوق البديلة للاستفادة من امتيازات ضريبية تتمثل في التخفيض في نسبة الضريبة على أرباح الشركات، بنسبة تصل إلى 20% لمدة 5 سنوات شريطة فتح رأس المال عل العموم بنسبة لا تقل عن 30%، ويتضمن نجاح مسار أسهم الشركة خلال فترة إدراجها بالسوق البديلة وتحويلها إلى السوق الرئيسية، ويمثل ذلك تنويعا يزيد من تدعيم صورة الشركة وسمعتها ويفتح لها الأبواب، أمام تحقيق طموحاتها في النمو والتطوير عبر التمويل المباشر من السوق المالية.

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

- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة التونسية:

عند الافتتاح الرسمي لها حققت السوق البديلة العملية الأولى والوحيدة في نفس السنة من انطلاقها لتتوالى فيما بعد عمليات الإدراج للعديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث بلغ عددها 13 مؤسسة مع نهاية 2017، والجدول التالي يوضح أغلب المعلومات الأساسية الخاصة بإدراج كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى هذه السوق.

جدول رقم (2-3): كيفية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالسوق البديلة التونسية

المؤسسة	قطاع النشاط	تاريخ إنشاء المؤسسة	تاريخ الإدراج	عدد الأسهم المصدرة	نسبة رأس المال المفتوح	سعر السهم	الطلب الكلي
SOPAT	الاستهلاك	03/03/2003	24/12/2007	522742	26.14%	11	540618
SERVICOM	الاتصالات	13/03/2003	01/06/2009	1000000	42.40%	3.25	1397307
CARTAHAGE CIMENT	الصناعة	22/10/2008	10/06/2010	71000000	49.76%	1.9	853829319
HEXABYTE	التكنولوجيا	10/05/2001	25/01/2012	833334	42.00%	6	133322844
AMS	الصناعة	20/10/1962	18/05/2012	1000000	28.89%	10	12000743
LANDOR	الاستهلاك	08/12/1994	07/03/2013	1456000	30.98%	7.5	8406173
AE-TECH	التكنولوجيا	12/10/2001	04/04/2013	583334	26%	6	6664513
NEW BODY LINE	الاستهلاك	20/11/2000	09/05/2013	630000	41.67%	8.5	12219590
SEPHAX AIR LINES	الطيران	2011	11/06/2013	250000	30%	10	4524179

516740	2.5	12.20%	320000	28/01/2 014	21/06/2 002	الصناعة	SOTMAIL
10800000	10	16.7%	90004156	16/07/2 014	29/10/2 012	الاتصالات	TAWASOL GP HOLDING
3250000	10	34.83%	1531916	1/08/20 14	11/03/2 004	الخدمات	MIP
4000000	6.75	36.36%	1777778	25/12/2 014	23/09/2 003	الاستهلاك	CÉRÉALES
2402110	2.23 0	35.92%	2242160	07/10/2 015	19/01/2 006	الاستهلاك	OFFICE PLAST
150400	4.56 0	30.3%	1880000	16/01/2 017	27/04/1 998	الاستهلاك	SANIMED

المصدر: (www.bvmt.com.tn, 2023)

تؤكد معطيات الجدول رقم (2-3) أن عملية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى السوق البديلة التونسية كانت ناجحة إلى حد بعيد، إذ تجاوزت نسبة استجابة الجمهور لعمليات الاكتتاب العام بنسبة 100%.

ثانيا: التجربة المصرية

تلعب الشركات المتوسطة والصغيرة دورا محوريا في الاقتصاد المصري حيث تسهم بنحو 75% من النمو الاقتصادي و80% من العمالة وعلى الرغم من الأهمية البالغة لتلك الشركات إلا أنها كثيرا ما تواجه صعوبات تمويلية عند الرغبة في التوسع والوصول الى أسواق جديدة. ولهذا قامت الدولة بمبادرات عديدة أهمها إنشاء بورصة النيل التي تعد من أهم الآليات التي تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل.

1. مفهوم بورصة النيل والشركات المدرجة فيها

تعد بورصة النيل أول سوق لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

- تعريف بورصة النيل:

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

تستهدف بورصة النيل دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من كافة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بدون التقييد بصناعة معينة، أو حدود جغرافية بما في ذلك المؤسسات العائلية التي ترغب في التحول إلى شركات مساهمة ذات مرونة عالية، مقارنة بالسوق الرئيسي وتم الإبقاء على شروط الإفصاح المطبقة على الشركات المقيدة بالسوق المالية الرئيسية لحماية حقوق المستثمرين والحفاظ على سلامة السوق، خاصة فيما يتعلق بالأخطار عن الأحداث الجوهرية والقرارات الخاصة بالمساهمين. (www.nilex.egyptse.com, 2023)

- الشركات المدرجة في بورصة النيل:

وتتمثل في: (www.nilex.egyptse.com, 2023)

- ❖ البدر للبلاستيك؛
- ❖ بي أي جي للتجارة والاستثمار؛
- ❖ يوتوبيا للاستثمار العقاري والسياحي؛
- ❖ أميكو ميديكال للصناعات الطبية؛
- ❖ الدولية للأسمدة والكيماويات؛
- ❖ المؤشر للبرمجيات ونشر المعلومات؛
- ❖ العروبة للتجارة والتعدين والتوريدات؛
- ❖ شركة المصرية الكويتية للاستثمار والتجارة؛
- ❖ شركة فاروتك لأنظمة التحكم والاتصالات؛
- ❖ فيركيم مصر للأسمدة والكيماويات 2؛
- ❖ مصر انتركونتننتال لصناعة الجارنيت والرخام؛
- ❖ ريفا فارم؛
- ❖ مرسيليا المصرية الخليجية للاستثمار العقاري؛
- ❖ بورسعيد للتنمية الزراعية والمقاولات؛
- ❖ إنترناشيونال بنزيس كوربوريشن للتجارة والتوكيلات التجارية؛
- ❖ الأولى للاستثمار والتنمية العقارية؛
- ❖ الإخوة المتضامنين للإستثمار والتنمية العقارية؛
- ❖ فريتيكا للبرمجيات؛
- ❖ الشركة المصرية لنظم التعليم الحديثة؛
- ❖ الدولية للصناعات الطبية؛
- ❖ الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والإستيراد؛
- ❖ سبيد ميديكال للصناعات الطبية.

