



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عمار ثليجي بالأغواط
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

تحديات السوق المالي الجزائري في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
بالمقارنة مع بعض التجارب الدولية والإقليمية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الأستاذ:

د/ حفاي عبد القادر

إعداد الطلبة:

❖ داي عبد القادر

❖ نبق مروان

لجنة المناقشة:

رئيسا	أستاذ	الأستاذ الدكتور رمضان لعلا
مشرفا	أستاذ	الأستاذ الدكتور حفاي عبد القادر
مقررا	أستاذ محاضر "أ"	الدكتور بن دحان إلياس

السنة الجامعية: 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

۱۴۳۸

المخلص:

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهم رافد من روافد التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان المتخلفة والبلدان المتطورة، ذلك أنها تشكل مجالا خصبا لتطور المهارات الإدارية و الفنية والإنتاجية والتسويقية، فهي تشكل مصدرا للإبداع والابتكار، بالإضافة إلى قدرتها الفائقة على المساهمة في زيادة الطاقات الإنتاجية و استيعاب اليد العاملة فهي لا تتطلب أموالا ضخمة كما هو الشأن بالنسبة للمؤسسات الكبرى. إلا أنه في الواقع تواجه هذه المؤسسات إشكالية في التمويل تعيق تطورها، فرغم الجهود المبذولة لدعم وترقية المستوى التمويلي لها من خلال إنشاء مؤسسات مالية غير بنكية متخصصة بإتاحة مصادر تمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه تبقى هذه الجهود غير كافية بالمستوى والكفاءة المطلوبة .

لذا تبرز بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يعقد عليها آمالا كبيرة وعريضة في تمويل هذا النوع من المؤسسات لما لهذه البورصات من مزايا تجعل منها أفضل مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. في المقابل وفي الجزائر تحديدا تم فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للاستفادة من التمويل المباشر، وهذا يعد الخطوة الأولى لإنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يهدف هذا البحث إلى إبراز دور وأهمية بورصة المشروعات الصغيرة و المتوسطة كبديل مستحدث في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتسليط الضوء على السوق التي خصصتها بورصة الجزائر من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل، مصادر التمويل، بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، بورصة الجزائر

شكر و عرفان

الحمد لله على إحسانه و الشكر له على توفيقه و إمتنانه و نشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له تعظيما لشأنه و نشهد أن سيدنا و نبينا محمد عبده و رسوله الداعي إلى رضوانه صلى الله عليه و على آله و أصحابه و أتباعه و سلم.

وتجسيدا لقوله صلى الله عليه وسلم

"لا يشكر الله من لا يشكر الناس"

بعد شكر الله سبحانه و تعالى على توفيقه لنا لإتمام هذا البحث المتواضع أتقدم بجزيل الشكر إلى من

شرفنا بإشرافه على مذكرة بحثنا الأستاذ الدكتور "حفاي عبد القادر" الذي لن تكفي حروف

هذه المذكرة لإيفائه حقه بصبره الكبير علينا، و توجهاته العلمية التي لا تقدر بثمن؛ و التي

ساهمت بشكل كبير في إتمامنا و إستكمالنا هذا العمل؛ إلى كل أساتذة قسم العلوم الاقتصادية

و علوم التسيير؛ كما نتوجه بخالص شكرنا و تقديرنا إلى كل من ساعدنا من قريب أو من

بعيد على إنجازنا و إتمامنا هذا العمل.

"رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على والدي و أن أعمل صالحا ترضاه

و أدخلني برحمتك في عبادك الصالحين"

الإهداء

أهدي ثمار جهدي إلى أسباب النجاح و الفلاح و الصلاح:

إلى عائلتي الكبيرة:

أبي...رحمه الله و غفر له و أدخله فسيح جنانه.

أمي... أطل الله في عمرها.

فاللهم ربي أغفر لهما وأرحمهما كما ربياني صغيرا.

إلى إخواني و أخواتي و ذرياتهم ، كل باسمه.

إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا

العمل...شكرا

عبدالقادر

الإهداء

- إلى كل من علمني حرفا في هذه الدنيا الفانية.

- إلى روح أبي الزكية الطاهرة رحمه الله

- إلى أمي العزيزة التي سهرت علي و على إخوتي و

أخواتي أطال الله في عمرها

- إلى إخوتي وأخواتي حفظهم الله

- إلى جميع من ساهم في مشواري من زملاء و أصدقاء

إلى كل هؤلاء و هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع و

نسال الله أن يجعله نبراسا لكل طالب علم

اللهم أمين

مروان

فهرس المحتويات

خطة البحث

I	البسماطة
II	الملخص
III	شكر وعرفان
IV	إهداء
V	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول و الأشكال
أ-هـ	مقدمة
الفصل الاول: إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	
1	تمهيد
2	المبحث الاول: عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
2	المطلب الاول : مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
5	المطلب الثاني : خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها
8	المطلب الثالث : المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
10	المبحث الثاني : المصادر التقليدية المتاحة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
10	المطلب الاول : مصادر التمويل قصير الداخلية
11	المطلب الثاني : مصادر التمويل الخارجية
13	المطلب الثالث : مشاكل وعقبات تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
15	المبحث الثالث : البدائل التمويلية المستحدثة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
15	المطلب الاول : تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق الائتمان الإيجاري
16	المطلب الثاني : التمويل عن طريق مؤسسات رأس مال المخاطر وعقد تحويل الفاتورة
17	المطلب الثالث : تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق الصيغ الاسلامية
19	خلاصة الفصل

فهرس المحتويات

الفصل الثاني: دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة	
20	تمهيد
21	المبحث الاول : مفاهيم عامة حول الأسواق المالية
21	المطلب الاول : نشأة و مفهوم الأسواق المالية
23	المطلب الثاني : وظائف الاسواق المالية و أهميتها
24	المطلب الثالث: انواع الاسواق المالية و تقسيماتها
29	المبحث الثاني : ماهية السوق المالية الثانية أو البديلة
29	المطلب الاول : نشأة السوق المالية الثانية و تعريفها
32	المطلب الثاني : العوامل المؤثرة في قرار الولوج الى السوق المالية البديلة و المتدخلون الرئيسيون فيها
35	المطلب الثالث : مزايا بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
35	المبحث الثالث : فعالية السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
35	المطلب الاول : قواعد و شروط قيد تداول الأوراق المالية المصدرة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
38	المطلب الثاني : قواعد التداول و المقاصة و التسوية ببورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و أساليب جذب المستثمرين لها
40	المطلب الثالث : أهمية السوق الثانية في توفير السيولة للم ص م
43	خلاصة الفصل
الفصل الثالث : واقع السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر بالمقارنة مع بعض التجارب الدولية و الاقليمية خلال الفترة 2018- 2020	
44	تمهيد
45	المبحث الاول : تجارب بعض الدول الرائدة في انشاء السوق المالية البديلة
45	المطلب الاول: تجربة السوق البديلة للاستثمار بلندن: AIM LONDON
50	المطلب الثاني : السوق المالية الثانية الفرنسية ALTERNEXT
52	المطلب الثالث : بورصة النيل للمشروعات الصغيرة: NILE STOCK EXCHANGE

فهرس المحتويات

54	المبحث الثاني : بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
54	المطلب الاول : تقديم السوق المالية البديلة للجزائر وشروط الادراج فيها
56	المطلب الثاني: مزايا وجود سوق للبورصة مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة و شروط القبول فيها
59	المطلب الثالث : الشركات المدرجة في السوق المالية البديلة للجزائر.
62	المطلب الرابع : تطور أداء السوق المالية البديلة للجزائر
63	المبحث الثالث : العراقيل التي تواجه بورصة م.ص.م في الجزائر وسبل تفعيلها
63	المطلب الاول : مقارنة بين السوق البديلة للاستثمار AIM بلندن وسوق الم ص م بالجزائر.
64	المطلب الثاني : أهم العراقيل التي تحول دون اقبال الم ص م على ال ص م على البورصة
66	المطلب الثالث : سبل وطرق تفعيل السوق المالية البديلة للجزائر
67	خلاصة الفصل
68	الخاتمة
71	قائمة المراجع

1- قائمة الجداول

3	جدول رقم (01) : تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية
5	جدول رقم: (02): تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
47	الجدول رقم (03): مصاريف القيد في السوق البديلة للاستثمار
47	الجدول رقم (04) : تطور أداء السوق الأولية خلال الفترة (2012-2020)
49	الجدول رقم (05) : تطور أداء السوق الثانوية خلال الفترة (2012-2020)
57	الجدول رقم (06): يلخص شروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجزائر
60	جدول رقم (07): بطاقة فنية لشركة أوم أنفست
62	الجدول رقم(08) : مؤشرات السوق خلال الفترة 2018-2020

2- قائمة الأشكال

25	الشكل(01): تقسيمات الأسواق المالية
51	شكل (02): يوضح تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في سوق الترانكست

مقدمة

مقدمة

إن الاهتمام الذي تحظى به المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعكس الأهمية التي يمثلها القطاع بالنسبة لاقتصاديات العالم لما لها من أهمية بالغة في عملية التنمية الاقتصادية، كما أن الخصائص والمميزات التي تتسم بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مرونة وقدرة على التأقلم في محيط اقتصادي عالمي سريع الحركة يتصف بالتجديد والتغيير المستمر أكسبها مكانة بارزة ضمن اقتصاديات دول العالم وجعل تطويرها محل اهتمام متزايد من قبل العديد من الدول التي عملت على تشجيع بروز هذا النوع من المؤسسات.

وبالرغم من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحياة الاقتصادية وانعكاساتها الايجابية على التنمية الاقتصادية والاجتماعية لكل دول العالم، إلا أنه تتلقاها صعوبات ومشاكل تعرقل نشاطها وتحد من امكانية استمرارها، ولعل أبرزها هو مشكل التمويل.

و لا شك أن البنوك و المؤسسات المالية بشكل عام و المتخصصة بشكل خاص، تلعب دورا كبيرا و مهما في تمويل و تطوير و دعم هذه المؤسسات كأسلوب تمويل تقليدي متاح أمامها، و على الرغم من كل ذلك فإن أصحاب هذه المؤسسات يعانون من صعوبات كبيرة في الحصول على مصادر التمويل لا سيما الائتمان المصرفي، لأسباب عديدة في مقدمتها تشدد البنوك و المؤسسات المالية في منح التمويل اللازم لهذه المؤسسات، بسبب ضعف الضمانات المتاحة لديها و كذا الفوائد المرتفعة المترتبة عن منح القروض.

و أمام هذه الصعوبات التمويلية أصبح من الضروري البحث عن مصادر و آليات أخرى للتمويل خارج الدوائر التقليدية للتمويل، و هنا فإن للدولة دور كبير في دعم مستويات التمويل المختلفة و ذلك من خلال تفعيل دور الهياكل الموجودة و طرح بدائل أخرى، كالاتماد على وسيلة جديدة للتمويل المتمثلة في ظهور السوق المالية البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل تمويلي تسمح لها بفتح جزء من رأسمالها وإدراجها في السوق المالية بعد توفير بعض الشروط المرنة التي تراعي خصوصيتها.

و الجزائر على غرار الدول النامية تعاني مشكل التمويل الذي يعيق تطور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة نظرا للتحويلات العميقة التي يعرفها الاقتصاد الوطني، مما استدعى على ضرورة تفعيل السوق المالية البديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن المصادر التمويلية المستحدثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والعمل على دعم وتسهيل إجراءات الولوج إلى صحن البورصة أمامها.

إشكالية الدراسة:

على ضوء ما تقدم، وبالنظر إلى أهمية وضرة إيجاد حلول للمشاكل التمويلية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وانطلاقا من الدور الذي تلعبه السوق المالية البديلة في تدعيم وتعزيز هذا المسعى بالمقارنة مع النجاح الذي حققه السوق بالدول المتقدمة، تتبلور إشكالية هذا البحث والتي يمكن صياغتها في التساؤل الرئيسي التالي

ماهي أبرز التحديات التي يواجهها السوق المالي الجزائري كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

و من أجل الإجابة على هذه الإشكالية نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما هي الصعوبات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في احتياجاتها التمويلية والتي قد تؤدي بها إلى عدم الاستمرارية؟
- ✓ ماذا نقصد ببورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؟ وأهم ما يميزها عن غيرها من البورصات؟
- ✓ هل نعتبر السوق المالية الثانية في الجزائر سوق فعال في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

فرضيات الدراسة:

يتطلب تحليل الإشكالية محل الدراسة اختبار مجموعة من الفرضيات، التي تم صياغتها كما يلي:

- ✓ تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشاكل نقص مصادر التمويل بسبب عجز مصادر التمويل التقليدية، لذا ارتأت إلى التوجه نحو استخدام بدائل التمويل المستحدثة من أجل نموها وتوسيع نشاطها.
- ✓ يوجد اختلاف في شروط الإدراج في السوق المالية الثانية عن السوق الرسمية.
- ✓ يشكل أسلوب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية الثانية الحل الأمثل لتمويل هذه المؤسسات نظرا للمزايا التي تتمتع بها هذه السوق.
- ✓ إن التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية الثانية تعتبر تجربة فنية مقارنة بتجارب الدول المتقدمة والنامية محل الدراسة.

أهمية الموضوع:

تكمن أهمية البحث فيما يلي:

- ✓ مع تزايد الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصاديات الدول، وجب التفكير في بدائل تمويلية جديدة تكون أكثر ملاءمة لطبيعة هاته المؤسسات.

✓ اعطاء دور أكبر للبورصة في الاقتصاد الوطني وعدم تحييدها عنه بتوجيه وجذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نحوها كونها تمثل أهمية كبيرة في المساهمة في دعم الصادرات خارج المحروقات.

أهداف الدراسة: تتمثل الأهداف الأساسية لهذه الدراسة في:

✓ الوقوف على ظاهرة الأسواق المالية البديلة باعتبارها طريقة حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال أسلوب تمويلي جديد يتمثل في عرض جزء من رأس مال المؤسسة للاكتتاب فيه من طرف الجمهور في سوق مالية مخصصة لهذا النوع من المؤسسات.

✓ التعرف على أكثر على دور البورصة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وكيفية الإدراج فيها

✓ إلقاء الضوء على بعض التجارب الدولية في إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

✓ الوقوف عند بعض التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

✓ محاولة منا للإلمام وتشكيل رصيد علمي حول الموضوع بمختلف جوانبه خاصة في ما يتعلق بالسوق المالية البديلة أو بورصة المشروعات الصغيرة وتمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

منهجية الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وإثبات صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي بغرض جمع المعلومات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يتعلق باحتياجاتها التمويلية والصعوبات و العراقيل التي تصادفها أثناء بحثها عن مصادر التمويل، وكذا أثناء التعرف على السوق المالية الثانية ودورها كأسلوب تمويلي مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتم إتباع المنهج التحليلي أثناء دراسة واقع السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بالمقارنة مع دول عينة الدراسة.

الدراسات السابقة:

المواضيع التي تناولت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كثيرة، ولكن ليست بنفس العدد في مجال التمويل، خاصة البدائل التمويلية الحديثة، وفي ما يلي عرض لبعض الدراسات التي تناولت جوانب من موضوع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية البديلة:

1- كريوط شيماء، زرايقي حورية، تقييم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة...، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبدالحفيظ بالصوف، ميلة، 2021/2020، قامت هذه الدراسة على تقييم تمويل

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة وكانت حدود الدراسة من 2016 إلى 2020 لبورصة النيل المصرية

في حين تناولت دراستنا ابراز أهمية استحداث بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بموجب الاصلاحات البورصية لسنة 2012، وهذا بالاشارة إلى بعض التجارب الرائدة في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية البديلة في بعض الدول السباقه في هذا المجال.

2- ليندة عكاش، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016/2017.

تم التطرق في هذه الدراسة إلى موضوع السوق المالية الثانية كأسلوب تمويل مستحدث لكل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتناولت الدراسة السوق المالية البديلة في تونس كدراسة حالة.

هيكل الدراسة:

لمعالجة هذا الموضوع والإجابة على التساؤلات المطروحة والتوصل إلى صحة أو نفي الفرضيات المعتمدة قسمنا بحثنا الى ثلاث فصول أساسية تتمثل في مايلي:

الفصل الأول حول إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تمت تجزئته إلى ثلاثة مباحث رئيسية، نتناول في المبحث الأول عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال التطرق إلى المعايير المعتمدة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بعض تعاريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خصائصها، وأهميتها بالإضافة إلى المشاكل التي تواجهها. أما المبحث الثاني فحاولنا من خلاله تبيان المصادر التقليدية المتاحة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إبراز أنواع هذه المصادر التمويلية والتي تتنوع بين مصادر تمويل داخلية وأخرى خارجية، وبين مصادر تمويل قصيرة الأجل و متوسطة وطويلة الأجل بالإضافة إلى مشاكل وعقبات تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة . في حين خصص

المبحث الثالث للحديث عن بدائل التمويل الحديثة المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تم التطرق من خلاله إلى التعريف بالتمويل عن طريق الائتمان الإيجاري، لنعرج بعدها التعريف بالتمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر، ثم في المطلب الثالث نتناول التمويل عن طريق أهم صيغ التمويل الإسلامي.

الفصل الثاني حول السوق المالية الثانية كبديل فعال في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تم تناوله في ثلاثة مباحث، حيث تقوم في المبحث الأول بإعطاء نظرة شاملة حول الأسواق المالية وذلك من خلال توضيح نشأة ومفهوم الأسواق المالية، وظائفها وأهميتها وكذا إبراز أنواع وتقسيمات الأسواق المالية، أما المبحث الثاني يتناول السوق المالية الثانية وذلك من خلال التطرق إلى نشأة وتعريف السوق المالية الثانية وكذا العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار الدخول إلى هذه السوق والمتدخلون فيها، كما تمت الإشارة إلى مزايا بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ونختم هذا الفصل من خلال المبحث الثالث والمتعلق بفعالية السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال إبراز قواعد وشروط قيد الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا قواعد التداول والمقاصة في السوق المالية الثانية وأساليب جذب المستثمرين والشركات الواعدة إليها، بالإضافة إلى أهمية السوق المالية الثانية في توفير السيولة.

أما الفصل الثالث والأخير، والذي يشكل الجزء التطبيقي للمبحث تحت عنوان واقع السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بالمقارنة مع بعض التجارب الدولية والإقليمية خلال الفترة 2018-2020، حيث قسم بدوره إلى ثلاثة مباحث تناول المبحث الأول تجارب بعض الدول الرائدة في إنشاء السوق المالية البديلة على غرار تجربة السوق البديلة للاستثمار بلندن، والسوق المالية الثانية الفرنسية، ثم التطرق إلى التجربة المصرية عبر بورصة النيل للمشروعات الصغيرة، أما المبحث الثاني فقد تم التعرض من خلاله إلى السوق المالية الثانية ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وفي الأخير تم الوقوف من خلال المبحث الثالث على الواقع والعراقيل التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تفعيلها.

الفصل الأول:
اشكالية تمويل المؤسسات
الصغيرة والمتوسطة

تمهيد:

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في معظم اقتصاديات العالم، كونها تمثل أكثر المؤسسات تعدادا، كما تعتبر أكثرها مساهمة في تحقيق بعض السياسات الاقتصادية و الاجتماعية التي تعجز المؤسسات الكبيرة عن تحقيقها، وتزداد أهميتها في كونها لا تتطلب رؤوس أموال ضخمة مقارنة مع المؤسسات الكبيرة، وانطلاقا من هذه الأهمية سنقوم بدراسة هذا النوع من المؤسسات من خلال تحديد أهم المعايير المستخدمة في تعريفها وتوضيح أصنافها بالإضافة إلى خصائصها وأهميتها وأهدافها في الاقتصاد، إضافة إلى المعوقات التي تواجهها .

