

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر-

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية والمالية  
تخصص: مالية

الموضوع:

تكييف آليات سوق الأوراق المالية وفق المتطلبات المالية  
للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة تحليلية لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية-

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

بريش عبد القادر

من إعداد الطالب:

• كروش نورالدين

أعضاء لجنة المناقشة

- الأستاذ ثابت محمد ناصر (المدرسة العليا للتجارة - الجزائر)..... رئيسا
- الأستاذ بريش عبد القادر (المدرسة العليا للتجارة - الجزائر)..... مشرفا ومقررا
- الأستاذ براق محمد (المدرسة العليا للتجارة - الجزائر)..... ممتحنا
- الدكتور فرج شعبان (جامعة أكلي محند الحاج - البويرة)..... ممتحنا
- الدكتور شيخي بلال (جامعة أمجد بوقرة - بومرداس)..... ممتحنا
- الدكتور سحنون جمال الدين (المركز الجامعي مرسلني عبد الله - تيبازة)..... ممتحنا

السنة الجامعية: 2015-2016



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر-

رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية والمالية  
تخصص: مالية

الموضوع:

تكيف آليات سوق الأوراق المالية وفق المتطلبات المالية  
للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة تحليلية لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية-

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

بريش عبد القادر

من إعداد الطالب:

• كروش نورالدين

أعضاء لجنة المناقشة

- الأستاذ ثابت محمد ناصر (المدرسة العليا للتجارة – الجزائر-)..... رئيسا
- الأستاذ بريش عبد القادر (المدرسة العليا للتجارة – الجزائر-)..... مشرفا ومقررا
- الأستاذ براق محمد (المدرسة العليا للتجارة – الجزائر-)..... ممتحنا
- الدكتور فرج شعبان (جامعة أكلي محند الحاج – البويرة-)..... ممتحنا
- الدكتور شيخي بلال (جامعة أمجد بوقرة – بومرداس-)..... ممتحنا
- الدكتور سحنون جمال الدين (المركز الجامعي مرسلني عبد الله - تيبازة-).... ممتحنا

السنة الجامعية: 2015-2016

# اعتذار

لقد صدق القاضي الفاضل عبد الرحيم بن علي البيساني لما قال:

" إني رأيت أنه لا يكتب إنسان كتابا في يومه، إلا قال في غده: لو غير هذا لكان أحسن، ولو زيد كذا لكان يستحسن، ولو قدم هذا لكان أفضل، ولو ترك هذا لكان أجمل. هذا من أعظم العبر، وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر".

# شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين بديع السموات والأرض إذا قضى أمرا فإنما يقول له كن فيكون،  
أحمده على نعمائه وأفضاله، وأشكره على جزيل عطائه وامتنانه، له الحمد في الأولى  
والآخرة، اللهم لا نحصي ثناء عليك أنت كما أثنيت على نفسك، ثم الشكر إلى من أسدى إلي  
من عبادته معروفًا عملاً بقول رسوله عليه أفضل الصلاة والسلام: "لا يشكر الله من لا يشكر  
الناس"، وأخص بالشكر الجزيل أستاذي الفاضل الدكتور / بريس عبد القادر، المشرف على  
هذه الرسالة والذي كان لتوجيهه ورقي تعامله ورفعة أخلاقه أبلغ الأثر في نفسي فكان ذلك  
دافعاً لي للاستمرار في بذل المزيد من الجهد حتى من الله علي بإتمام هذه المذكرة، ثم الشكر  
موصولاً إلى الأساتذة والباحثين الذين أمدوني بأرائهم ومقترحاتهم التي أسهمت في إنجاز  
هذه الرسالة بهذا الشكل وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور براق محمد، كما أتقدم بالشكر إلى كل  
من ساهم أو شارك في تسهيل الطريق إلى ذلك.

مع جزيل الشكر والعرفان لكل من ساهم في هذا البحث من قريب أو بعيد.

## إهداء

إلى من أوصى الله بهما خيرا إلى أمي و أبي

إلى كل أفراد العائلة

إلى كل الأهل والأقارب

إلى كل الأصدقاء والزملاء

جميعا بأسمى معاني التقدير والإخلاص

## الفهرس العام

I	الفهرس العام
X	قائمة الجداول
XIII	قائمة الأشكال
XIV	قائمة الملاحق
XV	الملخص
أ	المقدمة العامة
ب	1- أهداف الدراسة
ب	2- أهمية الدراسة
ج	3- إشكالية الدراسة
ج	4- الفرضيات
د	5- أسباب اختيار الموضوع
د	6- الدراسات السابقة
ز	7- حدود الدراسة
ز	8- منهج البحث
ح	9- هيكل البحث
	الباب الأول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية - تجارب دولية -
1	1.....
3	الفصل الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها
4	4.....
4	المبحث الأول: إشكالية تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
4	4.....
4	1- صعوبات تحديد تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
6	2- معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
9	المطلب الثاني: أهم التعاريف الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
9	1- تعريف الاتحاد الأوروبي
10	2- تعريف دول جنوب شرق آسيا
11	3- تعريف دولة البحرين
11	4- تعريف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
12	5- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- 6- تعريف كندا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 13
- 7- تعريف الصين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 13
- 8- تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 14
- المطلب الثالث: خصائص ومعوقات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 14**
- 1- خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 14
- 2- معوقات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 16
- المبحث الثاني: أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دورها وأهميتها الاقتصادية ..... 17**
- المطلب الأول: أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومجالات نشاطها ..... 17**
- 1- العوامل المؤثرة في اختيار شكل الملكية ..... 17
- 2- الأشكال القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 18
- 3- مجالات نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 20
- المطلب الثاني: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 23**
- المطلب الثالث: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 23**
- 1- الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 23
- 2- الأهمية الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 27
- المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 28**
- المطلب الأول: ماهية التمويل ..... 29**
- 1- تعريف التمويل ..... 29
- 2- أهمية التمويل ..... 30
- 3- أشكال التمويل ..... 30
- المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 32**
- 1- مصادر التمويل قصير الأجل ..... 32
- 2- مصادر التمويل متوسطة وطويل الأجل ..... 34
- المطلب الثالث: العوامل المحددة لاختيار نوع التمويل ..... 39**
- 1- معايير متعلقة بالتوازن لمالي للمؤسسة ..... 39
- 2- معايير متعلقة بأثر الرافعة المالية ..... 40
- 3- الخطر ..... 40
- 4- السيطرة والإدارة ..... 40
- 5- تكلفة مصادر التمويل ..... 40
- 6- التوقيت ..... 41