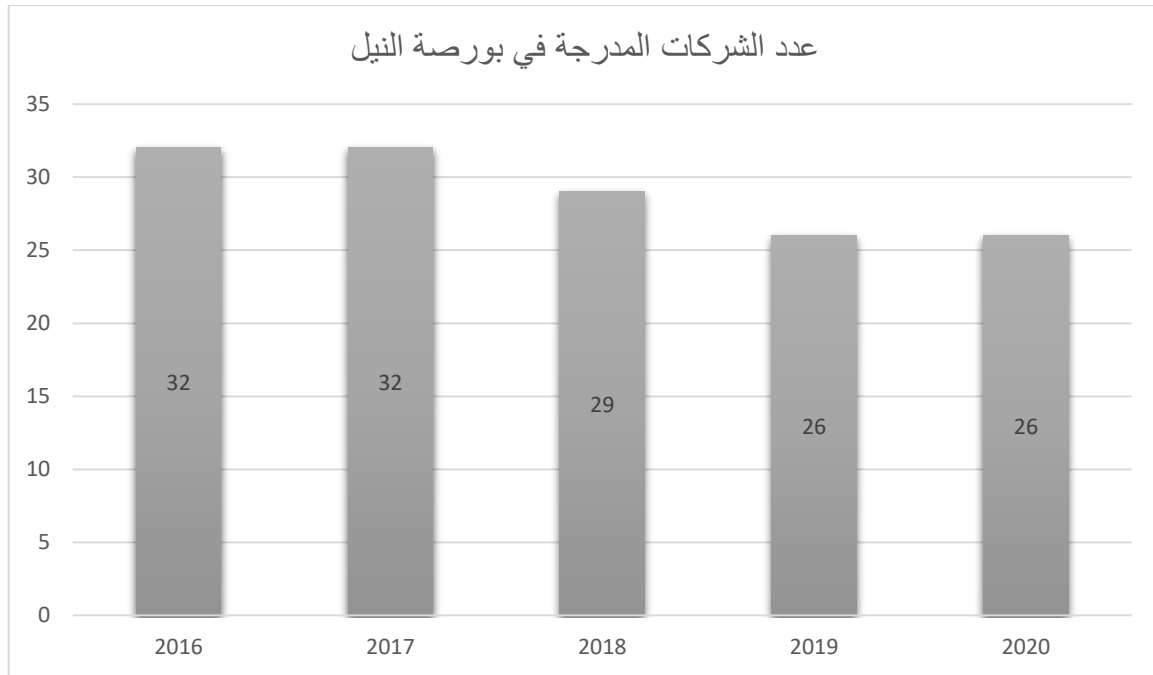
الجدول رقم(2-4): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة النيل خلال الفترة (2016-2020)

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
عدد الشركات	32	32	29	26	26

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على(www.nilex.egyptse.com, 2023)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-4) أن عدد الشركات المدرجة في بورصة النيل سنة 2016 كان 32 شركة وفي سنة 2017 بقي ثابتا لم يتم تسجيل أي زيادة أو نقصان في عدد الشركات، بخلاف سنة 2018 التي سجلنا فيها إنخفاض في عدد الشركات المدرجة بمقدار 3 شركات فأصبح عددها 29 إلى نقص الثقافة المالية وعدم اهتمام الشركات بالتمويل المباشر.

الشكل رقم(2-4): عدد الشركات المدرجة في بورصة النيل خلال (2016-2020)



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات السابقة.

2. أهمية بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

من المزايا التي توفرها بورصة النيل والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- الحصول على تمويل طويل الأجل لتنمية وتطوير أعمال الشركة عن طريق زيادة رأس مالها أو طرح جزء من أسهمها للاكتتاب؛
- وضع أقوى العملاء والموردين والبنوك؛
- تحديد قيمة عادلة للشركة وحمايتها من التفتت في الأجيال القادمة؛
- حماية حقوق الشركاء وتسهيل عملية خروجهم من الشركة في حالة رغبتهم بالقيمة العادلة؛

- تسهيل عمليات اندماج الشركات الصغيرة واتحادها لتكوين كيانات أكثر تنافسية.

3. شروط الإدراج في بورصة النيل:

للقيد عدة شروط نذكر منها ما يلي: (www.nilex.egyptse.com, 2023)

- تلتزم الشركة الراغبة في قيد أو طرح أوراقها المالية بالتسجيل المسبق لدى الهيئة العامة للرقابة المالية أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها.

- أن تقدم الشركة طالبة القيد قوائم مالية لسنتين مائيتين سابقتين على طلب القيد، وفي حالة عدم إصدار سوى قوائم مالية عن سنة مالية كاملة يجوز تقديمها مع خطة عمل ثلاثية مستقبلية متضمنة النتائج المتوقعة معتمدة من الراعي أو أحد المستشارين الماليين المعتمدين لدى الهيئة مرفقا بها عدم ممانعة الهيئة على دراسة المستشار المالي المستقل عن القيمة العادلة للسهم من حيث إتباع الأسس والمنهجيات في إعداد هذه الدراسة.
- ألا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية أو دورية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع، أن يكون أرس المال مدفوعا بالكامل.

- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 25% من مجموع الأوراق المالية المصدرة وألا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم.

- ألا تقل نسبة احتفاظ المساهمين الرئيسيين بالشركة المطلوب قيدها عن 51% من أسهم رأس مالها وبحد أدنى 25% من إجمالي الأسهم المطلوب قيدها وذلك لمدة لا تقل عن سنتين مائيتين من تاريخ إجراء الطرح، وفي جميع الأحوال يستمر الإحتفاظ بنسبة 25% من أسهم الشركة لسنة مالية تالية.

4. قواعد التداول في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- فيما يخص عمليات التداول في المقاصة، والتسوية للأوراق المالية المقيدة، تسري القواعد والأحكام المنظمة المعمول بها للتداول في السوق الرئيسي لبورصتي القاهرة، والإسكندرية ضمن القواعد التالية:
- يتم التداول بسوق الشركات المتوسطة والصغيرة من خلال جلسة مزايمة، ويسمح خلالها لشركات السمسرة بإدخال العروض، والطلبات بدون حدود سعرية يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائيا في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة، يمكن لذات الشركة تسجيل عروض وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقا للأوامر الصادرة إليها من عملائها، يحق لشركات السمسرة تعديل أوامرهم أو إلغائها بناء على طلب عملائهم يحق لشركات السمسرة تعديل أوامرهم أو إلغائها بناء على طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايمة 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 ولعدم إدراج عروض طلب وبيع وهمية، وكذا القواعد والنظم اللازمة لعملية الوقاية على التعاملات.