ولهذا سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى:

- ✓ **المبحث الأول : عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**
- ✓ **المبحث الثاني : المصادر التقليدية المتاحة لتمويل مؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**
- ✓ **المبحث الثالث : بدائل التمويل الحديثة المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تحظى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الوقت الراهن باهتمام بالغ، وذلك انطلاقا من الدور الحيوي الذي تلعبه في تحقيق الأهداف المختلفة الاقتصادية والاجتماعية...، في ظل التغيرات الحالية يتجه الواقع العالمي اليوم نحو دعم قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ظهر مصطلح " المؤسسات الصغيرة والمتوسطة " في مختلف دول العالم ليعبر عن نوع معين من المؤسسات التي يصعب تقديم صورة واحدة لها، وهذا راجع لاختلاف السياسات و التوجهات والمستوى الاقتصادي والاجتماعي للدول، حيث تعتبر هذه الدول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من أهم التنظيمات المعتمد عليها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، لما تتميز به من ديناميكية ومرونة.

الفرع الأول: معايير تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

يمكن أن نميز بين نوعين من المعايير للترقية بين هذا الصنف من المؤسسات وبين المؤسسات الكبيرة و هما¹:

- **معايير كمية:** وتشمل هذه المعايير عادة على عدد العاملين و رأس المال و قيمة الأصول، وصافي القيمة المضافة، و قيمة الإنتاج، و قيمة المبيعات ومعدل استخدام الطاقة، و لكن معيار عدد العاملين في المنظمة هو أكثر انتشارا و استخداما على المستوى العالمي وذلك لسهولة التعامل به وثباته لفترة زمنية، و لكننا نلاحظ عدم اتفاق الدول على حجم المؤسسات الصغيرة حيث أن التفاوت واضح بين الدول في المعايير المستخدمة لتحديد كون العمل صغيرا أم لا، وتعتبر المعايير الكمية أكثر المعايير استعمال في التفرقة بين المشروعات الكبرى والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، و نجد أن من أساسيات التعريف الكمي العمالة و رأس المال بالإضافة أن المعايير الكمية لا تعد سليمة و لا كافية للترقية بين مختلف المؤسسات رغم انتشار استعمالها في التعريف كما أنها صعبة التطبيق لاختلاف فروع النشاط.
- **معايير نوعية:** يتعلق التقريب النوعي بالواقع الاقتصادي و الاجتماعي و يحدد العديد من الجوانب، سواء التي تتعلق بالمؤسسة كالمعيار القانوني، أو بمعيار التنظيم، أو بمعيار التكنولوجيا المستعملة، و يمتد

¹ - سحنون سمير، بونوة شعيب، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يومي 17-18 أبريل، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2006، ص 423.

المعيار النوعي إلى حدود أكثر تعقيد، كأن تصنف المؤسسات حسب طبيعة العمال فيها، بمعنى العامل البشري المتعلق بها: الإنتاج، الإدارة، السوق، صاحب المشروع، وطرق المشاركة في الإدارة، مصدر رأس مال المؤسسة، و بالتالي لكل هذه المعايير نوعية مميزة تتخصص بها كل مؤسسة عن الأخرى

الفرع الثاني: التعاريف المختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نتيجة تنوع المعايير المستعملة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واختلاف الظروف الاقتصادية و الاجتماعية لكل دولة أدى كل ذلك إلى عدم الحصول على إجماع حول تعريف موحد لهذه المؤسسات مما جعل كل دولة تتفرد بتعريف خاص بها، ولإظهار التباين بين التعاريف المختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ارتأينا إدراج مجموعة من التعاريف في بعض البلدان المتقدمة والنامية وأيضا بعض الهيئات الدولية.

1- تعريف بعض الدول المتقدمة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

أ- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية : قدم لنا قانون المؤسسات الصغيرة لعام 1953 مفهوم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على أنها " تمثل المؤسسة التي يتم امتلاكها وإدارتها بطريقة مستقلة حيث لا تسيطر على مجال العمل الذي تنشط في نطاقه" وقد تم تحديد مفهوم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بطريقة أكثر تفصيلا بالاعتماد على معيار حجم المبيعات وعدد العاملين¹.

و لذلك فقد حدد القانون حدودا عليا للمؤسسة الصغيرة كما هو مبين في الجدول رقم: (01)

جدول رقم (01): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية.

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

المصدر: لخلف عثمان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتنميتها، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003-2004،ص14.

¹ - لخلف عثمان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتنميتها، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003-2004،ص14.

ب- تعريف الاتحاد الأوروبي: للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹

المفوضية الأوروبية تقترح التعريف التالي للتمييز بين المؤسسات المصغرة والصغيرة والمتوسطة بالاعتماد على عدد العمال أو عائداتها أو مجموع الميزانية السنوية الخاصة به: (وذلك وفق توصية المفوضية الأوروبية لسنة 2003)

-المؤسسة المصغرة: هي التي توظف أقل من 10 عمال ولا يتجاوز رقم أعمالها 2 مليون أورو أو مجموع الميزانية السنوية لا تتعدى 2 مليون أورو.

-المؤسسة الصغيرة: هي المؤسسة التي توظف ما يقل عن 50 عاملا، ولا تتجاوز مبيعاتها أو مجموع ميزانياتها 10 ملايين أورو سنويا.

-المؤسسة المتوسطة: هي التي يعمل بها أقل من 250 عاملا ورقم أعمال أقل من 50 مليون أورو، أو مجموع الميزانية السنوية لا يتجاوز 43 مليون أورو سنويا

2- تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: لقد عرفت الجزائر المؤسسات الصغيرة و المتوسطة انطلاقا من نفس المعايير المستخدمة من قبل دول الاتحاد الأوروبي ، وذلك بصدر القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، يتلخص تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القانون رقم 01/18 الصادر في 2001 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي اعتمدت فيه الجزائر على معياري عدد العمال ورقم الأعمال حيث يحتوي هذا القانون في مادته الرابعة على تعريف مجمل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ثم تأتي بعد ذلك المواد 5، 6، 7 لتبين الحدود بين هذه المؤسسات فيما بينها:

- تشغل من 1 إلى 250 شخصا.
- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري (2) دينار، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار.
- تستوفي معايير الاستقلالية².

❖ تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالاعتماد على القانون 02/17: إن التعريف المعتمد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر هو التعريف الوارد في القانون 02/17 المؤرخ في 10/01/2017، والمتمثل في القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والذي ينص على ما يلي: " تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج

¹- عيسى لخضر، النظام القانوني لعملية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسوق البورصة، مجلة القانون والعلوم السياسية، المجلد الخامس العدد 01، جامعة تلمسان، جانفي 2019، ص383

²- فيلاحي ابتسام، عياش زبير، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05/ جوان 2016، الجزائر، ص185

الفصل الأول: إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

السلع و/ أو الخدمات تشغل من واحد إلى 250 شخص، ولا يتجاوز رقم أعمالها أربعة ملايين دينار جزائري، أولاً يتعدى إجمالي حصيلتها السنوية 2 مليار دينار جزائري، وهي تحترم معايير الاستقلالية". ويمكن تليخيص تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجدول التالي¹:

جدول رقم: (02): تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الاستقلالية	مجموع الحصيلة السنوية (دج)	رقم الأعمال السنوي (دج)	عدد العمال (عامل)	المعيار النوع
ضرورة توفر معيار الاستقلالية في التسيير	لا يتجاوز 20 مليون	أقل من 40 مليون	من 01 إلى 09	مؤسسة مصغرة
	لا يتجاوز 200 مليون	أقل من 400 مليون	من 10 إلى 49	مؤسسة صغيرة
	بين 200 و 01 مليار	بين 400 مليون و 04 ملايين	من 50 إلى 250	مؤسسة متوسطة

المصدر: بالاعتماد على: المواد 8، 9، 10 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 02 الصادرة بتاريخ: 2017/01/11، ص 06

للإشارة فإن المشرع الجزائري اعتمد في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التعريف الذي حدده الإتحاد الأوروبي سنة 1996، والذي كان موضوع توصية لكافة البلدان الأعضاء، حيث صادقت الجزائر سنة 2000 على ميثاق بولونيا حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ يرتكز هذا التعريف ثلاثة معايير كمية وهي: عدد العمال، رقم الأعمال و مجموع الحصيلة السنوية، بالإضافة إلى معيار نوعي واحد ألا وهو معيار الاستقلالية².

المطلب الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها:

الفرع الأول: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصائص والسمات تجعلها متميزة ومتفردة عن غيرها من المؤسسات، وتتمثل أهمها في الآتي³:

¹- ياسر عبد الرحمان، براشن عماد الدين، قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الواقع والتحديات، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد الثالث: جوان 2018، الجزائر، ص: 218

²- ياسر عبد الرحمان، براشن عماد الدين، نفس المرجع، ص 219

³- إيمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير أكاديمي في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018/2019، ص: 12.

- ✓ **سهولة التأسيس:** تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالانخفاض النسبي لمستلزمات رأس المال المطلوب لإنشائها ، وتستند في الأساس إلى جذب وتفعيل مدخرات الأشخاص في أنواع مختلفة من النشاط الاقتصادي.
- ✓ **الاستقلالية في الإدارة:** عادة ما تتركز معظم القرارات الإدارية لهذه المؤسسات في شخصية مالِكها، حيث يكون المسير هو المالك ما يجعلها تتسم بالمرونة والاهتمام الشخصي، ويتوقف نجاحها على كفاءتها.
- ✓ **سهولة وبساطة التنظيم وقلة تعقيد نظام معلوماتها:** نظرا لمحدودية العمال واختصاص الأعمال ، والتحديد الدقيق للمسؤوليات والمهام ، والجمع بين المركزية واللامركزية ، أدى هذا إلى إضفاء البساطة والطابع غير الرسمي على الهيكل التنظيمي لهذه المؤسسات وسهولة الاتصال السريع صعودا ونزولا بين إدارة المؤسسة وعمالها وكذا اتخاذ القرارات.
- ✓ **مركز التدريب الذاتي:** تتسم هذه المؤسسات بقلة التكاليف اللازمة للتدريب لاعتمادها أساسا على أسلوب التدريب أثناء العمل أي أثناء القيام بنشاطهم الأساسي باستمرار ، مما يؤدي إلى تنمية قدرتهم واكتسابهم معارف تؤهلهم لتوسيع نشاطهم الاستثماري .
- ✓ **مرونة الإدارة:** لهذه المؤسسات القدرة الكبيرة على تكيف مع ظروف العمل الداخلية والخارجية المتغيرة ومرونتها في تبني سياسات جديدة ومصيرية وسرعتها في الاستجابة لمواكبة الظروف في محيط يتسم بدرجات عالية من المنافسة.
- ✓ **جودة الإنتاج:** نتيجة لتخصص الدقيق والمحدد وكذا محدودية الطاقة الإنتاجية لهذه المؤسسات تقدم هذه الأخيرة منتجات ذات جودة عالية ، حيث تعتمد في إنتاجها على المهارات الحرفية والمهنية ، مما يجعلها تستجيب لأذواق واحتياجات المستهلكين.
- ✓ **التجديد والابتكار:** يعد هذا النوع من المؤسسات المصدر الرئيسي للأفكار الجديدة والاختراعات ، حيث كثير من براءات الاختراع تعود لها ، مما يساهم في تطوير المنتجات وأدوات الإنتاج وبالتالي تطور الأسواق والاقتصاد ككل.
- ✓ **توفير الخدمات للمؤسسات الكبيرة:** حيث تقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنتاج مستلزمات ومنتجات (مثلا مواد أولية ، أدوات إنتاج...) أو تقديم خدمات (صيانة، تكوين العمال...) للمؤسسات الكبيرة.

✓ قصر فترة الاسترداد: تتميز الفترة الزمنية لاسترداد تكاليف الاستثمار (رأس المال المستثمر) في هذا النوع من المؤسسات بقصرها مقارنة مع غيرها من المؤسسات¹.

الفرع الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تحتل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية كبيرة في جميع المجالات خاصة الاقتصادية منها وتتبلور هذه الأهمية فيما يلي²:

- ✓ التجديد والابتكار ورفع كفاءة إنتاجية لتنمية قدرات التصديرية في الأسواق الخارجية وتدعيم الأوضاع التنافسية للدول المتقدمة تجاه الدول الأخرى، وخاصة الدول حديثة التصنيع.
- ✓ زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر والدخول في مشروعات مشتركة في الدول المضيفة بدلا من الاعتماد المطلق على الشركات العابرة للقوميات وعن نظم التصدير والتراخيص التي تواجهها صعوبات في ظل التكتلات الاقتصادية الإقليمية القائمة.
- ✓ استيعاب القوى العاملة وتقليل مستوى البطالة واكتساب المهارات من خلال تكلفة توفير فرصة عمل واستيعاب العمالة الفائضة في الريف والقرى أيضا تشغيل أفراد العائلة والأقارب بشكل أسهل وتطوير التكنولوجيا.
- ✓ تساعد على خلق فرص منتجة للعديد من المهارات والكفاءات وتوسيع قاعدة رجال الأعمال وخلق فرص لتطوير المهارات من خلال اجتذاب القدرات والمواهب وكذلك تشجيع المبادرة والإبداع.
- ✓ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نواة مؤسسات كبيرة، إذ أن هناك الكثير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استطاعت النمو والتطور لتصبح مؤسسات كبيرة لها دور في الاقتصاد ككل.
- ✓ قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التخصص في مجال معين مما يعني إمكانية تحقيق التكامل في العديد من المنشآت في شكل مجتمع.
- ✓ دعم المؤسسات الكبيرة سواء من خلال الصناعات المغذية لصناعات كبيرة أو إمدادها بالعمالة الماهرة التي تدرت فيها.
- ✓ توسيع وتعميق المنافسة مع المؤسسات الكبيرة خاصة بسبب عددها الكبير وتأثيرها في السوق.
- ✓ تعتبر وسيلة فعالة في تسويق وتوزيع القاعدة الإنتاجية.
- ✓ إحداث تنمية اقتصادية واجتماعية مما يؤثر إيجابا على الدخل وتحسين مستويات المعيشة.

¹ نفس المرجع السابق، ص 13

² زينة جرمان، التمويلات الحديثة ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013/2014،

- ✓ تنمية الصادرات من خلال ما تقدمه من منتجات تامة صالحة للتصدير مباشرة.
- ✓ تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في عدالة توزيع الدخل نظرا لأن هذه المؤسسات متقاربة في الحجم وتعمل في ظروف تنافسية وتشغل عددا كبيرا من اليد عاملة.
- ✓ تسمح إقامة مؤسسات صغيرة ومتوسطة للمهاجرين بممارسة نشاط اقتصادي لا يستطيع منافسته عليه أبناء المجتمع أي التنوع الثقافي والاقتصادي.
- بالإضافة إلى أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالنسبة لصاحبها فهناك حاجات وطموحات للفرد لا يشبعها إلا من خلال مشروعه الخاص، حيث يتيح له تحقيق جميع أفكاره وأهدافه المالية من خلال هذا المشروع الذي وظف فيه جميع قدراته الفنية وخبرته العلمية والعملية وتجنب إهدار الوقت في انتهاز التوظيف الحكومي¹.

المطلب الثالث: المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من العديد من المشكلات التي تعوق تطورها وتقف عقبة أمام استمراريتها ، ومن أهمها ما يلي²:

- **المشكلات الإدارية:** تعد المشكلات الإدارية من أهم المشكلات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي الغالب تكون هذه المشكلات نابعة من داخل المؤسسة، ومن هذه المشكلات الآتي:
 - ✓ مشكلات مركزية اتخاذ القرارات.
 - ✓ مشكلة نقص القدرات والمهارات الإدارية لدى القائمين على الإدارة في هذه المؤسسات.
 - ✓ مشكلات تنشأ بسبب عدم إتباع أساليب وإجراءات الإدارة السليمة في تصريف أمور المؤسسة.
 - ✓ عدم الاهتمام بتحليل وتصنيف الوظائف.
 - ✓ مشكلة ضعف الثقة بين المديرين والعمالين.
 - ✓ عدم وجود تنظيم واضح للمؤسسة يحدد المسؤوليات والسلطات الخاصة بالوظائف.
- **مشكلات نقص المعلومات:** تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشكلات نقص المعلومات والتي تؤثر على نشاطها وتهدد بقائها واستقرارها ، وتتمثل أهم هذه المشكلات في:
 - ✓ نقص المعلومات عن الشركات وتطورها وطبيعة نشاطها وحجم إنتاجها وقدرتها المالية.
 - ✓ نقص المعلومات عن أسواق الموارد ومستلزمات الإنتاج وأسواق السلع.
 - ✓ نقص المعلومات عن المنشآت المنافسة في السوق من حيث عددها وطاقاتها الإنتاجية.

¹- المرجع السابق، ص: 21

²- إيمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص: 17

- ✓ نقص المعلومات لدى المسؤولين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببعض الأنظمة والقرارات.
- **المشكلات التنظيمية** : وهي مشكلات تعتبر خارجية ، وتتمثل في عدم وجود تنظيم موحد كاللجان أو الاتحادات أو أجهزة مخصصة توعى مصالح النوع الواحد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لترشدها إلى أفضل الأساليب الإدارية والمالية والتسويقية ، وتساعددها على حل مشاكلها لدى الجهات الحكومية بالإضافة إلى مساعدتها بتوفير المعلومات ، وتوفير الدعم المادي لهذه المؤسسات.
- **المشكلات الفنية**: من بين أهم المشاكل الفنية التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نذكر منها:
 - ✓ هروب اليد العاملة المدربة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى المؤسسات الكبيرة ، نتيجة ذلك تقوم هذه المؤسسات بتوظيف يد عاملة أقل كفاءة وخبرة حيث تضطر لتدريبهم أثناء العمل مما قد يؤدي إلى تخفيض الإنتاجية و جودة السلع أو الخدمات المقدمة.
 - ✓ ارتفاع التكاليف نتيجة تحمل أعباء تكوين العمال وتدريبهم.
 - ✓ ندرة المواد الأولية وعدم القدرة التخزين، إضافة إلى صعوبة الحصول على آلات ومعدات جديدة وغياب الصيانة.
 - ✓ صعوبة الحصول على الموقع المناسب للمشروع .
- **المشكلات التسويقية**: تتمثل أبرز المشاكل التسويقية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:
 - ✓ صعوبة تسويق منتجاتها سواء في الأسواق الخارجية أو الداخلية.
 - ✓ الافتقار لسياسات تسويقية ناجعة وغياب معلومات عن الأسواق.
 - ✓ غياب الموارد المالية للقيام بحملات الترويج ونشيط المبيعات.
- **المشكلات التمويلية** : تعتبر المشكلات التمويلية أبرز المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، نذكر أهمها:
 - ✓ في الغالب تكون المصادر الداخلية غير كافية لتلبية الاحتياجات المالية المتعددة لهذه المؤسسات.
 - ✓ نقص الضمانات لهذه المؤسسات وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة فيها ، في المقابل غياب آليات إدارة المخاطرة على مستواها ، مما يؤدي إلى إحجام البنوك عن تمويلها.
 - ✓ الشروط المستعصية الواجب توفرها في هذه المؤسسات لإدراجها في السوق المالي.
 - ✓ غياب بنوك متخصصة لتمويل هذا النوع من المؤسسات.