43.....	الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
44.....	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.....
44.....	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية، مقومات إنشائها، تعريفها ووظائفها.....
44.....	1- مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية.....
45.....	2- تعريف سوق الأوراق المالية.....
46.....	3- وظائف سوق الأوراق المالية.....
48.....	المطلب الثاني: هيكل سوق الأوراق المالية.....
48.....	1- السوق الأولية.....
48.....	2- السوق الثانوية.....
51.....	المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
51.....	1- مفهوم السوق المالي الكفاء.....
51.....	2- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.....
53.....	3- شروط كفاءة سوق الأوراق المالية.....
53.....	4- أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية.....
54.....	المبحث الثاني: الأدوات المالية والمتدخلون في سوق الأوراق المالية.....
54.....	المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
54.....	1- الأسهم العادية.....
59.....	2- الأسهم الممتازة.....
61.....	3- السندات.....
64.....	المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية.....
64.....	1- العارضون للمال.....
64.....	2- الطالبون للمال.....
64.....	3- المؤسسات المالية والسماسة.....
68.....	المطلب الثالث: أوامر البورصة.....
68.....	1- تعريف الأمر.....
68.....	2- المعلومات الواجب توفرها في الأمر.....
68.....	3- أنواع الأوامر في البورصة.....
69.....	المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية.....
69.....	المطلب الأول: ماهية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.....
70.....	1- أسباب اللجوء إلى سوق بديلة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
71.....	2- ماهية السوق البديلة، أهميتها وخصوصيتها.....

- 3- تعريف الدخول إلى البورصة.....72
- 4- مزايا ومساوئ الدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة.....73
- المطلب الثاني: طرق وإجراءات قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة.....74**
- 1- شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة.....74
- 2- إجراءات إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة.....75
- 3- طرق الإدراج في البورصة.....77
- 4- تكلفة لإدراج في السوق البديلة.....78
- المطلب الثالث: تقييم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وسعر الدخول إلى البورصة.....80**
- 1- مفهوم تقييم المؤسسة.....80
- 2- طرق تقييم المؤسسات للدخول إلى البورصة.....81
- 3- ظاهرة تخفيض أسعار الأسهم عند الدخول إلى البورصة.....82
- الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية حول التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....85**
- المبحث الأول: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول ذات التوجه البنكي.....86**
- المطلب الأول: دراسة التجربة الفرنسية.....86**
- 1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا ومساهمتها الاقتصادية.....86
- 2- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية عن طريق السوق المالية.....90
- المطلب الثاني: دراسة التجربة اليابانية للتمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....93**
- 1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اليابان.....94
- 2- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق البديلة.....97
- المبحث الثاني: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بعض الدول ذات التوجه نحو أسواق أس المال.....99**
- المطلب الأول: التجربة الأمريكية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق البديلة.....100**
- 1- وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية.....100
- 2- دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....103
- المطلب الثاني: دراسة التجربة البريطانية.....106**
- 1- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية في الاقتصاد المحلي.....106
- 2- سوق الاستثمارات البديلة البريطانية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....110
- المبحث الثالث: دراسة حالة بعض الدول ذات الأسواق المالية الناشئة.....116**
- المطلب الأول: دراسة التجربة التونسية.....116**
- 1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس ومساهمتها الاقتصادية.....116

- 120.....2- السوق البديلة التونسية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- المطلب الثاني: نتائج واستنتاجات**.....123
- 1- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....123
- 2- وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....124
- 3- شروط إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....125
- 4- وضعية سوق الأوراق المالية الرئيسية.....125
- 5- وضعية السوق البديلة.....126
- الباب الثاني: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية -تحليل سلوك هذه المؤسسات اتجاه البورصة-**.....129
- الفصل الرابع: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**.....130
- المبحث الأول: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**.....131
- المطلب الأول: تطور الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية**.....131
- 1- بعض محاولات تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....131
- 2- الهيئات الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....133
- المطلب الثاني: تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**.....136
- 1- نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....136
- 2- الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....139
- 3- مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.....140
- 4- إنشاء وموت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....141
- المطلب الثالث: المساهمة الاقتصادية والاجتماعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية....**142
- 1- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى التشغيل.....142
- 2- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى القيمة المضافة والنتاج الداخلي الخام.....143
- 3- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنويع الاقتصاد الوطني.....145
- المبحث الثاني: التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**.....146
- المطلب الأول: مراحل تأسيس النظام المصرفي الجزائري وأهم إصلاحاته**.....146
- 1- مرحلة ما قبل قانون النقد والقرض 1990.....146
- 2- قانون النقد والقرض وهيكل الجهاز المصرفي.....150
- 3- تعديلات قانون النقد والقرض.....151
- المطلب الثاني: هيكل النظام المصرفي الجزائري الحالي**.....153
- 1- البنوك التجارية.....153
- 2- المؤسسات المالية.....153

- 3- مكاتب التمثيل ..... 154
- المطلب الثالث: مساهمة البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية..... 156**
- 1- حجم القروض الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني ..... 156
- 2- مساهمة البنوك العامة والخاصة في تمويل الاقتصاد الوطني..... 157
- 3- مساهمة البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ..... 158
- المبحث الثالث: واقع آليات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ..... 161**
- المطلب الأول: الهيئات المسؤولة عن دعم إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة..... 161**
- 1- الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ ..... 161
- 2- الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC ..... 163
- 3- الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ANGEM ..... 165
- المطلب الثاني: الهيئات المسؤولة عن ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة..... 168**
- 1- صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة CGCI-PME ..... 168
- 2- صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة FGAR ..... 170
- الفصل الخامس: السوق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر..... 174**
- المبحث الأول: تقديم عام لسوق الأوراق المالية في الجزائر ..... 175**
- المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر ..... 175**
- 1- مراحل نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر ..... 175
- 2- دوافع إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر ..... 177
- 3- دور سوق الأوراق المالية في الجزائر ..... 177
- المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية في الجزائر ..... 178**
- 1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ..... 178
- 2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ..... 181
- 3- المؤتمن المركزي للسندات ..... 182
- المطلب الثالث: المتدخلون في البورصة وأهم عملياتهم ..... 184**
- 1- المتدخلون في بورصة الجزائر ..... 184
- 2- أوامر البورصة ..... 186
- 3- أنواع التسعير في بورصة الجزائر ..... 187
- المطلب الرابع: واقع نشاط بورصة الجزائر ..... 188**
- 1- حجم وقيمة المبادلات في بورصة الجزائر ..... 188
- 2- الرسملة البورصية لبورصة الجزائر ..... 189