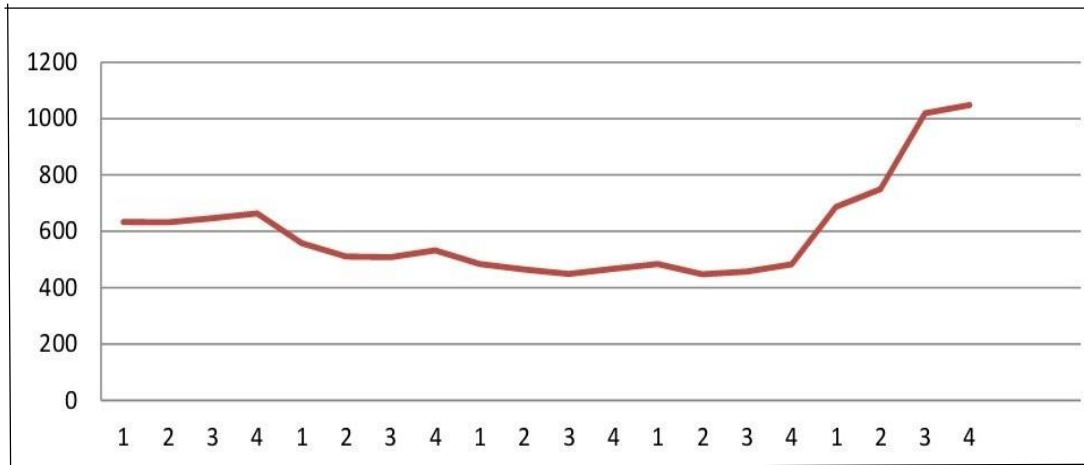
يتم تحديد سعر الإغلاق على أساس السعر، الذي يحقق أكبر مستوى من السيولة في سوق الشركات المتوسطة والصغيرة، حيث سيتم اختيار سعر الإغلاق والتنفيذ وفقا لترتيب المعايير التالية وفي حالة تساوي أكثر من سعر في أي معيار يتم الانتقال إلى المعيار التالي كما يلي: (www.nilex.egyptse.com, 2023)

- السعر الذي يحقق أكبر كمية تنفيذ؛
- السعر الذي يبقى أقل كمية غير منفذة في السوق وكانت قابلة للتنفيذ؛
- أقرب سعر إلى سعر إقفال جلسة اليوم السابق؛
- أعلى قيمة تداول (أعلى سعر).

5. تطور مؤشر بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة الممتدة من 2016-2020

لقد سجلت بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أداء متباين خلال السنوات من 2016 إلى 2020 والشكل التالي يوضح نسب التغير في المؤشر خلال السنوات المذكورة.

الشكل رقم (2-5): تطور مؤشر بورصة النيل خلال الفترة (2016-2020)



المصدر: (www.nilex.egyptse.com, 2023)

من خلال الشكل رقم (2-5) نلاحظ تراجع في قيمة المؤشر خلال الفترة من 2016 إلى غاية 2020. في سنة 2016 تراجع مؤشر بورصة النيل خلال تعاملات الربع الثاني حيث كان عند المستوى 632.74 نقطة ليصبح عند المستوى 631.07 نقطة، في حين ارتفع في الربع الثالث إلى 647.59 نقطة، وواصل فالارتفاع حتى الربع الأخير من نفس السنة ليصل إلى مستوى 663.39 نقطة،، أما خلال سنة 2017 فقد سجلنا تراجعا في قيم المؤشر منذ بداية الربع الأول غير أنه عاود الارتفاع خلال الربع الأخير من السنة ونفس الشيء بالنسبة لسنة 2018، فقد تراجعت المؤشرات خلال هذه السنة وأكبر تراجع حققه المؤشر كان في الربع الأول، أما في سنة 2019 خاصة بداية الربع الثالث فقد بدأت قيمة المؤشر في الارتفاع ليصل أعلى ارتفاع لها كان سنة 2020 نهاية الربع الأول إذ حقق مؤشر النيل قفزة في التعاملات في بداية السنة واستمر في الارتفاع لكن بنسب متراجعة ليصل أعلى ارتفاع له منذ 2016، فمؤشر بورصة النيل يعكس أداء 24 شركة

مدرجة في بورصة النيل أبرزها شركة سبيد ميديكال، والتي يبلغ وزنها في المؤشر حوالي 52% من إجمالي المؤشر، وهي السر وراء هذا الصعود الكبير لهذا المؤشر نتيجة انتشار جائحة كورونا فمؤسسة سبيد ميديكال مؤسسة لخدمات الرعاية الصحية.

الجدول رقم(2-5): مقارنة بين متطلبات الإدراج بالأسواق المالية البديلة مقارنة بالأسواق المالية الرئيسية

لبعض التجارب الرائدة

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

بورصة تونس	الربحية	لا يشترط تسجيل أرباح	تسجيل الشركة ربح خلال آخر سنتين
	عدد المساهمين	100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسستين في تاريخ القيد	200 مساهم على الأقل في تاريخ القيد
	الحد الأدنى لرأس المال المكتتب به	لا يشترط رأس مال أدنى	توفير رأس المال الأدنى بقيمة 3 مليون دينار
	ادراج مؤسسة في طور التأسيس	يمكن طلب الإدراج من قبل مؤسسة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام في إطار أحداث مشاريع كبرى	لا يمكن ذلك
	الراعي المعتمد	تعيين راعي يرافق المؤسسة خلال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة الأكثر من سنتين	لا يشترط الاعتماد على راعي معتمد

المصدر: (بوسبع، 2018، صفحة 27)

المبحث الثاني: تجربة الجزائر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سعت السلطة الجزائرية لتحقيق سوق مالي يختص بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، غير أن هذه السوق واجهت العديد من التحديات لتكون بالمستوى المطلوب من الكفاءة، وسنتطرق من خلال هذا المبحث الى التعرف على البورصة وشروط الادراج فيها.

المطلب الأول: لمحة عن بورصة الجزائر

أولاً: نشأة بورصة الجزائر

تم تأسيس بورصة الجزائر في 09 ديسمبر 1990 تحت اسم "شركة القيم المنقولة SVM وهذا استنادا للمادة 01 من القانون رقم 88/03 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988. وسميت شركة القيم المنقولة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية من حيث رأس المال هذا من جهة، ومن جهة أخرى انعدام النص القانوني في ذلك الوقت والذي ينظم عمليات البورصة، لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق الى هذه النشاطات. وقد بدأت نشاطها بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003، واعتبرت بأنها إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم، ومررت بالمراحل التالية: (شمعون، 1993، صفحة 19)

- المرحلة الأولى: امتدت من 90-92 تميزت بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM وإصدار ثلاث مراسيم تتعلق بالبورصة. وهي المرسوم التنفيذي رقم 91-169 في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، والرسوم التقديدين رقم 91-170 في ماي 1991 والذي حدد 10 أنواع من القيم المنقولة.

- المرحلة الثانية: والتي امتدت من 1992-1993 واجهت فيها شركة القيم المنقولة صعوبات تتعلق بمهمتها ووظيفتها، تم رفع رأسمالها من 230000 دج الى 9320000 دج. وتم صدور المرسوم رقم 93-08 الموافق ل 25-4-1993 المكمل للقانون التجاري والذي حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.

- المرحلة الثالثة: من 1993 الى 1995 والتي تم فيها اصدار نصين تشريعيين وهما المرسوم رقم 94-175 الموافق ل 13-06-1994 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجميع رؤوس الأموال وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية.