المبحث الثاني: المصادر التقليدية المتاحة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية المؤسسات، لما له من تأثير فعال على جميع الوظائف الأخرى داخلها فلا يمكن لمؤسسة ما تحقيق أهدافها و تطبيق برامجها بدون هذا العنصر الحيوي، و التمويل هو الحصول على الأموال من مصادر مختلفة و كذا حسن استخدامها ، إذ أن اعتماد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على أموالها الخاصة و الذاتية كمصدر تمويلي داخلي غالبا ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمؤسسات الاستثمارية التجديدية و التوسعية ، فإنه لا يكون أمامها الخيار إلا اللجوء إلى التمويل الخارجي التقليدي.

ومن هذا المنطلق هناك مصادر عديدة تعتمد عليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل احتياجاتها، حيث تقسم مصادر التمويل الرسمي بحسب مصدر التدفق إلى نوعين تمويل داخلي وتمويل خارجي، نأتي على بيانها كالآتي:¹

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية:

يعد التمويل الذاتي أهم المصادر الداخلية وأكثرها استخداما في تمويل احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويساهم في الرفع من رأس مالها وزيادة استثماراتها . ويقصد بالتمويل الذاتي " إمكانية المؤسسة تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، وهذه الأخيرة يضاف إليها عنصرين داخليين هامين هما الاهتلاكات و المؤونات".
ويتكون التمويل الذاتي من:²

أ- الأرباح المحتجزة: ويقصد بها الأرباح التي لا تقوم المؤسسة بتوزيعها على المساهمين، وذلك لتقوية مركزها المالي ومساعدتها على النمو والتطور كما تعتبر الأرباح المحتجزة ضمان للمؤسسة في حالة تعرضها لأي طارئ .وتضم الأرباح المحتجزة كل من الاحتياطات الإيجابية، الاحتياطات الاختيارية، الاحتياطات الأخرى والأرباح المدورة.

ب- الاهتلاكات: يعرف بأنه توزيع تكلفة الأصل على حياته الإنتاجية المقدره، كما يمكن تعريفه بأنه النقص الحاصل للأصل نتيجة للاستخدام أو مرور الزمن أو التقادم.

¹- المرجع السابق، ص:22

²- نفس المرجع، ص: 22

ت-المؤونات: تعرف على أنها انخفاض من نتيجة الدورة المالية لمواجهة الأعباء والخسائر المحتملة الوقوع، كما تعرف على أنها انخفاض غير عادي في قيمة الأصول وعلى المؤسسة أن تسعى لتفادي الانخفاض. يسمح التمويل الذاتي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالرفع من قدرتها المالية و الاقتراضية، كما يحقق لها درجة كافية من الاستقلالية في إدارة أعمالها، لكنه في الغالب يتميز التمويل الذاتي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعدم قدرته على تغطية احتياجاتها المالية لأن قيمته صغيرة جد.

المطلب الثاني : مصادر التمويل الخارجية:

يتضمن كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية وفي ظل افتراض استقلالية المؤسسة، فإن الإدارة تحصل على هذه الأموال بشروط معينة، وتنقسم المصادر الخارجية للتمويل كما يلي:

- التمويل قصير الأجل.
- التمويل المتوسط الأجل.
- التمويل طويل الأجل.

أ- التمويل الخارجي قصير الأجل:

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة من الغير، ويلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن عام،¹ وتنقسم المصادر التمويلية التقليدية الخارجية إلى ثلاث أنواع وهي: الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي والتمويل عن طريق المستحقات، ونأتي على بيان تفصيلها كما يلي:²

❖ **الائتمان التجاري** : يعرف الائتمان التجاري بأنه ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضاعة لإعادة بيعها في المستقبل

قد تتمكن المؤسسة أحيانا من استخدام أموال الغير دون مقابل، أي دون دفع أية فائدة عن طريق الائتمان قصير الأجل، ففي علاقات المؤسسات ببعضها البعض يمنح المورد للزبون مهلة للتسديد تتراوح بين 30 و 60 يوما، حسب القطاعات والمنتجات ابتداء من تاريخ تسليم السلع ، وعليه يمكن تعريف الائتمان التجاري على أنه : "الديون التجارية التي يمنحها الموردون لعملائهم من المؤسسات الاقتصادية، بسبب بيع البضائع والخدمات"، كما يمكن تعريفه على أنه: " وسيلة تمويل قصيرة الأجل، تحصل عليها المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية ".

¹- زينة جرمان، التمويلات الحديثة ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 40

²- كريوط شيماء، رزايقي حورية، تقييم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر أكاديمي

في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبدالحفيظ بوصوف، ميلة، 2021/2020، ص: 09

❖ **الائتمان المصرفي:** يعتبر الائتمان المصرفي شكلا من أشكال مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأجل وتتحدد مساهمة هذا الائتمان بمقدار القروض التي تحصل عليها المنشأة من البنوك التجارية كالالتزام قصير الأجل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، حيث تستخدمه في تمويل عملياتها الجارية مقابل تحملها كلفة الفائدة المفروضة على ذلك الاستخدام ، وحيث أن المصدر الرئيسي لهذه القروض هي المصارف لذلك اصطلح على تسميتها بالائتمان المصرفي .

❖ **التمويل عن طريق المستحقات:** هي تلك المستحقات الإلزامية الناتجة عن الخدمات التي تحصلت عليها المؤسسة والتي لم يتم سداد تكلفتها. وعادة ما تتمثل هذه المستحقات في مبالغ الضرائب المستحقة، اقتطاعات الضمان الاجتماعي، بعض الأجور المستحقة...، وعادة ما تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من التمويلات لأنها تعتبر مجانية وليس لها تكلفة.

ب- التمويل الخارجي متوسط الأجل:¹

يقصد بالتمويل متوسط الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين، سواء في صورة أموال نقدية أو أصول، والتي عادة تكون مدة استحقاقها تتراوح بين سنتين (02) إلى سبع (07) سنوات، وتوجه لتمويل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة، ويأخذ هذا النوع من التمويل شكلين وتتمثل في القروض القابلة للتعبئة والقروض غير القابلة للتعبئة وبصورة عامة يمكن تقسيم مصادر التمويل متوسط الأجل إلى الأنواع التالية:

✓ **قروض المدة:** تتميز قروض المدة بأجلها المتوسط والتي تستحق خلال فترات زمنية تتراوح عادة ما بين ثلاث (03) إلى سبع (07) سنوات، مما يعطي المقترض الاطمئنان بتوفر التمويل ويقلل من أخطار إعادة تمويل أو تجديد القروض القصيرة الأجل، ذلك لأن درجات المخاطرة في الاقتراض القصير الأجل تكون عالية بالنسبة للشركة المقترضة.

✓ **قروض التجهيزات:** يمكن للمؤسسة في الحصول على تمويل متوسط الأجل لشراء آليات أو تجهيزات بضمانة هذه الموجودات، وتوجد عدة مصادر لمثل هذا النوع من التمويل تشمل البنوك التجارية، الوكلاء الذين يبيعون التجهيزات، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد والتأمينات الاجتماعية. وتمول الجهة المقرضة عادة ما بين 70 إلى 80 بالمائة من قيمة التجهيزات، وتبقى الـ 20 إلى 30 بالمائة من القيمة كهامش أمان للممول، تدفع من قبل المقترض. ويوجد شكلين تمنح

¹ - ايمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مرجع سبق ذكره، ص: 24

بموجبها قروض التجهيزات هما عقود البيع المشروطة عندما يكون الممول هو وكيل الآليات أو التجهيزات والقروض المضمونة عندما يكون البنك هو الممول.

ث- التمويل الخارجي طويلة الأجل:¹

تتمثل المصادر الخارجية طويلة الأجل في تلك الأموال التي تمنح لتمويل العمليات الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتتمثل في القروض طويلة الأجل. ويقصد بها تلك القروض تتجاوز مدتها في العادة خمس سنوات هدفها توفير موارد مالية كبيرة لتمويل الأصول طويلة الأجل والتي تزيد مدة اهتلاكها عن خمس سنوات، هذه القروض تمنح من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية طويلة الأجل

وتتميز القروض طويلة الأجل بكونها تولد وفرات ضريبية وبالتالي فهي تعد أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وتعد تكلفة التمويل في معدل الفائدة وهو لا يتغير بتغير مستوى الأرباح، بالإضافة إلى ذلك فليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العامة للمساهمين. ومن أهم العيوب التي تميزها هي حق المقرضين في الحصول على أموالهم قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية، وصعوبة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالقروض طويلة الأجل يرجع إلى تكلفتها المرتفعة والشروط التي يضعها المقرضون هناك فئة من الباحثين تقوم بإدراج التمويل بالأسهم والسندات كمصادر تمويلية كلاسيكية لجميع المؤسسات سواء كانت مؤسسات كبيرة أو مؤسسات صغيرة ومتوسطة، فتصنفهم ضمن مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل كون أنها من حيث طبيعتها تعد من المصادر التقليدية، ولكن هناك فئة أخرى من الباحثين والتي تستثني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من هذا التصنيف كون أن هذه الأخيرة لم يتم تمويلها بهذا النوع من المصادر التمويلية إلا بعد منتصف القرن العشرين أي بعد إنشاء السوق المالية الثانية، وسنعمد في بحثنا على هذا التصنيف الأخير كون أن الغالبية من الباحثين يعتمدون على إدراج السوق المالية الثانية كمصدر تمويلي حديث.

المطلب الثالث: مشاكل وعقبات تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مختلف مشاكل تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأسباب إجماع البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 24

1. مشاكل تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تواجه القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من المشاكل نذكر منها ما يلي¹:

1.1. محدودية التمويل المتعلقة بالحجم والمشروطية والأولويات

إن حصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تغطية احتياجاتها التمويلية محدودة من حيث الحجم و المشروطية ومن ناحية الأولويات، والبنوك تعتبر أن عملية إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محفوفة بالمخاطر، لذلك لا تظهر حماسا لتمويلها بحجة عدم توفر ضمانات كافية.

2.1. معوقات تتعلق بالتكاليف والضمانات

من بين أخطر المشاكل التي تواجه أصحاب المؤسسات الجديدة وتحد من الرغبة في الاستثمار، نجد مشكلة تكاليف التمويل البنكي المتمثلة في الفوائد المسبقة وتكاليف أخرى سواء كانت رسمية أو غير رسمية.

3.1. المشاكل المتعلقة بالشروط ومبادئ التمويل

ترى البنوك أن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة شديد الخطورة ولاسيما أن معدل فشل المؤسسات الصغيرة كبير ويستوجب على البنك القيام بدراسات والتأكد من صحة المعلومات المقدمة.

2. أسباب إجماع البنوك التجارية عن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من أهم أسباب إجماع البنوك التجارية عن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يلي²:

- ✓ عدم ملائمة معايير الإقراض التي لا تتلاءم غالبا مع طبيعة وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- ✓ ضعف الهياكل التمويلية لهذه المؤسسات، و ضعف الضمانات .
- ✓ عدم انتظام السجلات المحاسبية.
- ✓ عدم القدرة على إعداد ملف ائتماني.
- ✓ عدم وجود دراسات جدوى سليمة وموضوعية.

¹- سحنون سمير، بونوة شعيب، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، يومي 17 و 18 أبريل، 2006 ، ص426
²- ليندة عكاش، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016/2017، ص: 22.

- ✓ ارتفاع درجة المخاطرة.
- ✓ ارتفاع أسعار الفائدة على القروض.
- ✓ ضعف الخبرات المتراكمة لأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الثالث: البدائل التمويلية المستحدثة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

فبالإضافة للمصادر التقليدية للتمويل المذكورة سابقا إلا أنه نظرا للخصوصيات التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جانب التمويل، وجب إيجاد طرق تمويلية مستحدثة تكون كبداية للمصادر الكلاسيكية يمكن ذكر أهمها في الآتي:

المطلب الأول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق الائتمان الإيجاري

يعتبر هذا النوع من التمويل شكلا من أشكال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تحصل من خلالها على أموال، بحيث يقوم البنك أو أي مؤسسة مالية بشراء أصل ثابت أو معدات وآلات وتأجيرها لمؤسسات أخرى مقابل مبلغ محدد مسبقا. ونظرا لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومحدودية مواردها المالية بالتالي فهذا النوع من التمويل يعتبر أكثر شيوعا. ولها أنواع نذكرها في الآتي¹:

✓ **التأجير التشغيلي:** يتمثل هذا في تقديم التجهيزات وضمان صيانة إلى المستأجر، لذلك فإنه يكون عبارة عن عقد استأجر خدمات كالسيارات والشاحنات والكمبيوتر والآلات الإنتاجية في عداد التجهيزات التي يمكن الحصول على خدماتها بعقد استئجار من هذا النوع ويتميز هذا النوع بالخصائص التالية:

- يلتزم مالك الأصل بمسؤولية الصيانة على أن تدخل هذه التكاليف ضمن المدفوعات الثابتة.
- التي يقوم المستأجر بسدادها.
- يستمر الإيجار لفترة زمنية معينة عادة ما تكون أقل من الحياة الإنتاجية للأصل.
- يحتوي عقد الاستئجار التشغيلي على بند إمكانية إيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها وهذه الخاصية ترتبط بشكل كبير مع مصلحة المستأجر بدرجة كبيرة.

✓ **التأجير التمويلي:** وهو عكس النوع الأول بحيث يعرف على أنه عبارة عن عقد لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر، قيمة الأقساط المدفوعة تساوي قيمة المعدات المستأجرة وله بعض الخصائص نذكرها في التالي:

¹- حنيفي أمينة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم، 2018-2019، ص82.

- تقدم أية خدمات صيانة للتجهيزات وهي تكون على عاتق المستأجر .
 - عقد الاستئجار التمويلي لا يمكن إلغاؤه .
 - إذا تخلف المستأجر عن دفع الإيجار فإن ذلك يؤدي في النهاية إلى إعلان حالة الإفلاس
- المطلب الثاني: التمويل عن طريق مؤسسات رأس مال المخاطر وعقد تحويل الفاتورة:**

➤ رأس المال المخاطر: ¹

يعرف رأس المال المخاطر بأنه " تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة في مرحلة ما بعد الإنشاء من خلال المساهمة برأس المال وتقديم الخبرة والمشورة لتسهيل هذه المؤسسات ، ويتميز رأس المال المخاطر بثلاث خصائص تتمثل في المساهمة برأس المال، متابعة الاستثمارات لمدة طويلة، والتدخل النشط والمستمر في تسيير المؤسسة".

🚩 أهداف التمويل عن طريق رأس المال المخاطر:

تهدف هذه التقنية لتحقيق مجموعة من الأهداف نذكر من بينها:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.
 - تعد بديلا في حالة ضعف السوق المالي وعدم قدرة المؤسسة على إصدار أسهم وطرحها للاكتتاب.
 - توفير الأموال الكافية.
- كما أن هذه التقنية لا تقوم على أساس تقديم الأموال للمؤسسة فحسب ما على أساس المشاركة في المشاريع حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع دون ضمان العائد أنه يخاطر بأمواله ولهذا فهي تقنية تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة التي تواجه صعوبات تمويلية.

➤ عقد تحويل الفاتورة: ²

ويقصد بعقد تحويل الفاتورة " شراء أو حجز ديون المؤسسات التجارية التي تشتغل على المستوى المحلي أو الدولي، في حقل السلع الاستهلاكية، كما تقوم البنوك التجارية من جهتها بشراء حسابات المدينين (أوراق قبض، سندات، فواتير) الموجودة بحوزة المؤسسات التجارية أو الصناعية والتي تتراوح مدتها ما بين 30 يوم و 120 يوم. ويتطلب عقد تحويل الفاتورة وجود ثلاثة أطراف تنشأ فيما بينها علاقة تجارية، الطرف الأول يمثل التاجر أو المنتج أو الموزع وهو الذي تكون بحوزته الحسابات المدينة التي يشتريها الفاکتور، أما

¹- كريوط شيماء، رزايقي حورية، تقييم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مرجع سبق ذكره، ص: 11

²- ايمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص: 28

الطرف الثاني فهو العميل ويقصد به الطرف المدين للطرف الأول، أما الطرف الثالث فيتمثل في مؤسسة الفاكثورينج و المتخصصة بالنشاط التمويلي.

حيث يعد عقد تحويل الفاتورة من التقنيات المالية المصنفة ضمن عمليات الائتمان قصيرة الأجل، التي تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التخلص من متابعة حقوقها وتحصيلها باعتباره أكثر شمولية من مكشوف الحساب البنكي، ومن الخصم التجاري ومن قرض تعبئة الديون التجارية . ويمكنها أن تتخلص من حقوقها تجاه زبائنها عن طريق تحويل الدائنية إلى مؤسسة مصرفية مختصة في شراء الفواتير المستحقة جزئياً أو كلياً (شركة عقد تحويل الفاتورة)، فتتخلص بذلك من عملية تسيير ومتابعة وتحصيل حقوقها لدى زبائنها، والتخفيض بذلك من تكلفتها المتعلقة بتمويل الاستغلال. فضلا عن كون عقد تحويل الفاتورة كتقنية للتأمين ضد مخاطر عدم التسديد، كما يسمح أيضا للمؤسسة الممولة بالحصول على أموال تمكنها من متابعة نشاطها.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق البنوك الإسلامية¹

عادة ما تصطدم أغلبية المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة، وعلى الخصوص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصعوبات كبيرة في الحصول على التمويل من المصادر التقليدية، وذلك بسبب المنافسة في أسعار الفائدة والضمانات المطلوبة، سواء على مستوى الأسواق الرسمية أو غير الرسمية، التي أصبحت عاجزة عن تلبية الاحتياجات المالية لهذه المؤسسات بالكمية المناسبة والطريقة المناسبة وفي الوقت المناسب. وكون عبء هذه التكاليف من معدلات الفائدة أوجدت بعض البنوك الإسلامية في بعض الدول طريقة مختلفة عن تلك المعمول بها في البنوك التجارية يمكن ذكر هذه الصيغ في النقاط التالية:

➤ **صيغة المشاركة** : تعتبر من أهم الأساليب التمويلية التي تستخدمها البنوك الإسلامية وتعرف بأنها اتفاق بين البنك الإسلامي والمؤسسة أو صاحب المشروع بتقديم المال اللازم دون أن يتقاضى البنك أي فائدة والربح يوزع بينهما بحسب الاتفاق أما الخسارة فحسب مساهمة كل طرف في رأس المال، وهي تنقسم إلى نوعين:

- **المشاركة الدائمة**: تستخدم البنوك الإسلامية أسلوب المشاركة في العديد من المشاريع، فهي تتمثل في تقديم متشاركين للمال بنسب متساوية ويصبح كلاهما صاحب حصة من رأس مال هذا المشروع وبصفة دائمة وله الحق في الأرباح، وتستمر هذه المشاركة في المشروع إلى حين انتهاء عمره الإنتاجي أو الاتفاق

¹ - حنيفي أمينة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص: 84/85

على حله . والبنوك الإسلامية هي الأخرى بدورها تقوم بتمويل العملاء بجزء من رأس المال نظير اقتسام ناتج المشروع حسب المساهمة في رأس المال.

- **المشاركة المتناقصة** : هي أسلوب جديد مستحدث تعتمد عليه البنوك الإسلامية وهي تختلف عن المشاركة الدائمة فقط في الاستمرارية، فالبنك الإسلامي في هذا النوع يتمتع بكامل حقوق الشريك العادي وعليه جميع التزاماته ولكنه لا يقصد من التعاقد البقاء والاستمرار في المشاركة إلى حين انتهاء الشركة.