- المبحث الثاني: وضعية أسواق بورصة الجزائر** ..... 191
- المطلب الأول: وضعية السوق الرئيسي لسندات الملكية** ..... 191
- 1- تقديم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر ..... 191
- 2- خصائص العمليات التي تمت على مستوى السوق الرئيسي للأسهم ..... 193
- 3- حجم وقيمة التبادل في بورصة الجزائر ..... 194
- 4- آفاق تطوير سوق الأسهم ببورصة الجزائر ..... 196
- المطلب الثاني: سوق سندات الدين ببورصة الجزائر** ..... 197
- 1- شروط إدراج السندات في بورصة الجزائر ..... 197
- 2- أهم العمليات التي تمت على مستوى سوق السندات ..... 197
- 3- حجم وقيمة التبادل في سوق سندات الدين ..... 199
- المطلب الثالث: سوق سندات الخزينة العمومية** ..... 201
- 1- تعريف سندات الخزينة العمومية ..... 201
- 2- آجال استحقاق سندات الخزينة العمومية ..... 202
- 3- عدد وقيمة سندات الخزينة المدرجة في بورصة الجزائر ..... 202
- 4- التداول على سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر ..... 203
- المبحث الثالث: السوق البديلة في الجزائر وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة** ..... 204
- المطلب الأول: ماهية السوق البديلة في الجزائر** ..... 204
- 1- مشروع إصلاح سوق الأوراق المالية في الجزائر ..... 204
- 2- نشأة سوق الأوراق المالية البديلة ..... 205
- 3- المتعهد بالترقية في البورصة ..... 205
- 4- أهمية سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 206
- المطلب الثاني: شروط وآليات الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة** ..... 207
- 1- شروط الإدراج في السوق الرئيسي وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ..... 207
- 2- إجراءات قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة ..... 209
- 3- تكلفة الدخول إلى البورصة ..... 211
- المطلب الثالث: وضعية السوق البديلة وسبل تنشيطها** ..... 211
- 1- وضعية سوق الأوراق المالية البديلة ..... 212
- 2- أسباب ركود سوق الأوراق المالية البديلة ..... 212
- 3- آليات تنشيط سوق الأوراق المالية البديلة في الجزائر ..... 213

**الفصل السادس: دراسة وتحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل**

217	البورصي
218	المبحث الأول: منهج وأسلوب الدراسة الميدانية
218	المطلب الأول: هدف الدراسة الميدانية ومتغيراتها
218	1- هدف الدراسة الميدانية
218	2- متغيرات الدراسة الميدانية
219	المطلب الثاني: إجراءات الدراسة الميدانية
219	1- مجتمع الدراسة الميدانية
219	2- عينة الدراسة
221	3- تصميم وسائل جمع البيانات
222	المطلب الثالث: فروض الدراسة الميدانية وحدودها
222	1- فروض الدراسة الميدانية
223	2- حدود الدراسة الميدانية
223	المطلب الرابع: إعداد وتصميم الاستبيان
224	1- معلومات حول الجهة المسؤولة عن البحث
224	2- المقدمة
224	3- أسئلة الاستبيان
224	المبحث الثاني: التحليل الوصفي لبيانات الدراسة الميدانية
225	المطلب الأول: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة
225	1- طبيعة ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
226	2- النشاط الممارس من طرف مؤسسات العينة
227	3- عدد عمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة
228	4- عمر المؤسسات المستقصاة
229	5- الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة
230	المطلب الثاني: طبيعة ملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة
231	1- جنس ملاك ومسيري المؤسسات
231	2- عمر ملاك ومسيري المؤسسات
231	3- طبيعة الأشخاص المستقصيين
233	4- المستوى التعليمي لملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة
233	5- الخبرة المهنية لملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة
235	6- درجة التشاور من أجل اتخاذ القرار في المؤسسات المستقصاة

المطلب الثالث: علاقة المؤسسة مع البنك، البورصة وشروطها.....	235
1- علاقة المؤسسات المستقصاة مع البنوك والمؤسسات الداعمة لها .....	235
2- شروط الإدراج في السوق البديلة .....	237
3- معارف ملاك المؤسسات المستقصاة حول البورصة .....	238
4- قرار المؤسسات حول الدخول إلى البورصة .....	239
لمبحث الثالث: التحليل الإحصائي وعرض نتائج واقتراحات الدراسة الميدانية .....	239
المطلب الأول: قياس الثبات والصدق لمتغيرات الدراسة.....	239
1- ماهية ثبات متغيرات الدراسة.....	240
2- صدق متغيرات الدراسة.....	241
3- حساب قيمة معامل الثبات والصدق لاستبيان الدراسة.....	241
المطلب الثاني: اختبار فروض الدراسة الميدانية .....	242
1- الفرضية الأولى.....	242
2- الفرضية الثانية.....	244
3- اختبار الفرضية الثالثة .....	244
4- اختبار الفرضية الرابعة .....	245
5- اختبار الفرضية الخامسة .....	247
المطلب الثالث: نتائج واقتراحات الدراسة الميدانية .....	249
1- نتائج الدراسة الميدانية .....	249
2- اقتراحات الدراسة الميدانية.....	251
الخاتمة العامة.....	255
قائمة المراجع.....	261
قائمة الملاحق.....	272

## قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	المعايير المستخدمة في تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	08
02	تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة	10
03	تعريف دولة البحرين للمؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة	11
04	تعريف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	12
05	تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	13
06	أوجه الاختلاف بين السهم الممتاز والسهم العادي	61
07	المقارنة بين شروط الإدراج في السوق الرئيسي والسوق الثانية على أساس الحجم	74
08	المقارنة بين شروط الإدراج في السوق الرئيسي والسوق الثانية على أساس حملة الأسهم	75
09	أهم النظريات المتعلقة بتكلفة ومكاسب الدخول إلى البورصة	78
10	خصائص المؤسسات الفرنسية مع نهاية سنة 2011	88
11	تطور سوق الأوراق المالية الفرنسية	91
12	تطور عدد المؤسسات المدرجة في ألتريناكس خلال الفترة 2005-2013	92
13	التعريف الياباني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب نوع نشاطها	94
14	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية خلال الفترة 2009-2012	95
15	مجالات نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية خلال سنة 2006	95
16	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية المدرجة في سوق Mothers	98
17	تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	100
18	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ال.و.م.أ خلال الفترة 1991-2008	101
19	عدد المؤسسات في ال.و.م.أ حسب عدد العمال خلال سنة 2008	101
20	مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية خلال سنة 2008	102
21	التعريف البريطاني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	106
22	تقسيم المؤسسات بناء على عدد العمال خلال سنة 2013	107
23	شروط الإدراج في سوق الرئيسية وسوق الاستثمارات البديلة البريطانية	111
24	تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق الاستثمارات البديلة خلال الفترة 1995-2013	113
25	مقارنة ما بين أهم الأسواق المالية البديلة خلال سنة 2006	115
26	تطور عدد المؤسسات الخاصة التونسية خلال الفترة 1996-2013	117