ثانياً: تعريف بورصة الجزائر:

البورصة هي سوق لتبادل البائع والمشتري للأوراق المالية حيث يتم التبادل بعد الاتفاق على سعر لهذه الأوراق. وتطرح الشركات أسهمها في السوق كوسيلة لجمع رؤوس الأموال لبداية أو للتوسع في مشروعاتها. تتشكل بورصة الجزائر من مجموعة هيئات ذات طابع قانوني تسهر على السير الحسن لهذه السوق كل حسب اختصاصه أو هي كما يلي: (www.sgbv.dz, 2023)

- **لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:** تشكل سلطة سوق القيم المنقولة، حيث تعتبر سلطة ضبط مستقلة تتمتع الشخصية بالمعنوية والاستقلال المالي، وهي التي تتولى سلطة القيم المنقولة، تتولى مهمتين أساسيتين، الأولى حماية المستثمرين في القيم المنقولة، والثانية حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

- **بورصة القيم SGBV:** إذا كانت اللجنة السابقة تعبر عن سلطة السوق، فإن هذه الهيئة تعتبر تسيير مؤسسة السوق، تأسست من طرف البنوك العمومية الوطنية، وشركات وطنية للتأمين، والبنك الخاص UB مهمتها الرئيسية التنظيم وتسيير كافة المعاملات في البورصة، لا سيما عمليات الادراج وإدارة نظام التداول والتسعير، وكذا نشر المعلومات.

- **المؤتمر المركزي (الجزائرية للتسوية):** هي شركة ذات أسهم، تم تأسيسها بترخيص من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، طبقا للقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وتتمثل وظيفتها الأساسية في مسك الحسابات، وحفظ السندات المتداولة في البورصة بالإضافة الى تنفيذ العمليات على السندات، وكذا ترميز وتقنين السندات المقبولة لعملياتها وذلك حسب المقياس الدولي.

- **وسطاء في عمليات البورصة IOB:** عبارة عن أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف اللجنة، خول لهم المرسوم التشريعي السابق مهمة إدارة، وتوظيف، وتداول القيم المنقولة داخل البورصة لحساب الزبائن، كما يسهرون على ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين، المساهمون في بورصة الجزائر هم:

- ❖ بنك التنمية المحلية (BDL)؛
- ❖ البنك الخارجي الجزائري (BEA)؛
- ❖ بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛
- ❖ البنك الوطني الجزائري (BNA)؛
- ❖ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)؛
- ❖ القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛
- ❖ BNP PARISBAS El Djazair
- ❖ Societé Générale Algérie
- ❖ Tell Markets
- ❖ البركة بنك الجزائر؛
- ❖ السلام بنك الجزائر.

ثالثا: أهمية بورصة الجزائر:

تعتبر بورصة الجزائر وسيلة فعالة جدا من أجل: (www.sgbv.dz, 2023)

- تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية؛
- إثمار الموارد الفائضة وتعزيز قيمة الشركات المدرجة؛
- توسيع العمل الاستثماري وتعميمه؛

- تحسين حوكمة الشركات؛
- ضمان استدامة الشركات (المجمعات الكبرى، الشركات الصغيرة والمتوسطة)؛
- الارتقاء بسمعة الشركة.

الشكل رقم(2-6): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: (www.sgbv.dz, 2023)

المطلب الثاني: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة في بورصة الجزائر سوق لسندات رأس المال وسوق لسندات

الدين (www.sgbv.dz, 2023)

أولاً: سوق سندات رأس المال: وتتكون هذه السوق من:

السوق الرسمية: هي سوق موجهة للشركات الكبرى المعروفة بنجاحها الاقتصادي، وتوجد حالياً أربع شركات مدرجة في هذه السوق، وذلك بعد أن تحصلوا على تأشيرة القبول من لجنة البورصة وهذه الشركات هي:

1. مجمع صيدال:

تم انشاؤه سنة 1989 وهو مؤسسة عمومية ، و يعتبر من المؤسسات الكبرى في الجزائر والرائدة في الانتاج الصيدلاني الشيء الذي أكسب المجمع ميزات تنافسية ، ولقد مرّ المجمع مثله مثل العديد من المؤسسات العمومية حتّى وصل إلى ما هو عليه الآن ، وطبقا للأمر 25/95 المؤرخ بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية ، أيدت الجمعية غير العادية للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة إذ تمثل الحصة المتنازل عنها 20 % من رأس المال والمقدرة بـ 2 000 000 سهم بسعر محدد 800 دج للسهم الواحد ، ودخلت المؤسسة البورصة في جانفي 1999 وبلغ عدد المساهمين 19288 مساهم.

2. مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

هي فندق من خمسة نجوم افتتح في 02 ماي 1975 ، حيث تعتبر من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وفي سنة 1983 وضمن إعادة الهيكلة التنظيمية تم توصيف الفندق كمؤسسة للتسيير الفندقي وعُدل من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة، وكان ذلك في 12 فيفري 1991 في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دج، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندق وتماشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفري 1998 لإدراجها في البورصة في سنة 1999 فتحت المؤسسة 20% من رأس مالها للاكتتاب، أي ما يعادل 1 200 000 بقيمة إسمية 250 دج للسهم الواحد.

3. شركة أليانس للتأمينات:

هي شركة مملوكة للقطاع الخاص وهي شركة ذات أسهم خاصة بالتأمينات تأسست في جويلية من طرف مجموعة من المستثمرين، وفي أواخر سنة 2009 بلغ رأس المال الاجتماعي 800 مليون دج، ونتيجة لرغبة الشركة في رفع رأسمالها إلى 2.2 مليار دج لجأت إلى عملية اكتتاب عام بإدراج حصة من أسهمها في البورصة، وكان ذلك من 02 نوفمبر إلى 01 ديسمبر 2010، وفي مارس 2011 بعدما استوفت شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس وقدر سعر الاكتتاب 830 دج للسهم الواحد.

وتعتبر شركة أليانس أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل البورصة وتسعى هذه الشركة إلى تحقيق

جملة من الأهداف من بينها:

- رفع رأس مال الشركة؛

- توسيع قاعدة الشركة بمساهمين جدد؛

- المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص.

4. مجمع بيوفارم:

هو الشركة الجزائرية للأدوية وهو مجموعة صناعية وتجارية بدأت الاستثمار في سنوات التسعينات في قطاع صناعة الأدوية ولديها حاليا وحدة إنتاج وفقا للمعايير الدولية وشبكة توزيع تظم تجار الجملة ، وبعدها يقارب عقدين من النشاط وصلت بيوفارم إلى مرحلة تطور تتطلب إعادة هيكلتها ، وبعد العرض العمومي لبيع أسهم المجمع والتي امتدت من 13 مارس الى 07 أبريل 2016 فقد تم انضمام الشركة رسميا في 20 أبريل وذلك في أولى جلساته للتسعيرة في القائمة الرسمية لبورصة الجزائر ، حيث تم بيع 5 104 905 سهم بسعر 1225 دج للسهم الواحد وتمثل هذه الأسهم نسبة 20% من رأس مال الشركة.