➤ **صيغة المضاربة**: تعتبر من بين أهم الوسائل التي تستعملها البنوك الإسلامية، فالمضاربة هي إعطاء المال لمن يستثمر فيه وفق نسبة من الربح، وإن كانت النتيجة خسارة أو ضاع جزء من رأس المال أو كله إذا تحمل صاحب رأس المال والذي هو البنك الإسلامي أما المستثمر والذي هو المضارب فيخسر وقته وجهده من جراء الخسارة المتكبدة، وتنقسم هذه الصيغة إلى نوعين مختلفين هما كالآتي:

- **المضاربة المطلقة** : وهي تعني ذلك الاتفاق الذي يكون بين طرفين ويكون مفتوح بدون تقييد سواء تعلق الأمر بالزمان أو المكان أو نوع معين كأن يقول صاحب رأس المال للمضارب خذ هذا المال مضاربة على أن يكون بيننا على وجه كذا، إلا أن هذا النوع من المضاربة يتسم بصعوبة ممارسته في وقتنا الحاضر.

- **المضاربة المقيدة** : وهي النوع الثاني من صيغة المضاربة الذي يكون نقيض للنوع الأول حيث يقيد صاحب رأس المال عامل المضاربة بنوع معين من العمل، وهي الأكثر شيوعا واستعمالا من طرف البنوك الإسلامية نظرا لإمكانية متابعة سير أموالها بالوجه الأفضل.

➤ **صيغة المرابحة**: وهي أحد أنواع البيوع وهي تقوم أساسا على كشف البائع لثمن السلعة، وهو أيضا بيع السلعة بسعر التكلفة مضافا إليه نسبة مئوية محددة كربح أو مبلغ مقطوع. ويظهر الجانب التمويلي إذا بيعت السلعة مرابحة لأجل أو على أقساط فإن البائع يمنح للمشتري الذي يسدد الثمن فيما بعد من إيراداته إما مرة واحدة أو على أقساط، وتنقسم هذه الصيغة إلى نوعين هما:

- **بيع المرابحة العادية** : وهي نوع من أنواع المرابحة والتي تقوم على وجود طرفين هما البائع والمشتري على أن يتوفر في البائع شرط وهو امتهان التجارة دون الحاجة إلى الاعتماد على وعد مسبق بشرائها ثم يعرضها بعد ذلك للبيع مرابحة بثمن وريح يتفق عليه.

- **بيع المرابحة لآمر بالشراء**: حيث يقوم البنك الإسلامي باستيراد التجهيزات من الخارج أو شرائها من السوق المحلية على أن يتوفر تطابق المواصفات المحددة من طرف المتعامل الاقتصادي المتعاقد معه . بسعر تكلفتها مع ربح يتفق عليه بين هما، ثم يتفق على كيفية السداد.

خلاصة الفصل:

ومما سبق ذكره يمكن القول بأن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يستحوذ على اهتمام كبير من قبل العديد من الأبحاث والدراسات والهيئات والمنظمات الدولية، ولها نفس الاهتمام في الدول المتقدمة أو النامية على حد سواء، راجع ذلك إلى الانعكاسات الايجابية على اقتصاديات هاته الدول.

فبالرغم من تعدد المصادر التمويلية التقليدية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن الحصول عليها يعتبر في حد ذاته عائقا، فضلا على كونها لا تراعي الخصوصية والمتطلبات المالية لهذه المؤسسات أهمها التمويل البنكي، مما أدى إلى ظهور فجوة تمويلية شكلت عقبة أمام تطورها . وهذا استدعى استحداث آليات تمويلية تتناسب مع طبيعة هذه المؤسسات واحتياجاتها التمويلية

ولعل من ابرز الآليات التمويلية المستحدثة هو توجيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نحو السوق المالية وذلك بإزالة العراقيل والقيود التي ما ظلت تشكل حاجزا كبيرا امامها، وتذليل الصعوبات نحو اندماجها بسرعة، وهذا ما سنأتي عليه في الفصول القادمة.

الفصل الثاني:

السوق المالية الثانية كبديل فعال
في تمويل المؤسسات
الصغيرة والمتوسطة

تمهيد

مما لا شك فيه أن نجاح ونمو وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتوقف على مدى القدرة على مواجهة الصعوبات والمشاكل التي تعترضها، ولعل مشكل التعثر المالي يعد من بين أكبر العراقيل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة أنها تجد صعوبة في تعبئة الموارد المالية من قبل البنوك والمؤسسات المالية في ظل غياب الضمانات اللازمة، و محدودية مصادر التمويل الأخرى، وحتى إن وجدت فهي ذات تكاليف عالية وشروط لا تستطيع هذه المؤسسات أن تلبّيها، كما أن لجوء هذه المؤسسات إلى السوق المالية الأولى يتطلب إجراءات كثيرة وشروط صعبة لا تتوفر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول إلى السوق المالية.

و بالتالي كانت الحاجة إلى تخصيص جزء آخر من السوق المنظمة أو البورصة الذي أدى إلى ظهور ما يسمى سوق مالية ثانية أو السوق المالية البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل تمويلي تسمح لها بفتح جزء من رأسمالها وإدراجها في السوق بعد توفير بعض الشروط المرنة و الميسرة نسبياً التي تراعي خصوصيتها.

وللتعرف أكثر على السوق المالية البديلة قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية
- ✓ المبحث الثاني: ماهية السوق المالية البديلة (بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)
- ✓ المبحث الثالث: فعالية السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

للأسواق المالية مكانة هامة جدا في اقتصاديات الدول فهي بنظمها وآلياتها تسهل عملية الالتقاء بين وحدات الفائض أي الذين يملكون فوائض مالية سواء كانوا أفراد أو مؤسسات وبين وحدات العجز سواء كانوا أفراد أو مؤسسات الذين يحتاجون إلى هذه الفوائض المالية لتمويل أو إتمام مشاريعهم .

وستنتقل في هذا المبحث إلى نشأة ومفهوم الأسواق المالية من خلال المطالب الأول

المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية

ارتبط نشوء وتطور الأسواق المالية بتطور النشاط الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، ومن خلال هذا المطلب يتم توضيح مفهوم الأسواق المالية وكيف نشأت في العديد من الدول .

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية¹:

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته. ومنذ بداية القرن الخامس عشر نشأت سوق الأوراق المالية، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان دن بورص van Den Bourse) الذي كان يقيم في مدينة بروج (bruges) البلجيكية، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية. وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية (كالحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة . أما نشأة بورصة الأوراق المالية بالشكل الحالي فقد جاء متأخرة، إذ يعود تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة انفرس في بلجيكا عام (1576) ومن ثم في أمستردام في هولندا عام (1608) ثم في لندن عام (1666) وبعدها في باريس عام (1808) تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام (1893). ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية (بيع وشراء)،

¹ - حيدر آل طعمة، الأسواق المالية النشأة المفهوم والأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، سبتمبر 2014، صفحة 5.

مما حتم ضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتتحدد فيها الأسعار وفقا لقوى العرض والطلب ويتم فيها التداول على صورتين¹:

1- **عمليات عاجلة:** إذ يتم تصفية العملية مباشرة ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري.

2- **عمليات آجلة:** ويتم عقدها مباشرة إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.

تعد الأسواق المالية الآن مقياسا للتطور الاقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية المختلفة والأدوات الاستثمارية المتاحة.

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

هناك العديد من التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية، من بينها نذكر ما يلي:²

✓ السوق المالي هو "ذلك الإطار الذي يضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الالتقاء أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق".

✓ السوق المالي هو "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، كما تسمح بتحريك الادخار الفردي"

✓ السوق المالي هو "السوق الذي يعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية، إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، تحتتمل عملياتها العوائد والمخاطر، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها شراء، بيع وتبادل للموجودات المالية"

¹- المرجع السابق، ص: 6

²- محمد مداحي، مطبوعة في المؤسسة و الأسواق المالية، جامعة اكلي محند أولحاج، البويرة الجزائر، 2018، ص: 52

سوق الأوراق المالية هي " أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها، على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين، مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المنفق عليها عن كل نوع".

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن سوق يتم فيه بيع شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية، وذلك في ساعات محددة ومعلنة من قبل، بواسطة متخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين كالمساسة، وكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية وتسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية وأهميتها

تتبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسة النقدية بشكل خاص. فهي تساعد على نقل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات الفائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين، أفراداً، ومؤسسات وحكومات (وحدات العجز)، وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهرية لصحة الاقتصاد ونموه وحيويته.

أما تفصيلات الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في هذا المجال الاقتصادي المهم فهي كما يلي:¹

- ✓ تسهيل المدفوعات بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات) وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.
- ✓ توفر الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصادياً، من خلال شروط الإدراج لأسهم الشركات في السوق المالي ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر كالمشتقات المالية مثلاً.
- ✓ المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وارتفاع قيمة الأسهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها والحصول على السيولة، مما يقلل من درجة المخاطر.

¹ - ليندة عكاش، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

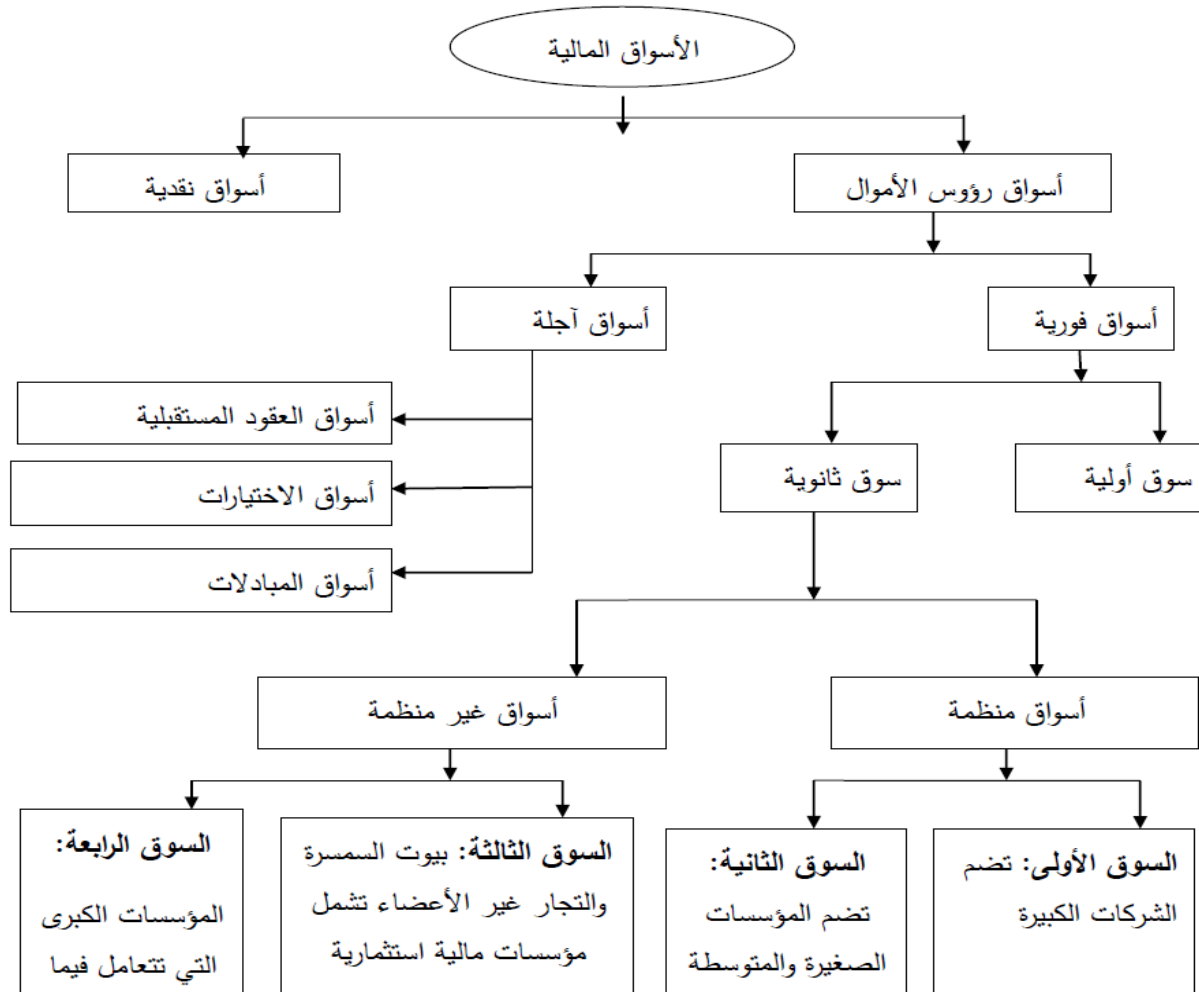
- ✓ توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد للمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالمية، والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل في مجال الادخار والاستثمار.
- ✓ المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي إلى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية.
- ✓ جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبيرة، مستفيدين بذلك من مفردات مظاهر العولمة في الانفتاح واستخدام تقنيات البيانات وتكنولوجيا المعلومات.
- ✓ سد الفجوة التمويلية للمشاريع والناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل.

المطلب الثالث: أنواع وتقسيمات الأسواق المالية

يتضمن هذا المطلب أهم تقسيمات الأسواق المالية والمتدخلون.

من خلال استعراضنا لأهمية الأسواق المالية والتي تظهر من خلال وظائفها نجد في مجملها تركز أساسا على إيجاد الآلية للتمويل والاستثمار وعليه فهي تنقسم إلى نوعين من الأسواق هي سوق نقدية وسوق رأس المال، وكل سوق تتفرع بدورها إلى عدة أنواع كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل (01): تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: جبار محفوظ وعمر عبده سامية، " دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" (دراسة حالة فرنسا)، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، يومي 21-22 نوفمبر 2006 ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص: 5

1- سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل، وهي سوق الأموال طويلة الأجل، والتي تلتقي من خلالها وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، ويمكن النظر إلى هذه السوق على أنها المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول الأموال داخل إطارها التنظيمية.¹

وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى²:

❖ السوق الأولية

يطلق على السوق الأولية أيضا اسم سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ فيها العلاقة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها لأول مرة. لذلك فهي سوق مالية تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل أو توسيع القائم منها. ويترتب على ذلك انتشار أوراق أم التزامات مالية لم تكن متاحة للاكتتاب أو التداول في السوق الثانوية من قبل.

وبالتالي تسهل هذه السوق عملية توفير رؤوس الأموال لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب، سواء اكتتاب عام أو خاص، مما يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة للمشاركة عن طريق مدخراتهم في توظيف أموالهم. وبمقابل ذلك تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية التي تحول الحملة إلى أصحاب حقوق على المؤسسات المصدرة. وتتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، وغير متكررة، فبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة تنتقل إلى التداول في السوق الثانوية، والمشتري في هذه الحالة هو مستثمر آخر غير الشركة المصدرة.

❖ السوق الثانوية

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية بين المستثمرين، حتى أصبحت تعرف بسوق الإصدارات القديمة. لذلك تعبر السوق الثانوية عن " المكان الذي تتم

¹ - محمد مداحي، مطبوعة في المؤسسة و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 55

² - جبار محفوظ وعمر عبده سامية، " دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (دراسة حالة فرنسا)"، المجلة الجزائرية للدراسات

المالية والمصرفية، المجلد 02 العدد 01 2016، الجزائر، ص: 30

فيه جميع المعاملات المالية بيعا و شراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة .

والجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم من السوق الأولية، حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة الجملة الإصدارات. فبدون هذه السوق قد يضطر الحملة للاحتفاظ بما لديهم من أدوات مالية حتى ميعاد استحقاقها إذا كانت سندات مثلا، فضلا على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعبا إذا لم تتطور معه في نفس الوقت السوق الثانوية. وعليه فالسوق الثانوية تؤدي وظيفتين هما:

- جعل بيع الأصول المالية سهلا، بمعنى أن السوق الثانوية تضيف صفة السيولة عليها، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.

- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة. فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة. فالظروف السائدة في السوق الثانوية توضح مدى ملاءمة عملية الإصدار للشركة التي تصدر الورقة، ولهذا فإن سلوك السوق الثانوية أهم من سلوك السوق الأولية.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما¹:

أ- السوق المنظمة

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد في الكثير من الحالات. وتتصف هذه السوق بالآتي:

¹- نفس المرجع، ص 31

➤ يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية،
 ➤ توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية فيها،
 ➤ يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة.

هذا مع ملاحظة أن هناك شروطا لتسجيل الأوراق المالية في البورصة تتعلق بين أرباح الشركات، حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب، عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى القطاع الذي تنتمي إليه. وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية نصف أو ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها¹:

➤ **السوق الأولى** : والذي يخصص للشركات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة، كما هو حال الأسواق اليوم.

➤ **السوق الثانية**: وهذا ما سنأتي عليه بالتفصيل في عناصر البحث القادمة كون السوق الثانية تخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة، ولكنها لا تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى. وتعتبر هذه السوق بمثابة مرحلة تمهيدية لقبول المؤسسات في السوق الأولى.

ب- الأسواق غير المنظمة

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة. في سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها. ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، وليس هناك مكانا محددًا لعقد الصفقات فيها، حيث يتم التعامل من خلال شبكة معقدة من الاتصالات الفورية التي تتمثل في خطوط تليفونية، أو أطراف الحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال الإلكترونية التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

ويتحدد سعر الورقة المالية في السوق غير المنظمة بالتفاوض. وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار. وتتضمن السوق غير المنظمة - التي تمثل إحدى مكونات السوق الثانوية - أسواقا فرعية أخرى هي²:

¹ - نفس المرجع: ص 32

² - نفس المرجع: ص 33

➤ **السوق الثالثة:** وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها. وتتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية. هذا من جانب. ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة.

➤ **السوق الرابعة:** تشبه هذه السوق سابقتها في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة. غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة. والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات، خاصة في حالة الصفقات الضخمة. إذ عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات إلكترونية تعرف ب Instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وحجم العرض والطلب على الورقة المعنية وغيرها من المعلومات.

2- **السوق النقدي:** تعد الأسواق المالية الأبعد وجودا من بين الأسواق المالية، وهي السوق التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي تمثل أدوات مديونية يمكن لحاملها استرداد مبلغ من المال سبق إن أقرضه وتتصف بالسيولة العالية ويمكن التخلص منها في أي وقت وبأدنى من الخسائر أو دون خسائر أو ربح.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الثانية أو البديلة

كانت الدول المتقدمة هي السبّاقة في إنشاء سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كأمریکا، بريطانيا، وفرنسا. وبعدها انتقلت إلى دول جنوب شرق آسيا منها كوريا، اليابان، وأخيرا إلى الدول العربية منها: المغرب، مصر، تونس. وتعد السوق المالية الثانية مصدر تمويلي مستحدث وفعال أثبت نجاعته في حل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: نشأة السوق المالية الثانية وتعريفها

قد أصبح قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في أمس الحاجة إلى وجود مصادر إضافية للتمويل وخاصة مع تزايد حاجته إلى التمويل المتوسط والطويل الأجل، وقد شهدت الآونة الأخيرة - أي السنوات

الأخيرة- مولد ما يطلق عليه الأسواق الجديدة عالية النمو، وبمعنى آخر البورصات العالية النمو للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفرع الأول: نشأة السوق المالية البديلة (الثانية)¹

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

أما بالنسبة للدول العربية فنسجل كلا من محاولة المغرب بإنشاء السوق الجديدة المغربية عام 2000 عن طريق الأموال الخاصة للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بقدرة نمو كبيرة والتي ترغب في الاستفادة من السوق المالية لتسريع عملية نموها، إضافة إلى إنشاء مصر البورصة النيل سنة 2007 والتي تعمل ضمن إطار بورصتي القاهرة والإسكندرية وذلك بهدف تعزيز مصادر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حتى وإن تم التداول فيها لمدة ساعة واحدة فقط يوميا. في حين قامت الجزائر بإنشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012. حيث تم تحديد شروط وإجراءات تسجيل مرقبي البورصة بموجب تعليمية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-2013 المؤرخة في 9 يونيو 2013.