119	مجال نشاط المؤسسات الخاصة التونسية خلال سنة 2013	27
136	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة 2006-2013	28
137	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2006-2013 حسب	29
140	مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الخاصة	30
141	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة الخاصة حسب النشاط وعدد العمال	31
142	تطور عدد العمال حسب نوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	32
144	تطور القيمة المضافة خلال الفترة 2009-2014	33
144	تطور القيمة المضافة خارج قطاع المحروقات في الفترة 2009-2014	34
156	حجم القروض البنكية الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني خلال الفترة 2000-2014	35
158	مساهمة البنوك العامة والخاصة في تمويل الاقتصاد خلال الفترة 2010-2013	36
159	أهم البنوك الممولة للمؤسسات لصغيرة والمتوسطة	37
160	طبيعة المشاريع الممولة	38
161	تطور عدد المشاريع الممولة من طرف ANSEJ إلى غاية 2013	39
162	حجم المشاريع الممولة من طرف ANSEJ ونسبتها	40
163	تطور عدد المشاريع الممولة من طرف ANSEJ حسب قطاع نشاطها	41
164	المشاريع الممولة عن طريق CNAC حسب مجال نشاطها	42
166	توزيع قروض ANGEM حسب فروع النشاط	43
167	تطور حجم العمالة في المؤسسات المنشأة من طرف ANGEM	44
168	تطور عدد المشاريع المضمونة من طرف CGCI-PME حسب طبيعة الاستثمار	45
169	حجم القروض المضمونة من طرف CGCI مع نهاية سنة 2014	46
170	عدد المشاريع المضمونة من طرف CGCI حسب مجال النشاط مع نهاية 2014	47
171	تطور عدد المشاريع المضمونة من طرف FGAR حسب طبيعة الاستثمار	48
172	عدد الضمانات المقدمة من طرف FGAR حسب مجال النشاط حتى 2013	49
188	حجم وقيمة التبادلات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2006-2014	50
190	تطور الرسملة البورصية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2006-2014	51
193	خصائص عمليات الإدراج على مستوى بورصة الجزائر	52
195	حجم التبادل على الأسهم المسعرة في البورصة خلال الفترة 2006-2014	53
195	قيمة التبادل على الأسهم المسعرة في البورصة خلال الفترة 2006-2014	54

198	قيمة القروض السندية خلال الفترة 2004-2014	55
200	حجم التداول في سوق سندات الدين خلال الفترة 2006-2104	56
200	قيمة التداول على السندات المسعرة خلال الفترة 2007-2014	57
202	توزيع سندات الخزينة العمومية حسب آجال استحقاقها	58
203	حجم وقيمة التداول على سندات الخزينة العمومية سنوات 2008-2014	59
207	مقارنة بين شروط الإدراج في السوق الرئيسي وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	60
225	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة حسب طبيعة الملكية	61
226	طبيعة النشاط الممارس من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	62
227	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة حسب عدد عمالها	63
228	عمر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة	64
229	الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة	65
231	عمر ملاك ومسيري المؤسسات المستقصة	66
232	طبيعة الأشخاص المستقصين	67
233	المستوى التعليمي لملاك ومسيري المؤسسات المستقصة	68
243	الخبرة المهنية لملاك ومسيري المؤسسات المستقصة	69
237	رأي مالكي المؤسسات حول شروط الدخول إلى السوق البديلة في الجزائر	70
239	رأي المؤسسات حول الدخول إلى البورصة	71
242	معامل ألفا كرونباخ للدراسة الميدانية	72
243	نتائج اختبار الفرضية الأولى	73
244	نتائج اختبار الفرضية الثانية	74
245	نتائج اختبار الفرضية الثالثة	75
246	نتائج اختبار الفرضية الرابعة	76
248	نتائج اختبار الفرضية الخامسة	77

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
35	مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل	01
87	تطور إنشاء المؤسسات الفرنسية ما بين 2000 و 2011	02
99	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية المدرجة في سوق Mothers	03
106	عدد عمليات الإدراج على أساس حجم الأموال المرفوعة خلال الفترة 1991-2009	04
108	تطور عدد لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية خلال الفترة 2000-2013	05
114	تطور عدد المؤسسات في سوق الاستثمارات البديلة البريطانية ما بين 1995-2013	06
138	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2006-2013	07
140	الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية	08
156	هيكل النظام المصرفي الجزائري مع نهاية 2014	09
157	حجم القروض البنكية الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني خلال الفترة 2000-2014	10
168	تطور حجم العمالة في المؤسسات المنشأة من طرف ANGEM	11
225	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة حسب مجال نشاطها	12
228	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة حسب عمرها	13
230	توزيع المؤسسات المستقصاة حسب طبيعتها القانونية	14
232	طبيعة الأشخاص المستقصين	15
234	الخبرة المهنية للأشخاص المستقصين	16

## قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	رقم الملحق
272	التوزيع الجغرافي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر	01
273	مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بقاعدة البيانات (2230 مؤسسة).	02
275	استبيان حول: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر	03
279	قيمة معامل الثبات للدراسة الميدانية	04

## الملخص

لقد تم من خلال هذا البحث معالجة مشكلة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية، إذ أن هذه الأخيرة ونتيجة للأهمية المتنامية لهذه المؤسسات، فقد استحدثت سوقا مالية بديلة، موجهة خصيصا لها، تراعي ميزاتها خاصة من ناحية شروط الإدراج فيها، وتلبي احتياجاتها المالية على المديين المتوسط والطويل.

عرفت هذه السوق رواجاً مهماً في مختلف الاقتصاديات العالمية، وبالأخص في الدول التي تعتمد على الأسواق المالية في تمويل التنمية المحلية والمؤسسات الاقتصادية. إلا أنه ولحد الساعة، يبقى هذا السوق من دون نشاط يذكر في الجزائر، نتيجة لمحدودية السوق الرئيسي، غياب الثقافة البورصية لدى ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعامة الجمهور على حد سواء.

وفي الأخير، ومن خلال الدراسة الميدانية، أمكن الوصول إلى مجموعة من العوامل التي تسهم في تحديد قرار المؤسسة بالدخول إلى السوق البديل من عدمه، والتي من أهمها مدة ممارستها للنشاط، الخبرة المهنية لمالكها (مسيرها)، قبول دخول مساهمين جدد، امتلاك مالك المؤسسة لمعلومات كافية حول البورصة وسيرها وكذا الأوراق المالية المتداولة فيها وتعتبر الشروط المفروضة للدخول إلى السوق البديلة سهلة التحقيق.

**الكلمات المفتاحية:** المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سوق الأوراق المالية البديلة، الدخول إلى البورصة، الأوراق المالية، التمويل.

المقدمة العامة

## المقدمة العامة

أصبحت سوق الأوراق المالية تكتسي مكانة جد هامة في عملية التنمية الاقتصادية على مستوى مختلف الاقتصاديات العالمية، وهذا من خلال الدور الذي تقوم به، وخاصة ما تعلق بتحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي التي تحتاج إلى الأموال من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية وتوسيع نشاطها، بالإضافة إلى أنها تساهم في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة بما يتماشى وتحقيق النمو الاقتصادي والرفاهية لكل أفراد المجتمع.