ثانيا: سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

1. أوم أنفست: والتي أدرجت في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2018، بفضل عمليات الاتصال والتحسيس التي قامت بها شركة تسيير بورصة القيم ولجنة تنظيم عمليات البورصة. وهي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية، كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية وتميز الوجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في الجزائر، أنشئت عام 2011، مع الحافز وتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة، وقد شرعت ابتداء من عام 2013 بالتحول الذي يعد مرحلة تاريخية لمجموعة أوم أنفست. من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري. في عام 2016 قامت شركة اوم أنفست بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية. وتعتبر مؤسسة أوم أنفست الشركة الوحيدة المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تمثل أكثر من 10% من أسهم رأس مالها الاجتماعي وكانت موضوع استثمار مع ثلاث مستثمرين ومؤسستين.

ثالثا: سوق سندات الدين: وتحتوي على:

1. سوق سندات الدين: تصدرها الشركات ذات الاسهم والهيآت الحكومية والدولة ولا توجد أي مؤسسة مدرجة في هذا السوق.

2. سوق كتل سندات الخزينة العمومية: وهي سوق مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية وتم ادراجها في بورصة الجزائر في تاريخ 11 فيفري 2008.

المطلب الثالث: بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وشروط ادراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تم انشاء بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر شهر يوليو 2012 وتعتبر شروط الادراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما، وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن: (www.sgbv.dz, 2023)

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمس سنوات مستشارا مرافقا يسمى " مرقى البورصة".

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج في البورصة.

- تطرح للاكتتاب العلني سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين مساهما أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج.

- تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مطلوبة من الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

والى ذلك لا تنطبق هذه الشروط على الشركات التي تكون قيد الانشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

المستثمرون المؤسسيون: هي الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيرة للأصول.

جدول رقم (2-6): جدول تلخيصي لشروط الادراج في سوق سندات رأس المال

سوق سندات رأس المال		الشروط
السوق الرئيسية	سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	
الشكل القانوني	شركة ذات أسهم (S.P.A)	شركة ذات أسهم (S.P.A)
رأس المال الأدنى المدفوع	500.000.000 دج	لا يوجد حد معين
نتائج السنة المالية الأخيرة	رابحة	ليست مطلوبة
الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى	20%	10%
الكشوف المالية المصدقة والمنشورة	للسنوات الثلاث الأخيرة، على أن تكون نتائج السنة الأخيرة رابحة	للسنتين الأخيرتين. ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي	مطلوب	مطلوب + تعيين مرقى البورصة
عدد أصحاب الأسهم يوم الادراج في البورصة	150 مساهما	50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات

المصدر: (www.sgbv.dz, 2023)

❖ تقديم المتعهد بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة

يتعلق الأمر في الواقع بمتعامل جديد في الساحة المالية الجزائرية تتمثل مهمته في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومراقبتها على مستوى بورصة الجزائر، ويتميز بما يلي:

يختلف وضعه القانوني عن وضع وسيط في عمليات البورصة الذي تعتمده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لممارسة عدد معين من النشاطات، حيث يعتبر المتعهد بالترقية شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، فهو يتدخل الى جانب المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بمرافقتها في التحضير لتسجيرها في البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة، ويتصرف في واقع الأمر كمقدم الخدمات الإعلامية في مجال التحليل والاستشارة وتدقيق الحسابات في المجال القانوني والمالي.

يعتبر وجوده الزاميا الى كل مؤسسة صغيرة ومتوسطة مسجلة في بورصة الجزائر، ويساهم في احترام المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لالتزامها بالشفافية تجاه السوق.

يعتبر مسؤولا خصوصا عن بقاء سند المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة باستمرار ضمن جدول التسعيرة وعن سيولته بفضل تزويد الساحة المالية بالمعلومات المستمرة والموثوقة.

المبحث الثالث: تقييم بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من خلال هذا المبحث سنتعرف على معوقات بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل تفعيلها في الجزائر.

المطلب الأول: معوقات السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

رغم مرور أكثر من 10 سنوات على ادخال الإصلاحات التنظيمية على بورصة الجزائر، والتي اوجدت سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الا انها لم تفلح في استقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفيما يلي سنحاول تشخيص اهم العراقيل التي حالت دون ذلك:

1. معوقات متعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: من أهمها نذكر ما يلي: (مريم، 2021، صفحة 301)

- الطابع العائلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فمالك هذه المؤسسة يفضل الاقتراض من البنوك بدل اللجوء للبورصة خوفا من رهن قراراته؛

- عدم وجود تحفيزات كافية، خاصة في ظل الامتيازات التي يمنحها السوق الموازي لهذه المؤسسات؛

- ضعف مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

2. معوقات اقتصادية: ويمكن تبيانها على النحو التالي:

- التضخم: حيث عرفت الجزائر منذ التسعينات القرن الماضي معدلات قياسية في نسبة التضخم وهذا بسبب

لجوء الدولة الى الاصدار النقدي وهو ما تزامن مع انطلاق بورصة الجزائر، حيث من الناحية الاقتصادية يؤثر على عائد الأوراق المالية وحجم العمليات المتداولة ; (بوكساني، 2006، صفحة 286)

- الاقتصاد الموازي: الدافع الرئيسي نحو الاقتصاد او ما يسمى اقتصاد الظل، هو الخوف من أعباء

الدفعات الضريبية واشتراكات الضمان الاجتماعي ويمثل هذا النمط الاقتصادي الوسيلة المفضلة لبعض المستثمرين الخواص الذين ينشطون في بيئة خارج الإطار الرقابي للدولة، حيث يحقق لهم أرباح كبيرة بشكل أسرع من الاستثمار في البورصة.

- طبيعة المؤسسات: معظم المؤسسات الجزائرية مؤسسات ذات مسؤولية محدودة أو شركة ذات اسم جماعي

وهذا ما يعرقل توسع السوق الأوراق المالية.

- ضعف المعلومات: ويقصد هذا بالمعلومات التي تصل الى المتعاملين بسرعة دون فاصل زمني كبير، بما

يجعل أسعار الأسهم تصل الى المتعاملين دون تكاليف باهظة، وأن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تقارير تصدرها الشركات المصغرة في البورصة، في الوقت الذي تقدم فيه بورصات الدول المتقدمة تقارير مرفقة بتحليل وأراء حالية ومستقبلية لخبراء في عالم المال والأعمال.

3. معوقات تنظيمية: تتمثل في:

- قلة المؤسسات المدرجة: ما لا يلاحظ في الجزائر هو محدودية المؤسسات المدرجة ذلك لأن عدد

المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في السوق محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة.