¹ - سماح طلحي وآخرون، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 31، عدد2، جوان2020، جامعة أم البواقي، الجزائر، ص.ص: 514/513

الفرع الثاني: تعريف السوق المالية الثانية

✓ **التعريف الأول:** هي عبارة عن تقسيم من السوق الأصلي أو النظامي، فالسوق الثانوي (سوق التداول) يقسم إلى سوق أولي خاصة بالمؤسسات الكبرى والرئيسية، وسوق ثانية تخصص للمؤسسات التي لا تستطيع الوفاء بشروط الإدراج في السوق الرئيسي وعادة ما تخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹.

✓ **التعريف الثاني:** تعرف على أنها "هي تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و الأخذة في نمو رأسمالها و غير مؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة و الضخمة " أو هي "تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة و المتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها"²

من 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 إلى استقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفرع الثالث: الفرق بين السوق المالية الأولى والسوق المالية الثانية

إن السوق الثانية هي جزء من السوق الثانوية المنظمة بقوانينها ومقاييسها ومعاييرها الشبيهة بالسوق الأولى ولكن بمتطلبات أقل، وباعتبارها سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا تستطيع تحمل التكلفة الغالية لإعداد القوائم المالية المفصلة والأكثر دورية وكذا استيفاء شروط الإفصاح والشفافية كما هو الحال في السوق الأولى، لأن شروط الإصدار في هذه السوق أقل حدة وشدة منها في الأولى.

واستنادا لما سبق فإن أهم الفروق بين السوق الثانية والأولى هو ذلك المتعلق بمتطلبات الإفصاح والشفافية والتي تختلف من بورصة لأخرى. حيث تعمل كل بورصة على توضيح النقاط المتعلقة بدرجات الإفصاح والشفافية المطلوبة في السوق الثانية، والتي تشمل كلا من:³

- شروط التقييد ميسرة نسبيا الأمر الذي يؤدي إلى عدم تجانس الشركات المقيدة بالسوق الثانية حجما
- كما تسمح لها بإبرام عقود السيولة؛

¹- زبير عياش، بلغول لبلى " تحديات السوق المالي الجزائري كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، مداخلة ضمن ملتقى وطني حول، المؤسسات الاقتصادية الجزائرية و استراتيجيات التنوع الاقتصادي في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة قلمة -يومي 25-26 افريل 2017 ، ص 09

²- مكايي الحبيب، بابا حامد كريمة" البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر» ، مجلة التنمية و الاقتصاد التطبيقي-جامعة المسيلة -، العدد 02 سبتمبر 2017 ، ص 201

³- مسعود صديقي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الرابع، 2011، ص: 97

- تسهيلات فيما يخص السياسة المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية وهوامش التغيير فيها مع إيضاح تأثيراتها المحتملة على الاستثمارات طويلة وقصيرة المدى.
- سهولة تقييم التكاليف بالنسبة للمؤسسات المدرجة بها مع التأكيد على الإيرادات.
- رسملة تكاليف الاقتراض مع الإفصاح عن قيمة كل قرض وأعبائه، مع توضيح الارتباطات المستقبلية والالتزامات المحتملة على الشركة، سواء كانت مالية أو قانونية، وإذا ما كانت هناك مخالفات منطقية استدعتها مرونة الوضع.
- لجوء الأسواق الناشئة إلى تضيق نسبة التذبذب في السوق الثانية للحفاظ على استقراره .
- توضيح بعض الاستثناءات الخاصة بالسوق الثانية والمتعلقة بالإفصاح ولوائح السلوك وشركات الوساطة وإدارة السوق. وإذا كانت شروط الإفصاح أقل صرامة في السوق الثانية، فإن هناك ضابطا آخر متعلقا بتنفيذ الصفقات، إذ نجد أن نظام التنظيم التنفيذ المعتمد في السوق الأولى مثلا هو (T+0) أو بمعنى يمكن البيع والشراء والانتقال بين الأسهم والقطاعات أثناء التداول عدة مرات، وهذا غير معمول به في السوق الثانية في كثير من الدول، فمن أجل ضبط السوق وتعويض قلة الشفافية بهذه السوق فإنه غالبا ما يعتمد نظام تنفيذ أساسه (T+1) أو (T+2) أو حتى (T+5). بمعنى أنه لا يمكن البيع والشراء والانتقال بين الأسهم في نفس اليوم وإنما في اليوم التالي أو بعد يومين أو أكثر.

المطلب الثاني: العوامل المتحكمة في قرار الولوج إلى السوق المالي البديلة والمتدخلون الرئيسيون فيها

هناك العديد من العوامل التي تؤثر في اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالية الثانية فهي تختلف من عامل لآخر، أما فيما يخص المتدخلون في السوق المالية الثانية يتمثلون في الأعوان الاقتصاديين والذين يتم إبراز دورهم في هذه السوق.

الفرع الأول: العوامل المؤثرة في قرار الدخول إلى السوق المالية البديلة¹:

تتأثر الإجراءات التي تقود المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى الدخول إلى السوق المالي بالعديد من العوامل؛ منها ما يتعلق بالمحيط الداخلي للمؤسسة، ومنها ما يتعلق بمحيطها الخارجي.

أ/ العوامل الداخلية

يمكن تقييم العوامل الداخلية المؤثرة في دخول المؤسسة إلى السوق المالي من خلال تقييم المؤسسة وادارتها، فنجد العوامل التالية:

✚ خصائص المسير :

حيث تلعب شخصية المسير دوراً أساسياً في حسم القرار المتعلق بالدخول إلى السوق المالي وذلك من خلال مجموعة من العناصر المتمثلة في: تكوينه وعمره، نسبة ملكيته في رأس مال المؤسسة، مدى رغبته في التخلي عن الاستقلالية في اتخاذ القرارات والإدارة، بالإضافة إلى دوره في إنشاء المؤسسة؛ حيث أن المسير الذي ساهم في إنشاء المؤسسة تتولد لديه الرغبة في مواصلة تحقيق النجاح، ويتبرمج ذلك من خلال توسيع مصادر التمويل الذي يضمن النمو السريع للمؤسسة.

✚ خصائص المؤسسة:

تتمحور أهم الخصائص المتعلقة بالمؤسسة والمساعدة على اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالي، في مدى تأثير نشاط المؤسسة في الغير، حصتها من السوق، طبيعة تنظيمها، هيكلها المالي، وحجمها.

ب/ العوامل الخارجية

تدور العوامل المتعلقة بالمحيط الخارجي حول تطور التنظيم المتعلق بالانفتاح وكثافة الدخول، ومهما كانت طبيعة السوق المالي فإن ما تستغرقه المؤسسة من وقت في حسم قرار الدخول إلى السوق يترجم في المتوسط بين

¹ - ليندة عكاش، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص: 53

18 شهر و 6 سنوات، وهي المدة اللازمة للحصول على المعلومات الكافية والإجراءات الواجب اتخاذها لملائمة وضعية المؤسسة مع متطلبات المحيط المالي الجديد.

الفرع الثاني: المتدخلون الرئيسيون في السوق المالية الثانية¹

يتدخل عدد من الأعوان الاقتصاديين في السوق المالية الثانية مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هم:

- * صناديق رأس مال المخاطر.
- * بنوك الاستثمار المتعهد بتصريف وبيع الأوراق المالية .
- * مؤسسات التأمين وصناديق التقاعد والبطالة والضمان الاجتماعي .
- * هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات الاستثمار ذات الرأس المال الثابت وشركات الاستثمار ذات الرأس المال المتغير .
- * الرعاية المعتمدون والوسطاء الماليون .

ويتحدد دور المتدخلون الرئيسيون في السوق الثانية على النحو التالي:

- زيادة ثقة المستثمرين في الأسواق المالية الثانية .
- ضمان تحديد القيمة العادلة للشركة أو المشروع الصغير والمتوسط .
- ضمان تحقيق الكفاءة والشفافية والسيولة لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .
- تقديم الاستشارات والنصح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مرحلة استكمال كافة إجراءات القيد والإيداع المركزي، وكذا في عملية طرح الأسهم للاكتتاب سواء كان عاما أو خاصا وعرضها في الوقت المناسب .
- تقديم الاستشارات لهذه المؤسسات في كيفية الالتزام بقواعد الإفصاح والمحافظة على استمرار قيدها بالبورصة.

المطلب الثالث: مزايا بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة²

الهدف من إنشاء هذه البورصة هو توفير أدوات تمويلية مستدامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح برفع قدرتها التنافسية وتعظيم قيمتها المضافة للاقتصاد وبما يسهم في توفير المزيد من فرص العمل والذي يعتبر

¹- ليندة عكاش، المرجع السابق، ص: 54.

²- مكايي الحبيب، بابا حامد كريمة "البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر"، مرجع سابق، ص: 202.

أحد الأركان الرئيسية للتنمية الاقتصادية في الوقت الراهن، وتحقق هذه البورصة مزايا عديدة سواء على المستوى الاقتصادي الكلي والقومي أو على مستوى الاقتصاد الجزئي.

1/ بالنسبة للاقتصاد القومي: توجد العديد من المزايا للاقتصاد القومي والكلي يمكن ذكر أهمها في ما يلي:

- زيادة التكامل واندماج القطاع غير الرسمي في الاقتصاد الكلي.
- جذب الاستثمارات العربية والأجنبية في قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- دعم القطاعات الواعدة والتي تعاني من مشاكل وعقبات التمويل.
- تؤثر بورصة المؤسسات الصغيرة بشكل ايجابي في درس سيول النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق في حاله الركود إلى حالة الراج الاقتصادي.
- تفعيل آليات 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 إمكانياتها و أوضاعها 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 : من المزايا تتطوي على العديد من المزايا لعل أهمها:

- تتيح مصادر تمويل إضافية لتلك المشروعات.
- لا تسمح بدخول المستثمرين الاستراتيجيين ليصبح مشاركين في المؤسسة أو المشروع وهو ما يحسن من كفاءة إدارة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة.
- تساعد على تحديد قيمة عادلة للمؤسسة أو المشروع الصغير والمتوسط بالإضافة إلى الحصول على وضع أفضل تجاه الممولين.

المبحث الثالث: دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتمحور هذا المبحث حول قواعد وشروط قيد الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا قواعد التداول والمقاصة والتسوية ببورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وأهم صعوبات الإدراج في هذه السوق .

المطلب الأول: قواعد وشروط قيد تداول الأوراق المالية المصدرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن عملية قيد الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتطلب منها مجموعة من القواعد والشروط يجب أن تلتزم بها هذه المؤسسات والتي سيتم التطرق إليها في هذا المطلب بالتفصيل

الفرع الأول: قواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تقضي تلك القواعد ما يلي: ¹

1/ تحديد الرعاية المعتمدين

يتم قيد الأوراق المالية المصدرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بجداول البورصة وفي النموذج المصري لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يقصد بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المؤسسة التي يقل رأس مالها عن خمسة وعشرون جنيه ويتم القيد للأوراق المالية من خلال سعي المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الراغبة في قيد أوراقها المالية أن تتعاقد مع أحد الرعاية المعتمدين من هيئة سوق المال ويكون الراعي مسئولاً عن معاونة المؤسسة في مرحلة قيد أوراقها المالية كما يتولى مسئولين متابعة التزام المؤسسة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح على أن يستمر التزام الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد.

والرعاية المعتمدين هم على النحو التالي:

الشركات التي تقوم بمزاولة الأنشطة التالية:

- ❖ نشاط الاستشارات المالية
- ❖ ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية
- ❖ الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية وفي زيادة رؤوس أموالها
- ❖ رأس المال المخاطر
- ❖ البنوك التي يمكن أن تعمل كراعي معتمد في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

¹ - مكاوي الحبيب، بابا حامد كريمة، المرجع السابق، ص: 204

2/ ويتحدد دور الرعاة المعتمدين في النقاط التالية¹:

- ✓ تقديم الاستشارات والنصح للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في مرحلة استكمال كافة إجراءات القيد والإيداع المركزي؛
- ✓ تقديم الاستشارات والنصح للمؤسسة في عملية طرح الأسهم للاكتتاب سواء كان عاما أو خاصا وعرضها في الوقت المناسب؛
- ✓ تقديم الاستشارات والنصح للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في كيفية الالتزام بقواعد الإفصاح والمحافظة على استمرار قيدها بالبورصة.

الفرع الثاني: شروط قيد الورقة المالية التي تصدرها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وتتلخص هذه الشروط فيما يلي: ²

- ✓ أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيد المركزي؛
- ✓ ألا يتضمن النظام الأساسي للمؤسسة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها؛
- ✓ أن تكون المؤسسة المصدرة للأوراق المالية قد أصدرت القوائم المالية الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد؛
- ✓ ألا تقل حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد عن 50% من رأس المال المدفوع
- ✓ ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوب قيدها عن 100 ألف سهم؛
- ✓ ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 10 % من مجموع الأوراق المالية المصدرة وألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم .

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

¹ - نفس المرجع، ص 204

² - نفس المرجع ص 204.

المطلب الثاني: قواعد التداول والمقاصة والتسوية ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأساليب جذب المستثمرين لها

إن قيام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعملية التداول والمقاصة والتسوية في السوق الثانية يخضع لمجموعة من القواعد يجب أن تلتزم بها هذه المؤسسات. وحتى تتطور السوق الثانية فهي تتبع مجموعة من الطرق والأساليب التي من خلالها تكسب أكبر عدد من الشركات والمستثمرين إليها.

الفرع الأول: قواعد التداول والمقاصة والتسوية ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتلخص قواعد التداول والمقاصة والتسوية ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القواعد التالية¹:

1. يتم التداول بهذا السوق من خلال مزايده ويسمح خلالها لشركات السمسرة بإدخال العروض والطلبات وبدون حدود سعرية ويمكن لذات شركة السمسرة تسجيل عروض وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقا للأوامر الصادرة إليها من عملائها.

2. يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائيا في أي وقت خلال آخر عشر دقائق عن الجلسة، ويتم تحديد السعر الذي يحقق أكر مستوى من السيولة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 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:

✓ السعر الذي يحقق أكبر كمية لتنفيذ؛

✓ 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).

3. يحق لشركة السمسرة تعديل أوامرهم أو إلغائها بناء على طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايده وحتى الإغلاق العشوائي للجلسة بما في ذلك إدخال وتعديل الكمية والسعر.

¹- المرجع السابق ، ص:205.

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.

الفرع الثاني: أساليب جذب الشركات الواعدة والمستثمرين لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن إبراز الأساليب المعتمدة من طرف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لجذب الشركات الواعدة والمستثمرين إليها من خلال ما يلي:¹

- ✓ جذب الشركات الواعدة ذات معدلات النمو المرتفعة من خلال البنوك وشركات رأس المال المخاطر ومؤسسات التمويل الأخرى .
- ✓ تنمية الوعي لدى الشركات المستهدفة من خلال التأكيد على المزايا والقواعد التي ستعود من خلال تسجيل تلك الشركات في البورصة .
- ✓ إعداد وتنظيم لقاءات مع الشركات الواعدة لإيضاح المزايا والفوائد من التسجيل في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وبالتالي جذبهم إلى الدخول في هذا السوق .
- ✓ التنسيق مع بعض مؤسسات التمويل الدولية والمحلية لدعم ومساندة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل جذب مجموعة من الشركات الواعدة وتسجيلهم في السوق الجديد ومن أهم تلك المؤسسات:

- صندوق التنمية التكنولوجي .
- مؤسسة التمويل الدولية IFC.
- هيئة المعونة الأمريكية USAID .
- البنك التجاري الدولي CIB.
- الوكالة الكندية للتنمية .
- البنك الأهلي سوسنية جنرال HSBC.
- بنوك الاستثمار INVESTMENT BANK .

¹- نفس المرجع السابق

2.2. أساليب جذب المستثمرين

وتتلخص فيما يلي:

- ✓ إقامة قنوات اتصال وبيئة تعامل كفاء تستهدف إيضاح جدوى الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عالية النمو .
- ✓ تأسيس نظام لصانعي السوق لتوفير السيولة في السوق الثانوية .
- ✓ عمل دليل يوضح أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الجديد .
- ✓ العمل على تخفيض رسوم التعامل والمقاصة .
- ✓ عمل موقع على الانترنت لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ينطوي على كل المعلومات المتعلقة بالسوق الجديدة.

المطلب الثالث: أهمية السوق الثانية في توفير السيولة¹

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

ويعتبر وجود السوق الثانية عاملاً مهماً في توفير السيولة، ويعد الاتجاه إلى إقامة سوق ثانية تضاف إلى السوق الأولى، خطوة إيجابية تسهم في تعميق السوق خصوصاً وأن أغلب الدول المتقدمة تتوفر على عدة أسواق، كما سبقت الإشارة إلى ذلك. فالأولى تضم الشركات الكبيرة سواء من ناحية قيمة الأصول أو من ناحية الربحية خلال سنوات محددة، أو من ناحية عدد الأسهم وتوزيعها بين المساهمين حتى لا تكون هناك سيطرة من

¹ - جبار محفوظ وعمر عبده سامية، " دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" (دراسة حالة فرنسا)، مرجع سبق ذكره، ص: 36/34

بعض المساهمين على حصة كبيرة من الأسهم ومن أجل وجود سوق منافسة يتساوى فيها الجميع من ناحية التداول. بينما تضم السوق الثانية أغلب الشركات المدرجة للاكتتاب ذات رأس المال القليل بهدف إحداث نوع من الاتزان المالي في السوق. ففي الولايات المتحدة مثلا تدرج أسهم الشركات الكبيرة عادة في بورصة نيويورك كما توجد بورصة أخرى هي البورصة الأمريكية التي تدرج فيها الأسهم الأصغر، فضلا عن وجود بورصات جهوية في مختلف الولايات.

كما أن وجود السوق الثانية ضروري لأنها تزيد من عمق السوق وتفتح المجال للإبداع المالي وتنوع الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين. وليس لوجود السوق الثانية علاقة قوية بعدد الشركات بقدر أنها حلقة في سلسلة أسواق رأس المال الفورية ووجودها سيخدم الاقتصاد بشكل كبير من حيث توظيف الموارد المالية والبشرية بطريقة أكثر كفاءة. كما تسمح باستقطاب عدد كبير من الشركات الجديدة مما يوسع من الفرص الاستثمارية المتاحة. و باعتبار السوق الثانية جزء من السوق المالية فهي تعمل على¹:

- ✓ التقليل من تكاليف تعبئة المدخرات عن طريق تسيير الاستثمار تسييرا أكثر عقلانية. فأجهزة الوساطة المالية تتيح للمدخرين وللمؤسسات فرصة الوصول إلى إمكانات استثمارية أكبر. كما تساعد تلك الأسواق على تخصيص الجيد للموارد المالية وتحفيز التقدم التكنولوجي، لاسيما في مجال تكنولوجيا الاتصال.
- ✓ التشجيع على الادخار الطوعي وتحريك المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تفيد الوطن والمواطن وتحريك عملية التنمية. فهي تهيئ للمشروعات والشركات الخاصة والمؤسسات صغيرة الحجم مصادر تمويل مهمة وتأمين السيولة الكاملة واللازمة في الوقت المناسب. وبالتالي تساهم مساهمة فعالة في بناء وإعادة هيكلة قطاع الصناعات الصغيرة والمتوسطة. فعمليات طرح الأسهم والسندات والصكوك تجذب رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والشركات، وفي الوقت ذاته تدفع المكتنزين إلى تحويل مكتنزاتهم إلى مدخرات واستثمارات وتوظيفها بشكل يحقق عائد مناسب... هذا من جانب. ومن جانب آخر توفر الموارد الحقيقية اللازمة لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم والسندات. كما تساعد على تحسين إدارة الشركات وتطوير تقنيات التسيير فيها، حيث تعمل تلك الإدارة على رفع كفاءتها وزيادة فاعليتها وزيادة ربحيتها، حتى لا تتخفف أسعار أسهمها.