ونظرا لهذه الأهمية، قامت الجزائر بإنشاء سوق للأوراق المالية على غرار باقي دول العالم، وقد جاء إنشاؤها في إطار الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية التي باشرتها الجزائر منذ مطلع التسعينيات من القرن العشرين عن طريق إصدار مجموعة من التشريعات والتنظيمات، وهذا بغية إنعاش الاقتصاد الوطني وتوفير مصادر تمويلية للاقتصاد بالاستفادة من الآليات التي تتيحها سوق الأوراق المالية فيما يخص تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، وهذا بالاعتماد على شبكة من الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها وتديرها وتقوم بتهيئتها للوحدات الباحثة عن رؤوس الأموال.

ومع تزايد دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات العالمية، سواء من حيث عددها أو مساهمتها على مختلف المستويات الاقتصادية والاجتماعية (الإنتاج الوطني والقيمة المضافة، فتح مناصب شغل والتقليل من نسب البطالة، رقم الأعمال، توفير متطلبات المجتمع... إلخ)، قامت مختلف الدول بتكييف آليات سوق الأوراق المالية بتبني مجموعة من الآليات الموجهة خصيصا لهذه المؤسسات.

وفي هذا الإطار، تعد سوق الأوراق المالية البديلة من بين التحديثات المالية التي تم تبنيها على مستوى الساحة المالية العالمية من قبل الدول المتقدمة، والتي تعد فيها سوق الأوراق المالية مؤشرا حقيقيا عن مدى قوة واستقرار اقتصادياتها، ليمت فيما بعد توسيع هذا الخيار إلى مختلف الاقتصاديات العالمية الناشئة والسائرة في طريق النمو على حد سواء، وهذا خدمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتسهيل وصولها إلى مصادر تمويلية جديدة، تلبي حاجياتها وتعزز من فرص نموها وتوسعها، الأمر الذي يعود بالإيجاب على الاقتصاد ككل.

ورغم أن سوق الأوراق المالية الجزائرية لم تؤد الدور المنوط بها منذ إنشائها بداية التسعينيات، ولم تعرف سوى دخول عدد جد محدود من المؤسسات الاقتصادية إليها لعدة أسباب أهمها عزوف المؤسسات الاقتصادية العامة منها والخاصة عن هذا البديل التمويلي المهم وغياب ثقافة بورصية للمؤسسات والأفراد على حد سواء، إلا أن الجزائر واکب التطورات المالية على مستوى سوق الأوراق المالية في العالم، وقامت بإنشاء وعاء خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة الجزائر، بغية زيادة نشاط البورصة ككل، هذا من جهة، ومن جهة أخرى توفير البيئة المناسبة لنشاط ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإيجاد حلول لمختلف مشاكلها خاصة تلك المتعلقة بتوفير الأموال الضرورية لها.

**1- أهداف الدراسة**

تسعى هذه الدراسة إلى إدراك جملة من الأهداف، والتي يمكن ترتيبها كآتي:

- عرض مختلف الآليات التي تتيحها سوق الأوراق المالية من أجل تخفيف حدة المشاكل التمويلية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وكذا أهم ميزاتهما من حيث تكلفة التمويل، المخاطرة ومدى ملاءمتها لهذا النوع من المؤسسات.
- تسليط الضوء وتحليل بعض التجارب الدولية الخاصة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية على المستوى العربي والدولي، من أجل الوقوف على نقاط القوة والضعف في كل تجربة وإسقاط ذلك على التجربة الجزائرية.
- تحديد مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الاقتصاد الوطني، مساهمتها في التنمية الاقتصادية وكذا التخفيف من حدة المشاكل الاجتماعية.
- دراسة تجربة إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في سوق الأوراق المالية البديلة (إن وجدت).
- دراسة سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر اتجاه التمويل عن طريق البورصة من أجل محاولة فهم الأسباب الحقيقية التي تعيق هذه الأخيرة عن الدخول إلى البورصة (إصدار أسهم أو سندات) والتي تعد من بين أهم مصادر تمويل التنمية على المستوى الدولي.

**2- أهمية الدراسة**

أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقوم بدور محوري في الاقتصاديات الحديثة لمختلف الدول، وتزايدت أهميتها نظرا لمساهمتها المتزايدة في الناتج الداخلي الخام وعملها على القضاء على البطالة وتحسين الأوضاع الاجتماعية، إلا أنها وكباقي أنواع المؤسسات الأخرى، تعاني من مشاكل متعددة ولعل أهمها تلك المتعلقة بالتمويل وتوفير مصادر مالية من أجل مواصلة النشاط وتوسيعه، ومع ازدياد هذه الحاجات التمويلية لم تعد المصادر التقليدية (وخاصة القروض البنكية) تفي بالغرض خاصة وأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير قادرة على تقديم ضمانات كافية من أجل الحصول على هذه القروض (خاصة في ظل محدودية أصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة). ومن هذا المنطلق، بات لزاما عليها البحث عن مصادر تمويلية أخرى تراعي ميزاتها وخصائصها (نوع النشاط، هيكل رأس المال،... إلخ).

وفي ظل هذه الظروف، تم اللجوء إلى سوق الأوراق المالية التي تم تكييف آلياتها بما يتناسب والحاجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط والطويل، ويتوافق وخصوصياتها والدور الاقتصادي المنوط بها. وهذا من أجل العمل على ترقيتها وتطويرها إيماناً بالدور الفعال الذي باتت تكتسيه في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول.

وعليه، جاء هذا البحث لتسليط الضوء على مختلف الآليات التي تتيحها سوق الأوراق المالية من أجل تلبية الحاجيات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا مدى ملاءمتها لطبيعة هذه المؤسسات. هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى معرفة الأسباب الحقيقية التي تحول دون استجابة واسعة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول في بورصة الجزائر من خلال دراسة تحليلية عن طريق قائمة أسئلة موجهة لمالكي ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**3- إشكالية الدراسة**

ومن خلال العرض السابق، يمكن صياغة إشكالية البحث في السؤال الرئيسي الآتي: **كيف يمكن لسوق الأوراق المالية في الجزائر أن توفر التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يتوافق وخصوصيتها؟**

ولتبسيط الإشكالية الرئيسية وتوضيح معالمها يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- كيف تساهم سوق الأوراق المالية في توفير تمويل مناسب وملائم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- ما مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المستوى العربي والدولي؟
- كيف تم تكيف آليات سوق الأوراق المالية في الجزائر للتوافق مع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- ما مدى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في النشاط الاقتصادي الوطني؟ وما هي أهم المعوقات التي تواجهها؟
- ما مدى استجابة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للدخول إلى بورصة الجزائر؟
- ما هي مختلف الأسباب التي تحول دون دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة الجزائر؟

**4- الفرضيات**

وللإجابة عن السؤال الرئيس يمكن طرح الفرضية الرئيسية الآتية:

تمكن سوق الأوراق المالية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تحصيل الأموال الضرورية لمواصلة نشاطها وتوسيع رقعة استثماراتها، وهذا من خلال تبسيط الشروط المتعلقة بإدراج أسهم جديدة والتي عادة لا يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستجابة لها كليا، أو من خلال استحداث أدوات مالية جديدة تكون موافقة لخصائص ومميزات هذه الأخيرة.