- **ضعف الفرص المتاحة للتمويل:** سوق الأوراق المالية في الجزائر هو حديث النشأة ولا يتميز بالتنوع، فهو يعتمد على ثلاثة أصناف من الأوراق المالية فقط، ذلك ما يجعله يفتقر للكفاءة التقنية، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية.

- **غياب الشفافية:** تنشأ من غياب نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها إضافة إلى صعوبة الحصول على المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

4. المعوقات القانونية والجبائية: تتمثل هذه المعوقات فيما يلي: (شمام، 2016، صفحة 22)

- الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة، بالإضافة إلى عدم تجزئة البورصة إلى سوق رسمية وسوق ثانية.

- ارتفاع معدلات الضرائب ونقص الحوافز الجبائية حيث يخضع النظام الضريبي المتعاملين الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل فنجد مثلا أن الشركات تخضع للضريبة على أرباح الشركات والتي تقلل من نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين إلى الضريبة على الدخل الإجمالي، وهو ما أدى إضعاف مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.

5. المعوقات الاجتماعية والدينية:

نقص الوعي الإدخاري وغياب ثقافة الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، حيث يوجد الكثير من الأفراد الذي لا يتقنون في البنوك والبورصة وبالتالي يفضلون الاحتفاظ بأموالهم واكتنازها وعدم توظيفها أو استثمارها في السوق المالي. كما أن غلاء المعيشة وانخفاض القدرة الشرائية نتج عنه ضعف الادخار لدى الأفراد وبالتالي الاستهلاك الكلي لمداخيلهم.

ومن العقوبات التي تقف أمام نمو نشاط البورصة نجد العامل الديني، إذ يعد من أهم أسباب عزوف الكثير من العائلات عن توظيف أموالها في البورصة بسبب رفضها التعامل بالفائدة أي الربا المحرم شرعا، خاصة إذا تعلق الأمر بالاستثمار في السندات باعتبارها قرضا ربويا. (وارث، 2016، صفحة 247)

المطلب الثاني: مقارنة التجربة الجزائرية مع بعض التجارب الرائدة في مجال التمويل بالبورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

قامت بورصة الجزائر بفتح بورصة مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012، حيث تعتبر مصدر تمويلي لهذه المؤسسات ولكن رغم أهميته إلا أننا وجدنا مؤسسة واحدة فقط مدرجة في البورصة سنة 2023 من أصل 1193339 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، وهذا راجع لكون أن 97% من هذه المؤسسات عبارة عن مؤسسات عائلية مصغرة أي ليست شركات مساهمة، بالإضافة إلى غياب الوعي والثقافة البورصية وبالأخص غياب الإرادة السياسية، حيث تعتبر سوق فاشلة مقارنة بالسوق المالية البديلة التونسية التي تعتبر من أنشط الأسواق في شمال إفريقيا والتي تضم 13 مؤسسة في نهاية 2017، وذلك انطلاقا من المزايا التي تتيحها عملية ادراج هذه المؤسسات على مستوى السوق البديلة، ومقارنة ببورصة النيل المصرية نجد أن عدد

المؤسسات المدرجة فيها سنة 2020، 26 مؤسسة وهذا راجع للمزايا التي توفرها هذه البورصة مقارنة بمزايا بورصة الجزائر، ومن بين هذه المزايا تحديد قيمة عادلة للشركة وحمايتها من التفتت في الأجيال القادمة وتسهيل عمليات اندماج الشركات الصغيرة والمتوسطة واتحادها لتكوين كيانات أكثر تنافسية. وتعتبر تجارب الدول المتقدمة (لندن، ALTRNEXT) من أنجح التجارب في العالم وذلك لشروط الميسرة التي تمتاز بها لذا يجب الاستفادة من هذه التجارب.

المطلب الثالث: سبل تفعيل السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن اقتراح مجموعة من الحلول لتطوير السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي كما يلي: (مريم، 2021، صفحة 303)

1. محاربة الاقتصاد الموازي؛
2. إعداد وتنظيم لقاءات مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن على القائمين عليها تفعيله أكثر إلى جانب الاهتمام بالإعلام الاقتصادي، والتعريف بمزايا التمويل والاستثمار في البورصة؛
3. السعي لنشر وتطوير الوعي والثقافة المالية العامة وثقافة البورصة خاصة؛
4. مساندة هذه المؤسسات بالإعفاءات الضريبية والرسوم الإدارية الخاصة بالإعلان وإعطائها امتيازات أخرى؛
5. عصنة البورصة الجزائرية باعتماد أليات وأنظمة حديثة تتماشى مع متطلبات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛
6. الاستثمار في برامج الخصوصية لتعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية؛
7. انشاء معاهد ومدارس عليا متخصصة في البورصات بغية تكوين كوادر متخصصة لتفعيل وتنشيط البورصة؛
8. تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق الحملات الإعلامية لتوعية وجذب صغار المستثمرين؛
9. تخفيض سعر الفائدة لأن هذا الإجراء يؤدي إلى اللجوء إلى بورصة الأوراق المالية باعتبار الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية؛
10. إعادة تنظيم خدمات الاستثمار وذلك بالاستفادة من المناهج المطبقة في بورصات العالم قصد الاستفادة من خبراتها الإدارية والتكنولوجية؛
11. تفعيل دور الرقابة لإعادة الثقة للمتعاملين؛
12. حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في القيم المنقولة؛
13. زيادة بعث الشفافية في بورصة الجزائر؛
14. زيادة الأوراق المالية كما ونوعا؛

15. إحياء بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق تطوير الصيرفة الإسلامية وهذا بإدخال الصكوك الإسلامية بدلا من الأوراق المالية التقليدية؛
16. إنشاء سوق يخصص للمؤسسات الناشئة بشروط أكثر بساطة من تلك التي تم وضعها لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يمكن للمؤسسات الناشئة التي يكون لها نموذج عمل متين وأثبتت علامتها في الميدان أن تستفيد من البورصة.

خلاصة

لقد تم خلال هذا الفصل الى دراسة بعض التجارب الدولية في مجال التمويل بالبورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث سارعت الدول المتقدمة الصناعية مبكرا لتنمية البيئة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تهيئة المحيط المالي المناسب، وتكييفها مع متطلبات هذا القطاع بما يساهم في رفع الائتمان المصرفي الممنوح لهذه المؤسسات.

كما حاولت بعض الدول إلى تطوير بعض الصيغ المستحدثة كإنشاء بورصات لهذه المؤسسات مثل مصر وبعض المبادرات في التمويل بصيغ قرض الإيجار ورأس مال المخاطر، غير أنها تبقى غير كافية وتبقى إشكالية تنوع أدوات تمويل هذه المؤسسات مثل التمويل الإيجاري، رأس مال المخاطر وكذا أليات التمويل وغيرها من التحديات التي تنتظر حل الدول.