¹ - مسعود صديقي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، ص: 99-100

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

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

خلاصة الفصل

يتضح لنا من خلال هذا الفصل أن السوق المالية الثانية تلعب دورا كبيرا في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لما تتوفر عليه من مزايا كثيرة لهذا النوع من المؤسسات وخاصة منها توفير مصادر تمويلية إضافية تتلاءم واحتياجات هذه المؤسسات التي تعاني من مشاكل وصعوبات التمويل البنكي وعدم كفاية أموالها الذاتية لتمويل استثماراتها الهادفة إلى التوسع المكلفة جدا، بالإضافة إلى تطابقها مع خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما يجعلها فعالة في حل مشاكل تمويلها. كما أن السوق الثانية تلعب دورا مهما في الاقتصاد الوطني ككل من خلال جمع الادخار من القطاع العائلي والمؤسسات وتوفيره للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والاقتصاد بصفة عامة.

الفصل الثالث:

واقع السوق المالية البديلة في
تمويل المؤسسات الصغيرة
والمتوسطة في الجزائر

تمهيد:

للسوق المالي دورا هاما ورياديا في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، إذ يعتبر السوق المالي أحد أهم الصيغ التي لجأت إليها الدول لعلاج مشكلة التمويل، التي شكلت عائقا أمام النهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ قامت الدول المتقدمة بإنشاء بورصات خاصة بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة لاعتبارها مصدرا من مصادر الادخار الوطني، وكذا الدولي في ظروف العولمة المالية السائدة، حيث تحتوي هذه الأسواق على شروط، وقيود تتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي مثلت أحد عوامل النجاح في الدول المتقدمة، مثل سوق الترانكست الفرنسي وبورصة النيل المصرية، غير أن بعض الدول العربية مثل الجزائر وجدت صعوبات جمة في ولوج مؤسساتها الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالي، ولإبراز دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة والنامية وأهم العراقيل التي تواجه تمويل هذه المشروعات في الجزائر

حيث سنتطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كالتالي:

- ✓ المبحث الأول: دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاعتماد على تجارب دول رائدة.
- ✓ المبحث الثاني: التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- ✓ المبحث الثالث: عوامل نجاح وفسلا السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمقارنة مع دول متقدمة ونامية.

المبحث الأول: دور السوق المالي البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاعتماد على تجارب دول رائدة

للسوق المالي دورا هاما في توفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة في الدول المتقدمة والنامية، وذلك ما سنوضحه في دراستنا لبعض التجارب الرائدة في الدول المتقدمة، وذلك بالتطرق للتجربتين الفرنسية، والبريطانية، وكذلك نستعرض في هذا المبحث التجربة المصرية باعتبارها دولة عربية نامية في نفس الوقت.

المطلب الأول: تجربة السوق البديلة للاستثمار بلندن: AIM LONDON

تحتل السوق البديلة للاستثمار AIM الصدارة في مجال نشاطها مقارنة بنظيراتها في الدول الأخرى، حيث قامت بتمويل أكثر من 3000 شركة صغيرة ومتوسطة منذ إنشائها، ومن المعروف عن هذه السوق أنها تمتاز بعدد كبير من الشركات المدرجة التي تنشط في قطاعات متنوعة تسمح بذلك بمضاعفة الفرص بالنسبة للمستثمرين.

أولاً: تقديم السوق البديلة للاستثمار AIM¹: (Alternative Investment Market)

تم إطلاق السوق البديلة للاستثمار "AIM" في سنة 1995 أي منذ أكثر من 25 عاما مع عشر شركات فقط وبقيمة إجمالية تبلغ 82 مليون جنيه إسترليني. فبعد أكثر من عقدين من الزمن، تطورت AIM لتصبح السوق الأكثر نجاحا والأكثر رسوخا في العالم للشركات الديناميكية عالية النمو التي يدعمها مجموعة من الشركات والمستشارين والمستثمرين.

توفر السوق البديلة للاستثمار مجموعة من المزايا والتي تتمثل فيما يلي:

- تحتوي على قاعدة مستثمرين متنوعة وذات معرفة عالية والتي تحرص على توفير رأس المال لدعم الشركات المتنامية، حيث تتمتع الشركات المدرجة في AIM بإمكانية الوصول إلى مجموعة من المستثمرين المؤسسيين والمستثمرين الأفراد.
- تعمل على الترويج لصورة الشركة وعلامتها التجارية على المستوى الدولي.
- تحتوي على شبكة من المستشارين وموفري السيولة الذين يفهمون احتياجات الشركات الصغيرة والمتوسطة وقادرون على دعمهم طوال رحلتهم في السوق.

¹ <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim> (consulté le 16/05/2022- 16:47)

- تعمل وفقا لنهج تنظيمي مصمم خصيصا لتلبية احتياجات الشركات المتنامية.
- تسمح للشركات الصغيرة والمتوسطة استخدام الأسهم كعملة للقيام بعمليات الاستحواذ (شراء الأسهم) وتنمية الأعمال.
- توفر فرصة للشركات لتحسين التزام الموظفين باستخدام الأسهم كحافز لتشجيعهم على المدى الطويل.

ثانيا: قواعد القيد في السوق البديلة للاستثمار "AIM":

- يتاح للشركات الصغيرة والمتوسطة إمكانية القيد في السوق البديلة للاستثمار إما عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وحتى تكون مؤهلة للقيد في السوق البديلة للاستثمار يجب¹:
- ✓ أن يكون الطابع القانوني للشركة "شركة عامة محدودة".
 - ✓ أن تعين مستشارا متخصصا يرافقها في كل المعاملات وطيلة مدة الإدراج أو ما يسمى أيضا بالراعي الرسمي؛ ويجب أن يكون مسؤولا على تقديم المشورة وتوجيه المؤسسة، ويتم تعيين مسؤولياته من قبل سوق AIM. و إذا توقف عن العمل لصالح المؤسسة، ولم تتمكن هذه الأخيرة من تعيين مستشارا جديدا في غضون شهر واحد من تاريخ التوقف، يتم إلغاء قيد المؤسسة في سوق AIM.
 - ✓ تقديم المعلومات اللازمة قبل عشرة أيام عمل على الأقل من تاريخ القيد. وإذا كان هناك أي تغييرات على هذه المعلومات قبل القيد، يجب على مقدم الطلب تقديم تفاصيل هذه التغييرات إلى سوق AIM، حيث قد تختلف هذه التغييرات اختلافا كبيرا عن تلك المقدمة في الأصل، مما يتسبب في تأخير موعد القيد المتوقع بعشرة أيام عمل.
 - ✓ تقديم وثيقة الإفصاح عن المعلومات المحددة من قبل سوق AIM.
 - ✓ تقديم وثيقة القيد ونسخة الكترونية عنها مصحوبة بتقرير المستشار قبل ثلاثة أيام عمل من التاريخ المتوقع للقيد.

أما فيما يخص مصاريف القيد فنقدمها في الجدول التالي:

¹- صبرينة بوخاري، محاولة الاستفادة من تجربة AIM LONDON لتفعيل السوق المالية البديلة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 24

الجدول رقم (03): مصاريف القيد في السوق البديلة للاستثمار

الحد الأقصى للمصاريف	الحد الأدنى للمصاريف	الرسوم السوقية (مليون £)	
		أقل من	أكبر من
(c)	(b)		
13.125	أدنى حد	5	0
90.300	1.715	50	5
219.300	645	250	50
273.050	215	500	250
656000	200	وما فوق	500
656.000	أقصى حد		

Source : (London Stock Exchange , 2021,p,8) london stock exchange fees for issuers 2021, p08

حيث يجب على مصدري الأوراق المالية لأسهم دفع رسوم لقبول أوراقهم المالية للتداول في بورصة لندن.

ثالثا: تطور أداء السوق البديلة للاستثمار ¹:AIM:

فيما يلي نقدم تطور أداء السوق البديلة للاستثمار في كل من السوق الأولية والسوق الثانوية خلال المدة

الممتدة من 2012 إلى 2020:

الجدول رقم (04) : تطور أداء السوق الأولية خلال الفترة (2012-2020)

عدد الإصدارات الجديدة			القيمة السوقية	عدد الشركات المدرجة			السنة
المجموع	الأجنبية	المحلية		المجموع	الأجنبية	المحلية	
73	24	49	61747.70	1096	226	870	2012
99	21	78	75928.60	1087	226	861	2013
118	24	94	71414.30	1104	219	885	2014
61	14	47	73076.60	1044	199	845	2015
64	9	55	80814.10	982	173	809	2016
80	11	69	106882.3	960	152	808	2017
65	13	52	91253.10	922	142	780	2018
23	3	20	104227.96	863	123	740	2019
32	3	29	131133.20	819	112	707	2020

¹ - المرجع السابق، ص115.

Source : (London Stock Exchange , 2021,p,8) london stock exchange fees for issuers
2021

يستعرض الجدول أعلاه عدد الشركات المحلية والأجنبية المدرجة في السوق البديلة للاستثمار AIM والقيمة السوقية أو ما يسمى برسمة السوق بالإضافة إلى الإصدارات الجديدة في كل سنة خلال الفترة 2012-2020، وأبرز ما نلاحظه هو انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق البديلة للاستثمار طيلة الفترة المدروسة، لكن على الرغم من ذلك حافظت السوق على صدارتها في مجال توفير فرص التمويل بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة من جهة وتوفير فرص للمستثمرين من جهة أخرى، حيث لا تزال هناك مجموعة متنوعة من الشركات المدرجة والتي تنشط في العديد من القطاعات للاختيار من بينها.

ففي سنة 2020 بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق البديلة للاستثمار 819 شركة صغيرة ومتوسطة، وهو عدد هائل من الشركات التي تمنح فرصا متعددة ومتنوعة للاستثمار ومستفيدة بذلك من حصولها على التمويل اللازم لحل مشكل نقص الموارد المالية التي تساعدها على تطوير نشاطها وضمان استمراريتها.

ويرجع الانخفاض في عدد الشركات المدرجة في السوق البديلة للاستثمار إلى الظروف التي تعيشها المملكة المتحدة في ظل قرار خروجها من الإتحاد الأوروبي، والذي أثر على سوق الأوراق المالية نظرا لحالة عدم اليقين التي شنتت قرارات كل من الشركات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في الإدراج في البورصة، والمستثمرين الذين أصبحوا متخوفين من تقلبات السوق وعدم وضوح الرؤية المستقبلية.

وعلى هذا الأساس نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أكبر انخفاض في عدد الشركات المدرجة كان في سنة 2016 (من 1044 شركة إلى 982 شركة)، والذي تلازم مع فترة تصفية التصويت على خروج بريطانيا من الإتحاد الأوروبي، كما أنه لا يوجد فرقا بين خروج الشركات المحلية والأجنبية، حيث انخفض عدد الشركات المحلية والأجنبية بمستوى متقارب، وهو ما يبرر تخوف حتى المؤسسات المحلية في ظل حالة عدم اليقين السائدة في السوق.

الجدول رقم (05) : تطور أداء السوق الثانوية خلال الفترة (2012-2020)

متوسط الحجم اليومي (م)	متوسط التداولات اليومية	حجم التداولات (م)	إجمالي عدد الصفقات	قيمة التداول (مليون جنيه إسترليني)	السنة
1343,71	28390,17	338615,56	7154323	48326,94	2012
1937,05	25396,30	490072,66	6425265	39597,37	2013
2301,97	34444,50	582397,87	8714460	56543,91	2014
2669,41	29552,36	675361,17	7476748	41779,37	2015
2739,79	31967,07	693168,19	8087668	43540,20	2016
3316,06	45625,05	835646,40	11497512	67819,68	2017
1930,17	44357,92	488333,07	11222554	68863,69	2018
2447,96	40276,32	619333,85	10189908	59532,49	2019
3728,53	67346,10	947046,34	17105909	82965,90	2020

Source : (London Stock Exchange , 2021,p,8) london stock exchange fees for issuers 2021

تستدعي دراسة أداء السوق الثانوية إلى دراسة المؤشرات المتعلقة بحركة الأوراق المالية التي تشمل كل قيمة التداول، إجمالي عدد الصفقات وحجم التداولات، وأبرز ما نلاحظه من خلال هذا الجدول هو تطور نشاط السوق حسب المؤشرات المدروسة على الرغم من تسجيل بعض الانخفاضات خلال الفترة المدروسة، حيث عرفت قيمة تداول الأوراق المالية المتاحة للجمهور ارتفاعا مستمرا من سنة 2012 إلى غاية سنة 2015 أين انخفضت هذه القيمة بسبب خروج العديد من الشركات المدرجة في السوق خلال تلك الفترة (2015-2016) والتي لازمها أيضا انخفاض في عدد الصفقات المبرمة في السوق، ثم رجعت وارتفعت ابتداء من سنة 2017 إلى غاية سنة 2020 أين قدرت ب 82965.9 مليون جنيه إسترليني محققة بذلك أكبر قيمة تداول للأوراق المالية وأكبر حجم للصفقات المبرمة خلال الفترة المدروسة، وهذا على الرغم من ظروف وباء كورونا الذي لم يؤثر على نشاط السوق خلال سنة 2020 نظرا لتعاملها بنظام تداول فعال يسمح لها بالتحكم بعمليات السوق عن بعد وبتقنيات تكنولوجية متطورة، كما نلاحظ في الجدول أعلاه أن السوق بلغت أكبر مستوى نشاط في التداولات اليومية في سنة 2020 حيث ارتفع بنسبة 67.21% مقارنة بسنة 2019 وهو دليل على تطور نشاط السوق على الرغم من انخفاض عدد الشركات المدرجة فيها خلال السنوات الأخيرة

المطلب الثاني : نموذج السوق المالية الفرنسية ALTERNEXT

إن توفير مصادر تمويلية بديلة عن البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جعل بعض الدول تذهب أحيانا لإنشاء أسواق مالية تتضمن شروط خاصة تستجيب إلى متطلبات هذه المؤسسات، والتي يطلق عليها أحيانا ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتعد التجربة الفرنسية إحدى أهم التجارب الرائدة في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث اهتمت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء سوق (ألترناكست)، بهدف توفير سوق مالية تتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يطلق عليها ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ولقد حقق هذا السوق منذ تأسيسه عدة تطورات وإنجازات في مجال تمويل تلك المؤسسات وجذب المستثمرين إليه.

أولاً: تجربة ALTERNEXT¹:

تم إنشائها من طرف يوروناكست 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 وتطرح في السوق ما لا يقل عن 2,5 مليون أورو من الأوراق المالية، وهو رقم أقل بكثير من الحد المطلوب في السوق الرئيسية يوروناكست، التي تشترط 15 مليون أورو في المتوسط، وهذا من أجل توفير حد أدنى من حركية أوراق المؤسسة في البورصة.

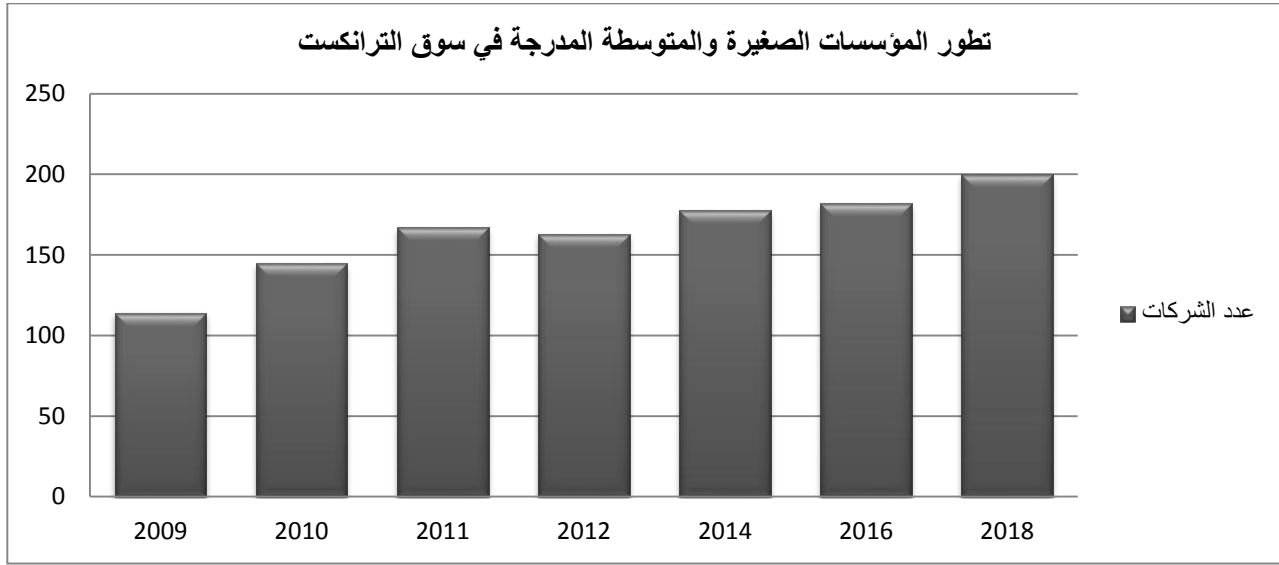
كما يجب عليها تقديم كشوفها المحاسبية لسنتين سابقتين لسنة طلب الإدراج، ومع ذلك فهي ليست ملزمة بتقديمها وفقا للمعايير الدولية للمحاسبة على عكس المؤسسات التي تطلب الإدراج في البورصة الرئيسية للاتحاد الأوروبي، التي يشترط منها تقديمها وفقا لهذه المعايير ولمدة ثلاثة سنوات ماضية. كما يشترط لها تقديم قائمة المؤسسات 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 يوروناكست، الشركات المدرجة في الترناكست ليست ملزمة بتقديم نشرة تفصيلية عن حساباتها، إلا أنها ملزمة بتقديم الحسابات السداسية.

¹- مليكة صديقي، عبد القادر بسبع، (2018)، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (أسواق المالية البديلة) : التجارب الدولية والعربية،

ثانيا: تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق المالية الفرنسية¹:

في 11 ماي 2007 أي بعد سنتين من تأسيس سوق آلترانكست، بلغ عدد المؤسسات الصغيرة المدرجة حوالي 90 مؤسسة حيث وصلت رسملة السوق إلى حوالي 8,4 مليار اورو، مما 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 آلترانكست خلال السنوات الأخيرة:

شكل (02): يوضح تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في سوق الترانكست



المصدر: بالاعتماد على تقارير وإحصائيات موقع البورصة الإلكتروني: (www.euronext.com 2022)

من خلال الشكل نلاحظ تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق، حيث كانت خلال سنة 2009 حوالي 114 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، ثم ارتفعت سنة 2010 إلى 145 مؤسسة، أما في سنة 2011 وصل عدد المؤسسات إلى 167 مؤسسة سنة 2012، عرفت انخفاض في عدد المؤسسات المدرجة في السوق حيث انخفضت إلى 163 مؤسسة، وذلك راجع إلى تحويل عدد من المؤسسات إلى السوق الرئيسية إجباريا لتحقيقها متطلبات وشروط الدخول إلى السوق الرئيسية، حسب ما ينص عليه قانون تنظيم البورصة، كما يلاحظ أنه في سنة 2014 وصل عدد الشركات المدرجة في هذه السوق إلى حوالي 178 شركة صغيرة ومتوسطة، ويصل في سنة 2016 إلى حوالي 182 ثم يبلغ عددها 200 في سنة 2018، وهذا ما يدل على أهمية هذه السوق في توفير التمويل لتغطية احتياجات تلك المؤسسات.