كما يمكن عرض مجموعة من الفرضيات الجزئية كما يلي:

- تسمح سوق الأوراق المالية بتوفير عدة فرص لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا من خلال منتجات مالية خاصة تمكنها من تخفيض تكلفة التمويل مقارنة بالبدائل الأخرى.
- تختلف نسب اعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية باختلاف التطور الاقتصادي لكل دولة على حدى وبالأخص تطور وتكيف سوق الأوراق المالية.
- واكبت سوق الأوراق المالية في الجزائر الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على غرار مختلف الدول، وهذا من خلال استحداث وعاء في بورصة الجزائر مخصص لهذا النوع من المؤسسات.
- ما زالت مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ضعيفة في الاقتصاد الوطني نظرا لعدة عراقيل تواجهها متعلقة أساسا بإنشائها، تمويلها وكذا قدرتها التنافسية.
- يمكن التنبؤ بأن استجابة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للدخول إلى البورصة ستكون ضعيفة على غرار باقي المؤسسات.

- الركود الذي تتميز به السوق المالية في الجزائر، إضافة إلى الشروط الخاصة بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونقص الوعي لدى مالكي ومسيري هذا النوع من المؤسسات، كلها أسباب تؤدي إلى نقص استجابة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتمويل البورصي في الجزائر.

## 5- أسباب اختيار الموضوع

ينبع اختيار هذا البحث كموضوع للدراسة لعدة أسباب موضوعية وذاتية، وهي كالآتي:

- المواصلة في بحث مذكرة الماجستير،<sup>1</sup> حيث سيتم التركيز على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية والآليات التي تم تكييفها خصيصا لذلك، وهذا من خلال عرض مختلف الشروط الضرورية للإدراج في البورصة وكذا أهم المعوقات التي تحول دون الاستفادة من مميزات هذا النوع من التمويل.

- يتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بالحدائثة، حيث لم يرق إلى ما كان متوقعا منه خاصة من حيث تعبئة الادخار العام وإعادة توجيهه إلى المؤسسات ذات العجز التمويلي، وعليه جاءت هذه الدراسة من أجل تسليط الضوء على أسباب عزوف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن هذا البديل التمويلي، ومحاولة طرح بعض الحلول التي من شأنها إعطاء حركية تساهم في لعب البورصة الجزائرية الدور المحوري الذي أنشئت من أجله، خاصة فيما يتعلق بجمع وتعبئة المدخرات المحلية والمساهمة في تمويل المشاريع الكبرى والتنمية المحلية في ظل الاضطرابات التي تعرفها أسعار البترول.

- قلة الدراسات والبحوث التي تناولت سوق الأوراق المالية كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والذي يمكن أن يوفر موارد ضخمة من شأنها المساهمة في تنمية وتطوير هذا النوع من المؤسسات بصفة خاصة وإنعاش الاقتصاد الوطني بصفة عامة.

- الاهتمام الشخصي بالبحث في مجال الأسواق المالية بصفة عامة، والذي يعتبر من بين الآليات ذات الأهمية في الاختصاص المدروس (مالية).

## 6- الدراسات السابقة

من خلال التتبع النظري تبين أن هناك مجموعة من الدراسات التي اهتمت بموضوع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسوق الأوراق المالية، ويمكن ذكر جزء منها فيما يلي:

✓ دراسة الطالب: كروش نورالدين (المدرسة العليا للتجارة، ماي 2012)، مذكرة ماجستير، مقدمة بعنوان "عرض الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الاقتصادية بالجزائر- دراسة حالة مؤسسة آليانس للتأمينات". - جاءت هذه الدراسة لإبراز الدور التمويلي لبورصة الجزائر، ومدى استفادة المؤسسات الاقتصادية منها، وهذا من خلال دراسة مجموعة من العمليات التي تمت على مستوى البورصة سواء من خلال طرح سندات أو أسهم للاكتتاب العام، كما تم من خلالها دراسة دقيقة لعملية رفع رأس مال مؤسسة آليانس للتأمينات من خلال الاكتتاب العام. وكان من بين أهم نتائجها ما يلي:

<sup>1</sup> قام الطالب بالبحث في هذا الموضوع من خلال مذكرة الماجستير، تخصص مالية، والتي جاءت بعنوان "عرض الأوراق المالية

كأداة لتمويل المؤسسات الاقتصادية بالجزائر- دراسة حالة مؤسسة آليانس للتأمينات"-، المدرسة العليا للتجارة، 2012.

- توفر السوق المالية عدة آليات لتمويل الاقتصاد بصفة عامة والمؤسسات بصفة خاصة، ومن بينها عملية النداء العمومي للادخار، سواء تعلق الأمر بعرض سندات (دين) أو أسهم (حقوق ملكية) للاكتتاب العام.
- تميزت عمليات الاكتتاب التي تمت على مستوى بورصة الجزائر بالنجاح من خلال بيع كل الأسهم أو السندات المطروحة للبيع، وبالتالي جمع الأموال الضرورية لتحقيق استمرارية المؤسسة وتوسيع أنشطتها.
- كان أغلب المكتتبين في الإصدارات ذات الاكتتاب العام (سواء تلك الخاصة بالأسهم أو السندات) من الجمهور الواسع (الأفراد الطبيعيين)، وهو ما يبرز مدى تعطش الأفراد الطبيعيين إلى هذا النوع من الاستثمار. هذا الطلب المتزايد من الأفراد قوبل بتعديل الحصص الأولية الموجهة لهم من طرف المؤسسات كما أن الإعفاءات الضريبية على الفائدة المحصلة وفائض القيمة عند البيع ساهمت في الأخرى في تحفيز الأفراد على الاكتتاب.
- يوجد فرق واضح وذو دلالة على مستوى الاكتتاب من ولاية لأخرى، وخاصة الجزائر العاصمة، ويرجع ذلك إلى اختلاف الثقافة البورصية من ولاية لأخرى إضافة إلى تركيز المديرية العامة لأهم البنوك والمؤسسات المالية على مستوى العاصمة.
- كتنقيح لعملية رفع رأس مال مؤسسة آيانس للتأمينات، يمكن القول بأنها كانت ناجحة، حيث تم رفع الأموال المبرمجة في الأجل المحددة مع تنويع حملة الأسهم الجدد بين الأفراد الطبيعيين (فاقت حصتهم % 74,43 من مجموع الأسهم المعروضة للاكتتاب العام)، المؤسسات المالية والبنوك، عمال المؤسسة والأشخاص المعنويين. وقد تم تسجيل فائض في الطلب يقارب 38 % رغم أنها أول مؤسسة خاصة تعرض أسهمها للاكتتاب العام، ما يعني الرغبة لدى الفرد الجزائري في توظيف أمواله على مستوى البورصة.
- ✓ دراسة الباحث يوسف قريشي (جامعة الجزائر -كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- جانفي 2005)، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية بعنوان "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-دراسة ميدانية"، تهدف هذه الدراسة إلى تفسير سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتحليل سلوكها التمويلي للوقوف على أهم المحددات التي تفسر بناء هيكلها التمويلية وكذا إبراز السمات العامة فيما يتعلق بسياسة التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال دراسة ميدانية، وكان من بين أهم نتائجها ما يلي:
- تحتل نظرية الوكالة ودورة الحياة والانتقاط التدريجي للتمويل أهمية بالغة في تفسير اختيارات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التحليل الميداني أكد على خصوصية هيكل الملكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (فمستوى الاقتراض يتحدد في الغالب تبعاً إلى القدرات الشخصية للمسير على تحمل المخاطر المالية) وكذلك أهمية مصادر التمويل الأخرى غير البنكية.
- يتم الاختيار بين الاقتراض والأموال الخاصة بناء على عدة متغيرات أهمها المردودية، حجم المؤسسة، معدل النمو وطبيعة القطاع، وهذا ما يؤكد نظرية الانتقاط التدريجي للتمويل.
- وجود علاقة عكسية بين معدل الاقتراض الطويل الأجل وكلا من حجم المؤسسة ونوعية قطاع الفندقة، في حين وجدت علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ونوعية قطاع التجارة.
- علاقة طردية بين معدل الاقتراض القصير الأجل وكلا من متغير مستوى الضمانات ونوعية قطاع الخدمات، بينما وجدت علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع و متغير النمو وبناء على ذلك خلص إلى نتيجة مفادها رفض الفروض الصفرية للدراسة الحالية.