حيث تعتبر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من افشل التجارب مقارنة مع تجارب الدول المتقدمة وكذا الدول النامية.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

من خلال دراستنا لموضوع دور البورصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة توصلنا إلى أن للبورصة دور في تطوير هذا النوع من المؤسسات، وذلك بتوفير التمويل المستمر بشروط يسرة ومرنة، إلا أن ذلك يبقى رهينة مجموعة من الشروط المرتبطة برفع كفاءتها وخضوعها لآليات الرقابة التي ترفضها البورصات على الشركات المدرجة، ومن النتائج التي توصلنا إليها أهمية السوق المالي في تنمية هذه المؤسسات. أما بالنسبة للسوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر والذي تأسس رسمياً سنة 2012 فشهد إدراج مؤسسة واحدة منذ إنشائه وذلك بسبب عدة عراقيل أهمها السوق الموازية.

– اختبار الفرضيات:

قامت دراستنا على ثلاث فرضيات:

- ❖ **بالنسبة للفرضية الأولى:** تقوم البورصة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تتيح لها مصادر تمويل إضافية بعيداً عن صعوبات التمويل المصرفي من خلال دراستنا يتبين لنا صحة الفرضية فالبورصة تقوم بإتاحة الفرصة لتوفير التمويل اللازم في النشاط بعيداً عن صعوبات التمويل المصرفي.
- ❖ **بالنسبة للفرضية الثانية:** تعتبر البورصة مصدر مهم وحديث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وتبين من خلال دراستنا صحة الفرضية ومدى مساهمة السوق المالي في تمويل هذه المؤسسات من خلال آليات تساعد على تنويع المزيج التمويلي لهذه المؤسسات في الدول المتطورة والنامية على حد سواء.
- ❖ **الفرضية الثالثة:** نجاح التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال دراستنا يتبين لنا نفي صحة الفرضية حيث نجد أن الجزائر تعتبر من بين أضعف الدول في هذا المجال إذ أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر معدوم حيث ينحصر في مؤسسة أوم أنفست وهذا مقارنة مع باقي الدول سواء الأوروبية أو العربية والإفريقية.

– نتائج الدراسة:

- ❖ أن ظروف ونشأة الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل لمحاولة التخلص من السلبيات والعوائق التي كانت تواجهها في طلب التمويل البنكي. وعدم قدرة هذه الأخيرة على تلبية حاجيات هذا النوع من المؤسسات الاقتصادية.
- ❖ بالرغم من تعدد تعاريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا المعايير المعتمدة لتعريفها في مختلف الدول إلا أنه لا يوجد اتفاق حول مفهوم موحد في جميع الدول حول هذا النوع من المؤسسات الشيء الذي يعيق توجهاتها الدولية والإقليمية.

❖ تعتبر برامج التمويل وآلياتها محدد رئيسي لتأهيل ونجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

❖ تسعى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محاولة بتكليف شروط التسعير والدخول مع مميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من أجل تنشيط هذا نمط من التمويل وجذب أكبر للمؤسسات التي لا تمكنها قلة رؤوس أموالها من الدخول إلى الأسواق المالية للقيم الكبيرة.

❖ بالرغم من المزايا التي تحققها الأسواق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن ذلك لم يسمح بتطور هذا النمط من التمويل بشكل كبير في العالم وخاصة في الدول النامية حيث لم تتمكن من الوصول إلى النجاح المحقق في الدول المتقدمة مثل (الترنكست ولندن).

❖ التجربة المصرية والتونسية تجربتين ناجحتين نسبيا في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة مع التجربة الجزائرية التي تعتبر تجربة فتيية حيث تحاول الجزائر تنشيط هذا النوع من التمويل بغية تحفيز المؤسسات على تنويع مصادر تمويلها والتغلب على مختلف مشاكل النمو.

– المقترحات والتوصيات:

❖ ضرورة خلق مناخ عام مساعد لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها مصدر من مصادر خلق القيمة في الاقتصاد؛

❖ العمل على تنشيط سوق الأوراق المالية وربطه بصورة حقيقية بالاقتصاد؛

❖ ضرورة زيادة الاهتمام بموضوع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتباره من العوامل الحاسمة في استمراريته؛

❖ محاولة الاستفادة من التجارب الرائدة في مجال التمويل بواسطة البورصة، مع زيادة التعاون الإقليمي والعربي في هذا المجال؛

❖ نشر الوعي بين أصحاب المشاريع المتوسطة والصغيرة فيما يخص التمويل بواسطة البورصة وأهميته بالنسبة لمشارعهم؛

❖ تقديم تسهيلات لأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يخص التمويل عن طريق البورصة وتخفيف شروط الإدراج؛

❖ تدريب أصحاب المشاريع المتوسطة والصغيرة فيما يخص الشروط وإجراءات الدخول إلى سوق الأوراق المالية؛

– آفاق الدراسة:

بناء على ما سبق يمكن اقتراح مجموعة من المواضيع التي يمكن معالجتها في المستقبل:

❖ متطلبات تفعيل دور البورصة في تمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة وأثره على كفاءة المزيج التمويلي للمؤسسات؛

- ❖ دور التعاون الإقليمي في إنشاء وتطوير بورصة للمؤسسات المتوسطة والصغيرة على المستوى العربي؛
- ❖ مزايا ومخاطر العولمة المالية على المؤسسات المتوسطة والصغيرة.

المصادر والمراجع

أولاً: باللغة العربية

الكتب:

1. أحمد السعد، (2004)، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، الطبعة 1.
2. إسماعيل وآخرون، (2008)، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة 3.
3. الأعمش إبراهيم، (1999)، أسس المحاسبة العامة، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون، الجزائر.
4. بن ربيع حنيفة، (2002)، الواضح في المحاسبة العامة، دار هومه للنشر والتوزيع، الجزائر.
5. توفيق عبد الرحيم، (2009)، إدارة الاعمال التجارية الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 1.
6. جبار محفوظ، (2009)، الأوراق المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومه.
7. جواد نبيل، (2007)، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة 1.
8. الحيكاني نزار كاظم، الموسوي حيدر يونس، (2015)، السياسات الاقتصادية الإطار العام واثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العملية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 2.
9. خباية عبد الله، (2013)، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية.
10. خوني رابح، رقية حساني، (1998)، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، اترك للنشر والتوزيع، الطبعة 1.
11. دريد كامل آل شبيب، (2009)، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن.
12. سمير محمد عبد العزيز، (1998)، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الإسكندرية.
13. سمير محمد عبد العزيز، (1997)، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الاشعاع الفنية، مصر، الطبعة 1.
14. شمعون شمعون (بدون سنة نشر)، البورصة -بورصة الجزائر-، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر.
15. طاهر محسن، المنصور الغالي، (2009)، إدارة واستراتيجية منظمات الاعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر، الطبعة 1.