1- محمد حولي، خالد ادريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة نموذج بورصة النبل المصرية و بورصة آلترانكست الفرنسي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 02، سبتمبر 2017، ص 188-189، جامعة المسيلة، الجزائر.

ثالثا: مؤشر السوق المالي الفرنسي¹:

لقد قامت سلطات البورصة الفرنسية بتعديلات كبيرة لترقية السوق الثانية، والمساهمة في تنمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من أجل إستقطاب المزيد من الشركات والمستثمرين ثم إطلاق تشكيلة جديدة من المؤشرات والمتمثلة في:

- مؤشر CAC Mid ويضم 100 ورقة مالية لشركات متوسطة.

- مؤشر CAC small يضم 90 ورقة مالية لشركات صغيرة، يقل رأسمالها عن 250 مليون أورو.

- مؤشر small & CAC Mid 190 ويجمع بين المؤشرين السابقين.

منذ سنة 2003 ومؤشر المؤسسات الصغيرة يسجل أداء أحسن من مؤشر المؤسسات الكبيرة، ونسجل أيضا الانخفاض الذي حصل في سنة 2006 وذلك راجع إلى حساسية تلك المؤسسات من الزيادة التي حصلت في أسعار الطاقة والمواد الأولية، وكذلك في خلال سنوات 2008-2009 شهد المؤشر تسجيل عدة خسائر، وهذا راجع إلى إنعكاسات الأزمة المالية العالمية، التي أثرت كثيرا على الاقتصاد الفرنسي، ثم سجل المؤشر عدة مكاسب وذلك ابتداء من سنة 2011.

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

المطلب الثالث : بورصة النيل للمشروعات الصغيرة: NILE STOCK EXCHANGE

تعد التجربة المصرية إحدى التجارب المهمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية ، وتعتمد مصر في تجربتها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على بورصة النيل، التي أنشئت عام 2007، والهدف من هذه التجربة هو منح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فرصة للحصول على تمويل غير مصرفي، وبورصة النيل هي أول سوق مالي يستهدف دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الشرق الأوسط وإفريقيا، فهي تساعد تلك المؤسسات في الحصول على التمويل اللازم لها عن طريق قيد أسهمها في

1- مهدي نادية، دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة تجارب رائدة بالإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي، أم البواقي، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر، (2021)، ص: 39

البورصة وفقا لقواعد قيد الإفصاح وتكلفة أقل مصممة خصيصا لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتوفر شروطا ميسرة وذلك فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعلد المساهمين وعدد الأسهم.

الفرع الأول: تجربة بورصة النيل المصرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹

قامت بورصتا القاهرة، والإسكندرية في 25 أكتوبر 2007 بإطلاق بورصة النيل كأول سوق لقيد وتداول أسهم، وسندات الشركات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بهدف دعمها وزيادة حجم الإستثمارات المحلية والأجنبية بها، وهو ما يسهم في التغلب على المعوقات التمويلية التي تواجهها وتحد من فرص نموها عن طريق قيد أسهمها في البورصة وفقا لقواعد قيد 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 التقيد 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 الجوهريّة، والقرارات الخاصة بالمساهمين.

بلغ عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في بورصة النيل 19 مؤسسة، من أصل 211 مؤسسة مدرجة بالبورصة المصرية، وبلغت الرسملة السوقية لهذه المؤسسات 1,196 مليار جنيه، ما يمثل نسبة 0,25% مقارنة بالرسملة الإجمالية للبورصة المصرية، التي بلغت 483,370 مليار جنيه، ويبقى حجم المؤسسات المدرجة ببورصة النيل ضعيفا رغم التسهيلات المتوفرة، والشروط الميسرة للإدراج بها، ومازالت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ إلى البنوك كملاد للتمويل، نظرا لحدائثة بورصة النيل وتخوفهم منها.

الفرع الثاني: قواعد التداول في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة²:

فيما يخص عمليات التداول في المقاصة، والتسوية لأوراق 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 مزايده، ويسمح خلالها الشركات السمسرة بإدخال العروض، والطلبات بدون حدود سعرية. يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائيا في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة.

¹ - مليكة صديقي، عبد القادر بسبع، مرجع سبق ذكره، ص 22-23.

² - محمد حولي، خالد ادريس، مرجع سبق ذكره، ص 194.

يمكن لذات الشركة تسجيل عروض، وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقا للأوامر الصادرة إليها من عملائها. يحق لشركات السمسرة تعديل أو إلغائها بناء على طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايدة 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 إختيار سعر الإغلاق، والتنفيذ وفقا لترتيب المعايير التالية وفي حالة تساوي أكثر من سعر في أي معيار يتم الإنتقال إلى المعيار التالي كما يلي:

✓ 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).

المبحث الثاني : بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ((التجربة الجزائرية في تمويل

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية البديلة)).

سعت السلطات الجزائرية مؤخرا لتأسيس سوق مالي يختص بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، غير أن هذه السوق واجهت العديد من التحديات لتكون بالمستوى المطلوب من الكفاءة، ما صعب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الولوج فيها، وسنتطرق من خلال هذا المبحث إلى التعرف على البورصة الجزائرية وشروط الإدراج فيها، بالإضافة لتفعيلها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: تقديم السوق المالية البديلة في الجزائر

الفرع الأول: تعريف بورصة الجزائر:

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 مشروعاتها¹.

¹ - نبيه نسرین.ع.، (2012)، البورصة، ماهيتها، تاريخها مستقبلها ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، الاسكندرية، مصر : المكتب

ومن ثم فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات، والأنشطة التي يمارسها البشر، ويحتاجون إليها لإشباع حاجاتهم، ورغباتهم. فالبورصة سوق يقوم على تبادل المنتجات سلع، خدمات ما بين بائع، ومشتري، وكل منهم لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد والشروط المتفق عليها. وعرفها البعض بأنها: " المكان الذي يتم فيه الحصول على حاصلات أو صكوك معينة تحت إشراف السلطات العامة.

جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في تسعينات القرن الماضي في إطار ما يعرف بإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني، لا سيما القطاع المالي منه، لمسايرة اقتصاد السوق، وإرساء معالمه في الجزائر، ذلك أن تمويل التنمية الاقتصادية يتوقف على مدى تطور أسواق الأوراق المالية. حيث تم التأسيس الرسمي للبورصة بموجب المرسوم التشريعي (93-10) الصادر في تاريخ 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، والذي يعرفها على أنها إطار تنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم. " تتشكل بورصة الجزائر من مجموعة هيئات ذات طابع قانوني تسهر على السير الحسن لهذه السوق كل حسب اختصاصه أو هي كما يلي:

✓ **لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:** تم إنشاؤها بموجب المرسوم السابق ذكره، 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، بما في ذلك اعتماد الوسطاء وكافة المتدخلين في البورصة، من مختلف القواعد التنظيمية وقبول إدراج الأوراق المالية في البورصة من عدمه، كما تتمتع بعدة سلطات تمكنها من أداء مهامها (السلطة التنظيمية، سلطة الإشراف والمراقبة، السلطة التأديبية والتحكيمية).

✓ **بورصة القيم SGBV:** إذا كانت اللجنة السابقة تعبر عن سلطة السوق، فإن هذه الهيئة تعتبر شركة تسيير مؤسسة السوق؛ تم تأسيسه أيضا بموجب المرسوم السابق ذكره، من طرف البنوك العمومية الوطنية، وشركات وطنية للتأمين، مهمتها الرئيسية التنظيم وتسيير كافة المعاملات في البورصة، لاسيما عمليات الإدراج وإدارة نظام التداول، والتسعير، و كذا 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 إلى تنفيذ العمليات على السندات (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال، ...)، وكذا ترميز وتقنين السندات المقبولة لعملياته 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، ويوجد حاليا تسع وسطاء في بورصة الجزائر هم البنوك الستة العمومية (banque CNEP, CPA, BNP Paribas El dajazair ,Société) إضافة إلى بنكين خاصين (BNA, BDL, BEA, BADR Générale Algerie) ومؤسسة خاصة¹

الفرع الثاني: التعريف ببورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

في إطار إعادة هيكلة سوق الأوراق المالية الجزائرية في سنة 2012، ووفقا للنظام رقم 12. 01 المؤرخ في 12 جانفي سنة 2012 الذي يعدل ويتم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. تم تقسيم السوق إلى سوق سندات الدين التي تنقسم بدورها إلى سوق السندات وسوق كتل سندات الخزينة العمومية، وسوق سندات رأس المال التي تنقسم بدورها إلى السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي السوق المالية البديلة محل دراستنا إذ يمكن القول عن بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة أنها تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والآخذة في نمو رأسمالها، وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة".

المطلب الثاني: مزايا وجود سوق للبورصة مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة و شروط القبول فيها

الفرع الأول: شروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة²: حدد النظام المذكور سابقا (12-01) شروط قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق، حيث كانت هناك مجموعة من التعديلات التنظيمية والتي مست أيضا شروط القبول حيث تميزت بتخفيف شروط الجدارة، التي كانت صارمة نوعا ما، فصار بالتالي على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن:

¹ - مهدي نادية، مرجع سبق ذكره، ص 50-51

² - دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بورصة الجزائر ، 2022

✓ تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة (خمس 05 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 50 مساهمين أو ثلاثة 03 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، دون الإخلال بأحكام قانون التجارة المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار. أما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مطلوبة من الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

الجدول رقم (06): يلخص شروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجزائر

سوق سندات رأس المال	الشروط
سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	
شركة ذات أسهم (SPA)	الشكل القانوني
لا يوجد حد معين	رأس المال الأدنى المدفوع
ليست مطلوبة	نتائج السنة المالية الأخيرة
10%	الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى
للسنتين الأخيرتين، ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	الكشوف المالية المصادق عليها والمنشورة
مطلوب + تعيين مرقى البورصة	هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي
50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات.	عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم www.sgbv.dz

الفرع الثاني: التزامات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹:

ضمانا لحماية المدخرات المستثمرة والشفافية في السوق، على هاته المؤسسات أن تلتزم بالإدلاء بمعلومات دائمة ودورية منصوص عليها في نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

- **المعلومات الدائمة:** بمجرد إدراج السند في التسعيرة بالبورصة، لزم الجهة المصدرة بإحاطة الجمهور بأي تغيير أو حدث مهم من شأنه، إذا كان معروفة، إحداث تأثير كبير في سعر السندات.
- **المعلومات الدورية:** يجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة تقريرا سنويا يتضمن الكشوف المالية السنوية الميزانية، جدول حسابات النتائج، مشروع توزيع الأرباح، المذكرات الملحقة بالكشوف المالية، جدول تدفقات الخزينة)، تقرير التسيير، وتقرير محافظ الحسابات والمعلومات الأخرى المطلوبة بموجب تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في موعد لا يتجاوز (ثلاثين 30 يوما) قبل اجتماع الجمعية العمومية العادية للمساهمين.

الفرع الثالث: المزايا التي سيمنحها هذا السوق إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة²:

- ❖ التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي.
- ❖ الحصول على موارد ثابتة يتم تخصيصها لتمويل الأصول طويلة الأجل في الميزانية.
- ❖ تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة.
- ❖ فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات رأس المال الاستثماري.
- ❖ ضمان بقائها وديمومتها عن طريق تحويل السندات.
- ❖ تخفيضات ضريبية على فتح رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

¹- دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-الجزائر، 2022، <https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf>

²- دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-الجزائر، 2022، <https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf>

المطلب الثالث : الشركات المدرجة في السوق المالية البديلة للجزائر.

بعد 6 سنوات من إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم إدراج أول شركة المتمثلة في أوم أنفست (AOM INVEST spa)، حيث سنتناولها بشيء من التفصيل في ما يلي:

الفرع الأول: تقديم شركة أوم أنفست (AOM INVEST spa)¹

"أوم أنفست" هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية. كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية، وتميز الجهات في تطوير الدراسات لبناء الجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في الجزائر.

أنشئت في عام 2011، للمشاركة 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 لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتج بوحنيفة الصحي بولاية معسكر، تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس". في خطتها الإستراتيجية ، ستكون هذه المؤسسة الأولى في سلسلة من المؤسسات ذات الخدمات المماثلة ، من خلال جميع منشآت العلاج بالمياه المعدنية في البلاد.

في عام 2016 ، قامت شركة أوم أنفست SPA بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية بحلول عام 2030.

الفرع الثاني: التقديم الفني للشركة²

تعتبر شركة AOM Invest والتي أدرجت في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2018، بفضل عمليات الاتصال والتحسيس التي قامت بها شركة تسيير بورصة القيم ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (كوسوب) لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في غرفة التجارة. بحيث تعتبر الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق و التي تمثل أكثر من 10% من أسهم رأس مالها الاجتماعي وكانت موضوع استثمار مع ثلاثة مستثمرين مؤسستيين. ولتقديم الشركة بتفاصيل إدراجها في السوق نعرض البطاقة الفنية التالية:

¹ - https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_pme&id_soc=AOM

² - مريم سايعي، واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تفعيلها، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد 04 العدد: 03، سنة 2021، الجزائر، ص 297.

جدول رقم (07): بطاقة فنية لشركة أوم أنفست

الاسم الاجتماعي	أوم أنفست AOM INVEST spa
قطاع النشاط	دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية
رأس المال الاجتماعي	115930000 دج
نوع الأسهم	أسهم عادية
القيمة الاسمية للسهم	100 دج
طبيعة عملية القيد	الإجراء العادي
عدد الأسهم المكتتة من قبل المستثمرين المؤسساتيين	520000 سهما
سعر السهم يوم القيد	297 دج
تاريخ القيد في السوق	2018/12/12

Source : (<https://www.cosob.org/poste/aom-invest-spa/>)

تمت عملية الإدراج من خلال فتح 10% من رأسمال الشركة وإصدار 30000 سهما عن طريق التسجيل المباشر لثلاثة مستثمرين مؤسساتيين المتمثلين في¹:

- الجزائر استثمار: أول مؤسسة رأسمال استثماري معتمدة من طرف وزارة المالية
- أليانس للتأمينات: شركة تأمين جزائرية مدرجة في سوق الأوراق المالية الجزائرية منذ سنة 2011.
- البنك الوطني الإفريقي نيابة عن صندوق الولاية الاستثماري.

وبلغ إجمالي مصاريف إدراج الشركة في السوق 2090535 دج موزعة على النحو التالي:

- ✓ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB بقيمة 115830 دج.
- ✓ المؤتمر المركزي للأوراق المالية في الجزائر "الجزائر للتسوية" Algérie Clearing بقيمة 20000 دج.
- ✓ شركة تسيير بورصة القيم SGBV بقيمة 478705 دج.

¹- صبرينة بوخاري، محاولة الاستفادة من تجربة AIM LONDON لتفعيل السوق المالية البديلة في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 121

✓ مرقى البورصة " RMG Consulting " بقيمة 476000 دج.

✓ الوسيط في عمليات البورصة "Tell Markets" بقيمة 1000000 دج

تعتبر هذه الرسوم والمصاريف مرتفعة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن في المقابل تستفيد المؤسسات المدرجة من تحفيزات جبائية، فوفقا للقانون رقم 14 - 10 المؤرخ في 30 ديسمبر 2014 المتضمن قانون المالية لسنة 2015 قد يتم إعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والأوراق المالية المسعرة في البورصة لمدة خمس سنوات

الفرع الثالث: مرقى البورصة المرافق لشركة أوم أنفست¹:

كان مرقى البورصة الذي رافقها هو RMG Consulting Algeria ، بحيث يعتبر مرقى البورصة مستشار مرافق، يجب أن يكون وسيطة معتمدة في عمليات بورصة، اذ يمكن ان يكون بنكة أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات التمويل والقانون وإستراتيجية الأعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكله رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفا به ومسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. ويتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مرقى بورصة، سواء بالنسبة لعملية الإدراج، وكذا طوال فترة حياتها داخل سوق البورصة. وهذا كما يلي :

• **مرحلة ما قبل الإدراج:** يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تعيين مرقي البورصة لمساعدتها عند إصدار سندات، في إعداد عملية القبول. وهو يشهد من خلال توقيعه على المذكرة الخاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بأنه بذل العناية الواجبة وأن المعلومات الواردة في المذكرة مطابقة للواقع على حد علمه، وأن المذكرة لا يشوبها إغفال من شأنه أن يؤثر على الفهم والإدراك لما هو وارد فيها.

• **مرحلة الإدراج:** يجب على الشركة أن تبرم مع مرقى البورصة اتفاقية يتم إعدادها وفقا للنموذج الذي حددته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لمدة سريان لا تقل عن سنتين اثنتين، يتفق عليها بين الطرفين. ويجب إخطار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حال إنهاء الاتفاقية، فتصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ملزمة على الفور بتعيين مرقى بورصة جديد.

¹- بورصة الجزائر، 2022، <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&smod=139> تاريخ الاطلاع: 2022/05/12، على الساعة: 12:43

• **مرحلة ما بعد الإدراج:** يكلف المرقي في البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة، وضمان وفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يتعلق بإدلائها بالمعلومات المطلوبة.

في حال حدوث تقصير من قبل المؤسسة المصدرة، ينبغي للمرقي في البورصة أن يذكرها بالتزاماتها ويقدم لها المشورة اللازمة لتصويب الوضع.

كما أن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كانت قد أطلقت في 2019، تحقيقا بهدف تحديد الشركات الصغيرة والمتوسطة المؤهلة لدخول البورصة وقد أفضى هذا العمل إلى تحديد حوالي عشرة شركات أبدى عدد كبير منها رسميا رغبته في الشروع في عملية الدخول في البورصة¹

المطلب الرابع: تطور أداء السوق المالية البديلة للجزائر¹

بما أنه تم إدراج شركة أوم أنفست في أواخر سنة 2018، ندرس فيما يلي أداء السوق المالية البديلة خلال الفترة 2018-2020:

الجدول رقم(08) مؤشرات السوق خلال الفترة 2018-2020

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد المعاملات	رسملة السوق
2018	10	14400	11000	330000	04	481109500
2019	36	18740	280	117200	03	568057000
2020	00	00	00	00	00	568057000

المصدر: http://www.sgbv.dz/?page=bilan_pme&lang=fr

من خلال الجدول أعلاه، نقدم تطور نشاط السوق المالية البديلة للجزائر من خلال عدد وحجم أوامر السوق بالإضافة إلى حجم وقيمة التداول بالإضافة إلى قسمة رسملة السوق، وأبرز ما نلاحظه هو أن في أواخر سنة 2018 (عند إدراج الشركة في السوق) تم إجراء أربعة معاملات فقط، أين تم التداول على 11000 سهما بقيمة 330000 دج، ثم تم إجراء ثلاثة معاملات في سنة 2019 أين تم التداول على 280 سهما بقيمة 117200 دج، و أن كل هذه المعاملات تمت بين شركة أوم أنفست والثلاثة المساهمين المؤسستيين، وأن الشركة وشركائها الجدد لم يطرحوا أسهما للتداول بعد تلك الفترة (أي لا توجد عروض البيع لتلقي عروض الشراء) وهو

¹- صيربينة بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 121

ما يفسر انعدام المعاملات في سنة 2020. أما فيما يخص الرسملة السوقية التي تعبر عن القيمة السوقية لأسهم الشركة (العدد الإجمالي للأسهم الشركة × السعر السوقي للسهم الواحد) فقد ارتفعت في سنة 2019 بنسبة 15% مقارنة بسنة 2018، نظرا لارتفاع سعر السهم السوقي من 300 دج في سنة 2018 إلى 490 دج في سنة 2019، كما أنه بقي مستقرا في سنة 2020 نظرا لعدم إجراء ولا معاملة في السوق وعدم تلقي أوامر العرض والطلب خلال هذه الفترة وبالتالي استقرار الرسملة السوقية في نفس القيمة، وهو مؤشر سلبي بالنسبة للشركة وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على حد سواء، يجب تداركه من خلال اتخاذ إجراءات تسمح بتنشيط كلا الطرفين.