✓ دراسة الباحث لخلف عثمان (جامعة الجزائر -كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003-2004)، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية بعنوان " واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتنميتها دراسة حالة الجزائر"، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تأثير التحولات الاقتصادية العالمية على الدور الذي يمكن أن تلعبه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خصوصا بالنسبة للجزائر من خلال التحول الذي عرفه اقتصادها، بانتقاله من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق وكيف يمكن لهذه المؤسسات أن تصبح الأداة المفضلة لتحقيق أسباب نجاح البرامج التنموية المسطرة وكذا مدى تأثير الإجراءات وأساليب تنشيط إنشاء وتدعيم المؤسسات التي انتهجتها مختلف البلدان، ومنها الجزائر على تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيها وما هي قدرتها على مواجهة تحديات عصر العولمة وما يحمله من منافسة. وكان من بين أهم نتائجها ما يلي:

- تعتبر المؤسسات الصغيرة منفذا خصباً لتدعيم اقتصاديات الدول عامة والدول النامية خاصة، وقد كان للتحولات الاقتصادية وما صاحبه من عولمة للاقتصاد أثرا إيجابيا على تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- تعتبر إستراتيجية التنمية المتبعة في الجزائر عائقا على تطور ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- أثرت الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر تأثيرا إيجابيا على ظهور وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة التابعة منها للقطاع الخاص.

- يبقى تدخل الدولة في مجال سياسة تنمية وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دون المستوى المنتظر منه.

✓ دراسة الباحث عبد الوهاب دادن، والتي جاءت بعنوان **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، حيث تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الجدل القائم حول أمثلية هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها ظاهرة ذات خصوصيات اقتصادية ومالية، وقد خلص هذا البحث إلى أنه لا يمكن الحكم على السلوك التمويلي لهذه المؤسسات بناء على نظرية معينة، ذلك أن المؤسسة في ديناميكية مستمرة، وسلوكها التمويلي يختلف من مرحلة إلى أخرى، الشيء الذي يجعل من الاستناد إلى نظرية معينة أمرا غير ممكن.

✓ دراسة كلود بكلو وأمانوال بيينا، والتي جاءت بعنوان **التمويل عن طريق رأس مال المخاطر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مختلف البدائل التمويلية المتاحة أمام هذه المؤسسات، إضافة إلى مكانة رأس المال المخاطر بين هذه البدائل. ومن خلال هذه الدراسة توصل الباحثان إلى أن التمويل البنكي يعد من أهم البدائل المستعملة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. أما بالنسبة للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر فهو من الصيغ التي تسمح بضمان نوع من الثقة بين مختلف شركاء هذه المؤسسات، كما أنه لا يعتبر فقط وسيلة لتمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، بل هو وسيلة حقيقية لمراقبة وتطوير هذه المؤسسات التي تتمتع بمستويات نمو مرتفعة.

✓ دراسة يفاس مانسيون وأن دمارتين، والتي جاءت بعنوان **المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والدخول إلى السوق المالية في فرنسا**، تهدف هذه الدراسة إلى توضيح التكييفات التي أدخلت على السوق المالية ليتوافق والحاجيات المالية لهذه المؤسسات، من خلال سوق ألترناكس وتخفيف شروط الإدراج المعمول بها في السوق الرئيسية لتتوافق وخصوصية هذه المؤسسات. ومن خلال هذه الدراسة توصل الباحثان إلى أن الإصلاحات التي مست السوق المالية في فرنسا والتي تخص تسهيل دخول المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة إلى البورصة كانت بهدف تحديد الإطار القانوني والتنظيمي لهذه الفئة الخاصة من المؤسسات، هذا من جهة، ومن جهة أخرى من أجل مرافقة هذه المؤسسات بشكل أفضل طيلة فترة تواجدها في البورصة.

## 7- حدود الدراسة

يمكن تحديد مجال وحدود البحث بالأبعاد الثلاثة الآتية:

### 7-1- الحدود الموضوعية

تهتم هذه الدراسة بعرض المفاهيم المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسوق الأوراق المالية الرئيسي والبدلي، حيث تعمل على عرض الفرص التمويلية التي تتيحها هذه الأخيرة لهذه المؤسسات، خاصة في ظل الصعوبات التمويلية التي تواجهها، كما سيتم عرض مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحياة الاقتصادية للدول المتقدمة والسائرة في طريق النمو بصفة عامة والجزائر بصفة خاصة، وكذا سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتجاه الدخول إلى بورصة الجزائر.

### 7-2- البعد الزمني

تمتد فترة الدراسة من تاريخ نشأة بورصة الجزائر أي بداية سنوات التسعينيات، والى غاية سنة 2015، حيث سيتم تناول تطور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نشأة وتطور بورصة الجزائر، وكذا عمليات الاكتتاب العام التي قامت بها مختلف المؤسسات الاقتصادية العامة منها والخاصة على مستوى السوق.

### 7-3- البعد المكاني

سيتم التركيز في هذا البحث على دراسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة في مجموعة من الدول المتطورة والسائرة في طريق النمو، مع التركيز على حالة الجزائر.