16. عبد الباسط وفا، (2001)، مؤسسات رأس مال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر.
 17. عبد الرحمن يسري احمد، (1996)، تنمية الصناعات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار النشر والتوزيع الإسكندرية.
 18. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، (2000)، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، الطبعة 1.
 19. عدون ناصر دادي، (1998)، تقنيات مراقبة التسيير، مطبعة دار البعث، الجزء 1، الجزائر.
 20. ماهر كنج شكري، مروان عوض، (2004)، المالية الدولية للعمليات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظري والتطبيق، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة 1.
 21. مبارك لسلوس، (2004)، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون، الجزائر.
 22. محمد الناشد، (1998)، الإدارة المالية، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية جامعة حلب، الطبعة 1.
 23. محمود يونس وآخرون، (2004)، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة 1.
 24. هوشيار معروف، (2003)، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان.
 25. هيكمل محمد، (2003)، مهارات إدارة المشروعات الصغيرة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة 1.
- مذكرات الماجيستر ورسائل الدكتوراه:**
1. برجى شهرزاد، (2012)، (اشكالية استغلال مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان.
 2. بلحمدي سيد علي، (2014)، (دور الابداع التكنولوجي في تعزيز تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل العولمة دراسة حالة الجزائر)، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة البلدية 02.
 3. بن مسعود ادم، (2016)، (ترقية ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في تحقيق التنمية المستدامة في الجزائر)، اطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، جامعة البلدية 02، الجزائر.
 4. بوروبة كاتيا، (2018)، (اشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تطوير الآليات التمويلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف.

5. بوضاموز ياسين، (2011)، (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واهميتها في تحقيق التنمية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الادارة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل.
 6. بوكساني رشيد، (2006)، (معوقات أسواق الاوراق المالية العربية وسبل تفعيلها)، رسالة لنيل درجة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
 7. جمال قدام، (2007)، (تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة)، مذكرة نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل.
 8. رقراق عبد القادر، (2010)، (متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل التحولات الإقتصادية الراهنة)، مذكرة ماجستير تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران.
 9. سحنون سمير، (2005)، (اشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الجزائر)، رسالة الماجستير في اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان.
 10. ضيف احمد، (2007)، (أثر مصادر التمويل على نجاعة المشاريع الاستثمارية دراسة حالة مجمع صيدال)، مذكرة شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان.
 11. لدرع خديجة، (2008)، (الاعتماد الإيجابي كأخذ بدائل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر)، مذكرة شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية الحقوق والعلوم التجارية، جامعة مستغانم.
 12. لولاشي ليلي، (2009)، (التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تحليل أثر برنامج دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة)، رسالة ماجستير في التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان.
- المجلات والمقالات**
1. بقاش شهيرة، (2014)، (أليات ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة الجزائر 03، المجلد 01، العدد 10.
 2. بن وارث حلبية، ربيعة حملاوي (2017)، (أليات تنشيط سوق الاوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري دراسة بورصة الجزائر)، مجلة دفاتر الاقتصادية، المجلد 07، العدد 2.

3. رشيد حفصي وعبد الغفور دادن، (2018)، (رأس المال المخاطر بديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر)، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، العدد 06.
 4. زبير عياش، (2014)، سميرة مناصرة، (التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، المجلد 45، العدد 2.
 5. شمام عبد الوهاب، زودة عمار، (2016)، (الدور التنموي بالأسواق الاوراق المالية ومقومات تفصيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 02، العدد 2.
 6. عبد المجيد قدي، سيف الاسلام بلعابد، (2017)، (مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الولايات المتحدة الامريكية)، مجلة العلوم الانسانية، جامعة منتوري قسنطينة، المجلد 28، العدد 2.
 7. محمد براق، ومحمد الشريف بن زاوي، (2011)، (هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامية)، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، جامعة سطيف، المجلد 01، العدد 02.
 8. محمد نوري فرحان واخرون، (2019)، (الاسهامات الاقتصادية للمشروعات الصناعية الصغيرة تجارب دولية مختارة)، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد; كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 25، العدد 113.
 9. مريم سايعي، (2021)، (واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تفعيلها)، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، جامعة الجزائر 3، المجلد 04، العدد 3.
 10. مكايي الحبيب، بابا حامد كريمة، (2017)، (البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 02.
- الملتقيات:**
1. رونية عبد السميع وحجازي اسماعيل، (2006)، (تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات راس المال المخاطر)، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية.
 2. ریحان الشریف وبومود إيمان، (بورصة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة)، مداخلة ضمن ملتقى تحت عنوان تسليط الضوء على فتح صحن بورصة الجزائر، امام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة باجي مختار عنابة.
 3. عياش الزبير وآخرون، (المؤسسات الاقتصادية الجزائرية واستراتيجيات التنويع الاقتصادي في ظل انهيار اسعار المحروقات)، ملتقى وطني، جامعة قالمه، جامعة 08 ماي 1945، الجزائر.

المواقع:

1. [www.observatoir Financement enterprises.com](http://www.observatoirFinancemententerprises.com)
2. www.borseitaliana.com
3. www.qe.com
4. www.nilex.egyptse.com
5. www.sgbv.com
6. www.bvmt.com.tn

ثانيا: باللغة الفرنسية:

1. A guide to AIM. Publication of london stock Exchange.

المخلص

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور التمويل عن طريق البورصة في تنشيط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذ تحتوي هذه السوق على شروط مرنة وميسرة للإدراج فيها، والتي تتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعالج مشكلة عدم استطاعة هذه المؤسسات الدخول إلى السوق الرئيسي (سوق المشروعات الكبيرة).

وقد تمت الدراسة على تجارب دولية قامت بإنشاء هذه الأسواق وتفعيلها منها سوق ALTERNEXT الفرنسي وبورصة النيل المصرية.

توصلت هذه الدراسة إلى أن معظم الدول النامية لم تنجح في هذه التجربة وذلك بسبب عدة عراقيل ومن بين هذه الدول "الجزائر"، حيث قامت بإنشاء هذه السوق سنة 2012، ومنذ انشاءها شهدت ادراج مؤسسة واحدة فقط "اوم انفست".

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل.

Summary:

The aim of this study was to highlight the role of stock exchange financing in stimulating small and medium-sized enterprises (SMEs). This market provides flexible and accessible conditions for listing, which are suitable for the characteristics of SMEs.

It addresses the problem of these enterprises not being able to enter the main market (large projects market).

The study examined international experiences of establishing and activating such markets, including the French ALTERNEXT market and the Nile Stock Exchange in Egypt. The study found that most developing countries have not succeeded in implementing this experiment due to several obstacles. Among these countries is Algeria, which established this market in 2012. Since its establishment, only one institution, "OM Invest," has been listed.

Keywords: small and medium-sized enterprises, small and medium-sized enterprises stock exchange, financing.