المبحث الثالث : العراقيل التي تواجه بورصة م.ص.م في الجزائر وسبل تفعيلها

المطلب الأول : مقارنة بين السوق البديلة للاستثمار AIM بلندن وسوق الم ص م بالجزائر¹.

على الرغم من أن شروط قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مرنة لكنها تعتبر أقل مرونة من تلك المفروضة في السوق البديلة للاستثمار AIM بلندن، حيث لم تحدد هذه الأخيرة حصة رأس المال الأدنى المطروح عند القيد، وعدد المساهمين يوم الإدراج في السوق والذي حدد في الجزائر ب 50 مساهما أو 3 مستثمرين مؤسسين.

أما فيما يخص الطابع القانوني للشركة فقد تفرض السوق المالية البديلة للجزائر أن تكون الشركة الراغبة في القيد "شركة ذات أسهم"، وحسب المادة 594 من القانون التجاري يقدر رأسمال الشركة ذات أسهم بخمسة (5) ملايين دينار جزائري على الأقل، وهو شرط قابل للتحقيق من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن شرط توفير سبعة (7) شركاء على الأقل المذكور في المادة 592 من نفس القانون يعتبر صعب التحقيق.

وبما أن عدد الشركات المصغرة يقدر بنسبة 97% من إجمالي النسيج الاقتصادي وتليه الشركات الصغيرة بنسبة 2.6% ثم الشركات المتوسطة بنسبة 0.4%، فإن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية غير مؤهلة قانونيا أن تدرج في السوق المالية البديلة باعتبار أن الشركات المصغرة لا تحقق شرط توفير سبعة (7) شركاء على الأقل وبالتالي فهي لا تحقق شرط الطابع القانوني المفروض من قبل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وإذا رجعنا إلى السوق البديلة للاستثمار AIM نجدها تشترط أن يكون الطابع القانوني "شركة عامة محدودة" وهو مصطلح قانوني يستخدم في المملكة المتحدة (يعبر عليه في القانون الجزائري بمصطلح " الشركة ذات المسؤولية

¹- صبرينة بوخاري، المرجع السابق، ص 119

المحدودة"، ولهذا النوع من الشركات إمكانية إصدار أسهم للجمهور وإمكانية الإدراج في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يسهل على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اللجوء إلى السوق المالية البديلة على عكس نظيراتها الجزائرية التي يجب أن تستبدل طابعها القانوني حتى تتمكن من تحقيق شرط الإدراج في الوقت الذي تكون فيه أصلا تعاني من تعثر مالي وترغب في البحث على بديل تمويلي خارج الطرق التمويلية التقليدية.

والجدير بالذكر أيضا أن شرط الإفصاح على القوائم المالية للسنتين الأخيرتين والالتزام بالشفافية طيلة مدة الإدراج في السوق أيضا يمثل عائقا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فأغلب المؤسسات الجزائرية مصغرة ولا تولي اهتماما كبيرا للإدارة المالية حيث يتخذ مالك المؤسسة دور المسير، وقد يخلط بين نفقاته الخاصة كشخص طبيعي ونفقات المؤسسة، بالإضافة إلى عدم الإفصاح على الأرباح الفعلية قصد دفع أقل قيمة للضرائب وهو ما يسمى بالغش الضريبي

المطلب الثاني : أهم العراقيل التي تحول دون إقبال الم ص م على البورصة

تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من العراقيل بعضها يتعلق بالمؤسسات والبعض الآخر يتعلق بالبورصة والنظام المالي ككل، في حين يتعلق البعض الآخر بالظروف الاقتصادية المحيطة بكلاهما.

1-1 عراقيل متعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: من أهمها نذكر ما يلي:

- الطابع العائلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمالك هذه المؤسسات 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.
- عدم التزام أغلبية هذه المؤسسات بقواعد الإفصاح والشفافية عن المعلومات وحساباتها.
- غياب جهاز معلوماتي فعال يمكن المستثمر من معرفة نشاط هاته المؤسسات.
- ضعف مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

2.1 عراقيل متعلقة بركود أداء البورصة: آن محدودية الإدراج فيها اذ منذ انشائها سنة 2012 أدرجت مؤسسة واحدة فقط سنة 2018 والتي لا تعرف تداولاً لأوراقها المالية، هذا ما أدى الى صغر حجمها وضعف ادائها وانعدام الثقة في تمويلاتها يعتبر من أهم أسباب عزوف المؤسسات على الولوج فيها، لذلك لا بد من مرافقة ذلك بدعاية كافية على مستوى المؤسسات والمنشآت والإعلام.....الخ.

3.1 عراقيل اقتصادية: تتمثل أساسا في¹:

- **التضخم:** والذي يؤثر بدوره على الادخار، حيث يدفع التضخم بذوي الدخل الثابتة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لانفاقها بغية الحفاظ على مستوى الاستهلاك الضروري لهم.
- **السوق الموازية:** أن المستثمرين والمدخرين في الجزائر يبحثون عن هذه الأسواق كونها تحقق لهم الربح بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية.
- **ضعف الحوافز الجبائية:** إن ارتفاع معدلات الضريبة على الدخل في الاقتصاد الوطني تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.
- **عراقيل الخصوصية:** بسبب غياب الإرادة السياسية اذ يذكر رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (كوسوب)، عبد الكريم براح أنه ومن بين العوامل التي أدت إلى "قشل" مسعى ادخال المؤسسات العمومية إلى سوق البورصة خيار الشراكة بين القطاع العام والخاص التي أعلن عنها قبل أن تتخلى عنها الدولة، اضافة إلى وجود فائض في السيولة المالية المسجلة في السنوات الأخيرة.

4.1 عراقيل تشريعية:² تتعلق بالمفهوم الضيق للقيم المنقولة في القانون التجاري الجزائري، بالإضافة إلى عدم استقرار التشريعات المتعلقة بالاستثمار والضرائب والرسوم، بالإضافة إلى الطبيعة القانونية للمؤسسات، اذ أن أغلبها مؤسسات خاصة ذات مسؤولية محدودة وليست مؤسسات مساهمة (أغلبها مؤسسات عائلية).

5.1 عراقيل تنظيمية: تتمثل في :

- غياب سياسات تسويق الأوراق المالية، وعدم وجود إعلام مالي مرافق ومروج للاستثمار المالي.
- الربحية في بورصة الجزائر غير محفزة في ظل سيادة أنشطة الاقتصاد الموازي التي تدر عوائد منافسة.
- تبعية الاقتصاد الجزائري لقطاع المحروقات، والاعتماد على سياسة الموازنة بدل سياسة السوق.

6.1 العراقيل الدينية والثقافية:³

- غياب الثقافة البورصية لدى الأفراد والمؤسسات.
- طبيعة المجتمع الجزائري والذي لا يتعامل في مثل هذه الاستثمارات

¹ - غويني العربي، عادل مستوي، (2014)، آلية تفعيل بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة المناجر العدد 01، الجزائر، ص 122

² - رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، (2010)، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، رقم 05، الجزائر، ص 6

³ - غويني العربي، عادل مستوي، المرجع السابق، ص 123.

المطلب الثالث : سبل وطرق تفعيل السوق المالية البديلة للجزائر¹

إن تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرتبط بتفعيل وتطوير بورصة الجزائر ككل، وفيما يلي سنقدم بعض المقترحات:

- مساندة هذه المؤسسات بالإعفاءات الضريبية والرسوم الإدارية الخاصة بالإعلان وإعطائها امتيازات أخرى.
- عصرنة البورصة الجزائرية باعتماد آليات وأنظمة حديثة تتماشى مع متطلبات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- الاستثمار في برامج الخوصصة لتعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية.
- إنشاء معاهد ومدارس عليا متخصصة في البورصات بغية تكوين كوادر متخصصة لتفعيل وتنشيط البورصة.
- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق الحملات الإعلامية لتوعية وجذب صغار المستثمرين.
- تخفيض سعر الفائدة لأن هذا الإجراء يؤدي إلى اللجوء إلى بورصة الأوراق المالية باعتبار الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية.
- إعادة تنظيم خدمات الاستثمار وذلك بالاستفادة من المناهج المطبقة في بورصات العالم قصد الاستفادة من خبراتها الإدارية والتكنولوجية.
- تفعيل دور الرقابة لإعادة الثقة للمتعاملين.
- حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في القيم المنقولة.
- زيادة بعث الشفافية في بورصة الجزائر.
- زيادة الأوراق المالية كما ونوعا.
- إحياء بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق تطوير الصيرفة الإسلامية وهذا بإدخال الصكوك الإسلامية بدلا من الأوراق المالية التقليدية.
- 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 واثبتت علامتها في الميدان أن تستفيد من البورصة.

¹ - مريم سايعي، مرجع سبق ذكره، ص 302

خلاصة الفصل

بعد الدراسة التطبيقية على بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومحاولة معرفة دورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتقييم أدائها بالاعتماد على المعطيات والاحصائيات المتوفرة، اتضح لنا أن السوق المالية البديلة في الجزائر ورغم مرور عقد من الزمن على انشائها، إلا أنها بعيدة كل البعد عن دورها الذي وجدت من أجله مقارنة مع النتائج المحققة في باقي دول الجوار أو البورصات العالمية.

خاتمة

الخاتمة

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور تنموي فعال على مستوى اقتصادات الدول، حيث أن مرونتها العالية سمحت لها بالتكيف مع الظروف المتغيرة المحيطة بها بسرعة، وهذا ما أكسبها أفضلية وأهمية كبيرة حيث ورغم كل الاهتمام الذي حظيت به، إلا أنها تتعرض للعديد من المشاكل التي تعيق نموها وتحد من فاعليتها، وتتخلص كل هذه المعوقات في مشكل التمويل، خاصة في المراحل الأولى من إنشائها، في ظل إحجام البنوك عن تمويلها من جهة، ومن جهة أخرى شروط الإدراج في السوق المالي والتي توصف بالمستعصية أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

و في هذا الإطار، ظهرت السوق المالية البديلة كإحدى أبرز التقنيات التمويلية الفعالة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لتساهم في حل المشاكل التمويلية لهذه المؤسسات، من خلال توفير أدوات تمويلية طويلة الأجل تمكنها من توسيع قاعدتها المالية، وزيادة مواردها الذاتية، ما يعطيها القدرة على المنافسة، وتوسيع نشاطها، وبالتالي زيادة دخلها.

أما بالنسبة لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو ما يعرب بالسوق المالية البديلة في الجزائر، والذي تأسس رسميا سنة 2012، فلم يشهد أي انضمام لأي مؤسسة صغيرة ومتوسطة إلى غاية 2018 الذي شهد دخول أول مؤسسة وتعتبر الوحيدة لحد الآن، ولذلك نعتبر سوق المال الجزائري سوقا فتيا مقارنة بتجارب الدول المتقدمة والدول الإقليمية والنامية

نتائج الدراسة

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج خاصة بالدراسة النظرية ونتائج خاصة بالدراسة التطبيقية.

1- نتائج خاصة بالجانب النظري:

✓ إن ظهور البدائل التمويلية المستحدثة جاء نتيجة عجز المصادر التمويلية التقليدية (التمويل البنكي) في تلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لكونها تتسم بمخاطرة عالية وغياب الضمانات من جهة، وصعوبة الإدراج في الأسواق المالية من جهة أخرى.

✓ قيام الأسواق المالية البديلة جاء لترسيخ ثقافة التمويل المباشر من السوق المالي (البورصات) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشروط ميسرة، وكذلك تشجيع وحث صغار المدخرين العاجزين على إقامة مشاريع استثمارية الخاصة بهم في المساهمة بقدر أموالهم في هذه الشركات التي تطرح أسهمها للاستثمار، وبالتالي تسهيل عملية الالتقاء بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفوائض المالية بقيود ميسرة.

2- النتائج التطبيقية:

بالرغم من أن الدولة الجزائرية خطت خطوة نحو النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إنشائها لسوق ثانية، إلا أن هذه الأخيرة منذ إنشائها إلى يومنا هذا يكاد ينعدم إدراج أي مؤسسة بها، بالمقارنة مع الأسواق المالية في الدول المتقدمة والنامية، مما يدل على عدم ولوج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للأسواق المالية -عدا تجربة واحدة فقط المسجلة خلال سنة 2018- ما يبين عدم نجاح التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق عن طريق بورصة المشروعات الصغيرة، وهذا راجع لغياب الثقافة المالية للمتعاملين الاقتصاديين، وكذا إلى غياب دور الدولة في الإعلام والإشهار لها.

الاقتراحات:

✓ الاهتمام بموضوع السوق المالية الثانية خاصة فيما يتعلق بالاستفادة من تجارب الدول المتقدمة.
✓ العمل على تحديث قوانين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ووضوح حوافز لإنشاء شركات مساهمة، وتسهيل عمليات تحويل الشركات المغلقة إلى شركات مساهمة يمكن إدراج وتداول أسهمها في السوق المالية الثانية.

✓ إقامة مواقع تعليمية تخصص لتبسيط آليات التعامل بالبورصة لفائدة مسيري الشركات والموظفين وأصحاب المهن الحرة والطلبة الجامعيين ووسائل الإعلام

- ✓ رفع درجة وعي أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأهمية القيد في السوق المالية البديلة
- ✓ تحسيس أصحاب المؤسسات بمزايا هذه السوق في توفير تمويلات طويلة المدى منخفضة التكلفة
- ✓ تدريب أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على قواعد القيد والتداول في السوق
- ✓ إعادة النظر في النظام التمويلي الحالي وتحقيق التكامل بين مختلف أطرافه

✓ العمل على تجسيد شروط الإفصاح التام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المقيدة في السوق البديلة، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى توفير الشفافية الكاملة للمستثمرين المكتتبين في الأسهم المطروحة في هذه السوق.

قائمة المراجع

I- المراجع باللغة العربية

أ - الكتب:

- 1- حيدر آل طعمة، الأسواق المالية النشأة المفهوم والأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، سبتمبر 2014
- 2- ربح خوني، رقية حساني المؤسسات، الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2008.
- 3- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية-من منظور إسلامي-، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جدة السعودية، 2010.

ب - المقالات:

- 1- آيت عيسى عيسى، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر أفاق وقيود، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، .
- 2- رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، رقم 05، الجزائر، (2010).
- 3- سماح طلحي، نسرين عوام، بعلول نوفل، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 31، عدد2، جوان 2020، جامعة أم البواقي، الجزائر
- 4- شوقي جباري، مصطفى قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-مع الإشارة إلى حالة الجزائر-، مجلة التنظيم و العمل، المجلد 3، العدد1، جانفي 2014، الجزائر
- 5- صبرينة بوخاري، محاولة الاستفادة من تجربة AIM LONDON لتفعيل السوق المالية البديلة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 24 العدد:01 سنة 2021.
- 6- غويني العربي، عادل مستوي، آلية تفعيل بورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة المناجر العدد 01، الجزائر، (2014).

- 7- فيلاي ابتسام، عياش زبير، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05 جوان 2016، الجزائر
- 8- محمد حولي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة نموذج بورصة النيل المصرية و بورصة ألترناكست الفرنسي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 02، سبتمبر 2017، ص 188-189، جامعة المسيلة، الجزائر.
- 9- محفوظ جبار وعمر عبده سامية، " دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" (دراسة حالة فرنسا)، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 02 العدد 01 2016 ، الجزائر
- 10- مريم سايعي، واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تفعيلها، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد 04 العدد:03، سنة 2021، الجزائر
- 11- مسعود صديقي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الرابع، 2011
- 12- مليكة صديقي، عبد القادر بسبع، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة (أسواق المالية البديلة) : التجارب الدولية والعربية، مجلة إدارة العدد45، جامعة الجزائر 03، الجزائر(2018).
- 13- مكايي الحبيب، بابا حامد كريمة" البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر "، مجلة التنمية و الاقتصاد التطبيقي-جامعة المسيلة -العدد 02 سبتمبر 2017 ، الجزائر
- 14- ياسر عبد الرحمان، براشن عماد الدين، قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الواقع والتحديات، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد الثالث: جوان 2018، الجزائر
- 15- كروش نورالدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر - الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد- 11 جانفي 2014، الجزائر.
- 16- كريمة شليحي، هيفاء رشيدة تكاري، ضمانات تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستثمار بالبورصة- تجربة أوم أنفست، مجلة الآداب والعلوم الاجتماعية، المجلد 17 العدد 01، 2020، الجزائر

ت - الرسائل الجامعية:

- 1- إيمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2018/2019.
- 2- بسمة خليل، دور أساليب التمويل الحديثة في دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الجزائر-، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي ، الجزائر، 2019/2020.
- 3- بوروية كاتية، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تطوير الآليات التمويلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2019.
- 4- حنفي أمينة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مستغانم، 2018-2019.
- 5- ليندة عكاش، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016/2017.
- 6- لخلف عثمان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتميئتها، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003-2004.

7- مهدي نادية، بعنوان: دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة تجارب رائدة بالإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي، أم البواقي، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر، (2021).

8- كريوط شيما، رزايقي حورية، تقييم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة.. مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبدالحفيظ بوالصوف، ميلة، 2021/2020

9- زينة جرمان، التمويلات الحديثة ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2014/2013.

ث -الملتقيات والدوريات والندوات:

1-أشرف محمد دوابه، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، الملتقى الدولي: حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية .يومي 17 و 18 أفريل 2006 ، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر

2-سحنون سمير، بونوة شعيب، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر، الملتقى الدولي حول : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أفريل، جامعة حسيبة بن بوعلي ،الشلف، الجزائر، 2006 .

3-زبير عياش، بلغول ليلي " تحديات السوق المالي الجزائري كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، مداخلة ضمن ملتقى وطني حول، " المؤسسات الاقتصادية الجزائرية و استراتيجيات التنويع الاقتصادي في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة قالمة -يومي 25-26 افريل 2017

4-مجموعة من الأساتذة، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر، الجزائر، 2018/2017.

ج- المطبوعات:

1- محمد مداحي، مطبوعة في المؤسسة و الأسواق المالية ، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة

الجزائر، 2018/2017

II- المراجع باللغة الأجنبية

a- Les articles

- 1- Bouabdallah Hiba , The role of the second Financial market in financing small and medium enterprises in France , University of Mohammed Al Bashir Al Ibrahimi , Revue de l'économie financière et des affaires, , Numéro18/2017 B.B.A, Algeria,

III- المواقع الإلكترونية

1- <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim> (consulté le 16/05/2022- 16:47)

2- <https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf>

3- https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_pme&id_soc=AOM

4- بورصة الجزائر، 2022 ، <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&smod=139>

تاريخ الاطلاع: 2022/05/12، على الساعة: 12:43