### 8- منهج البحث

تقتضي طبيعة البحث المزاوجة ما بين المنهج الوصفي من خلال الجانب النظري، حيث سيتم عرض التعاريف المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومختلف ميزاتها وتصنيفاتها، أهميتها الاقتصادية، والتمويل ومختلف صيغته وتكلفة كل بديل على حدى، وكذا المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية ومختلف البدائل التمويلية التي تتيحها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمنهج التحليلي من خلال عرض واقع استخدام هذه الوسائل التمويلية من طرف المؤسسات الجزائرية، وتشخيص ميزاتها ونقائصها. كما سيتم الاعتماد على منهج دراسة الحالة، من أجل تحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل البورصي، حيث سيتم اختيار عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بطريقة عشوائية من أجل جمع البيانات الأولية عن طريق قائمة استقصاء موجهة لمالكي ومسيري هذا النوع من المؤسسات، ومن ثم تحليلها باستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS)، وهذا بغية الوصول إلى اختبار فروض الدراسة وعرض النتائج النهائية للبحث.

**9- هيكل البحث**

لمعالجة الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف سالفة الذكر، سيتم تقسيم هذا البحث إلى بابين، جاء الباب الأول بعنوان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية - دراسة تجارب دولية-، والذي سيتم تقسيمه بدوره إلى ثلاثة فصول، سيتناول الأول منها التعريف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أشكالها، دورها وأهميتها الاقتصادية وكذا مختلف مصادر تمويلها. أما الفصل الثاني فسيأتي بعنوان سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تعريف سوق الأوراق المالية، تبيان دورها وأهميتها الاقتصادية، هيكلتها ومقومات إنشائها، كفاءتها وأهم المتدخلين في السوق، وكذا آليات إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديل. أما الفصل الثالث فسيكون لإلقاء الضوء على تجارب بعض الدول المتقدمة والسائرة في طريق النمو فيما يخص التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في صورة فرنسا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وتونس.

أما الباب الثاني فسيأتي بعنوان التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - تحليل سلوك هذه المؤسسات اتجاه البورصة-، حيث سيتم تقسيمه هو الآخر إلى ثلاثة فصول، سيتناول الأول منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من خلال عرض وضعية هذه المؤسسات، تطورها ومساهماتها على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي، تمويلها ومختلف آليات دعمها وتطويرها. أما الفصل الثاني فسيكون بعنوان السوق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث سيتم عرض نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في الجزائر، الهيئات المنظمة لها وأهم المتدخلين فيها، وضعية السوق وماهية سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. أما الفصل الأخير فسيخصص لتحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة الجزائرية من خلال عرض منهجية الدراسة الميدانية، تحليل البيانات وعرض أهم النتائج لمتوصل إليها.

**الباب الأول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن  
طريق سوق الأوراق المالية  
- دراسة تجارب دولية-**

**الفصل الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها؛**

**الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛**

**الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية حول التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**

## الباب الأول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية - تجارب دولية-

## مقدمة الباب الأول

تسعى مختلف دول العالم جاهدة إلى تحقيق التطور والانتعاش الاقتصادي من خلال معدلات نمو معتبرة في اقتصادياتها وتجنب الدخول في حالة الركود الاقتصادي التي من شأنها التأثير على مختلف المجاميع الاقتصادية للدولة، وتهديد استقرارها وسلمها الاجتماعي، وكذا وضعيتها الخارجية اتجاه مختلف المتعاملين الاقتصاديين.

وقد انتهجت في ذلك مختلف السبل والآليات، والتي من أحدثها تبني سياسة اقتصادية قائمة على تشجيع وتطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لما لها من أهمية بالغة في تحقيق مختلف احتياجات أفراد المجتمع من السلع والخدمات وعبر كامل التراب الوطني باعتبارها آلية لتوزيع الإنتاج وخلق نوع من التوازن في توزيع الصناعات، كما أنها تسهم في رفع القدرة الإنتاجية للاقتصاد، وبالتالي المساهمة في رفع القيمة المضافة الإجمالية وكذا الناتج الوطني الذي يعد من بين أهم مقاييس النمو الاقتصادي.

إلا أنها، وكغيرها من المؤسسات الاقتصادية الأخرى، تعاني من بعض المشاكل الراجعة أساسا إلى ميزاتها وخصوصياتها الفريدة، والمتمثلة في قلة رأس مالها من جهة، ومحدودية نشاطها وقلة عدد عمالها من جهة أخرى، ومن بين أهم المشاكل التي تعترضها وتعيق نموها وتطورها تلك المتعلقة بالحصول على التمويل اللازم لها، إذ أن مواردها الذاتية محدودة ولا تكفي لتحقيق برامجها وخططها المستقبلية، كما أن الحصول على قروض بنكية تشوبه العديد من الصعوبات نظرا لانعدام الضمانات ما يجعل من التمويل البنكي ذو تكلفة مرتفعة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

وإيماننا من مختلف الدول بدورها الاقتصادي المهم، فقد تم استحداث عدة آليات وصناديق وهيئات مهمتها ترقية وتطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير التمويل اللازم لها بضمان القروض المقدمة لها من مختلف المؤسسات المالية، وهذا بغية مساعدتها على التقليل من حدة احتياجاتها المالية.

ومن بين آخر ما استحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو إنشاء سوق للأوراق المالية، مكيف للاستجابة لحاجاتها التمويلية مع مراعاة خصوصية هذا النوع من المؤسسات. حيث أصبح بإمكانها طرح مختلف أوراقها المالية للاكتتاب العام سواء بالنسبة للمؤسسات الناشطة فعليا -بغية رفع رأس مالها- أو تلك التي هي في طور التأسيس، وهو ما يسمح لها برفع أموال مهمة من شأنها المساهمة في تطوير وتفعيل الدور الاقتصادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وعليه جاء هذا الباب الأول من هذه الرسالة لإلقاء الضوء على المفاهيم المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا دورها وأهميتها في الحياة الاقتصادية. المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية وكيفية تمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأخيرا لدراسة بعض الحالات الدولية المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية، وهذا من خلال الفصول الثلاثة الآتية:

**الفصل الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها؛**

**الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛**

**الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية حول التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**

## الفصل الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها؛

المبحث الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

المبحث الثاني: أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دورها وأهميتها الاقتصادية؛

المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## الفصل الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها

### المقدمة

أصبح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور رائد في الاقتصاديات الحديثة والمعاصرة لكل دول العالم، وباختلاف التطور الاقتصادي لكل بلد، وهذا من خلال الدور الاقتصادي والاجتماعي الذي تمارسه بمساهماتها الكبيرة في الناتج الإجمالي للدولة، وفي إحداث مناصب شغل جديدة والتقليص من حدة البطالة -على سبيل المثال، توظف المؤسسات التي يقل عدد عمالها عن 50 عاملا في فرنسا ما نسبته 98,8% من إجمالي المؤسسات وتوظف ما يزيد عن 50% من العمال-<sup>1</sup> بالإضافة إلى اعتبارها كأحد أهم مصادر الابتكار والريادة في مجال الأعمال.<sup>2</sup>

إن هذا الدور الفعال الذي تقوم به في الاقتصاديات الحديثة، لا يلغي الأخطار التي تواجهها وتهدد استمراريتها، فالمحيط الاقتصادي، الاجتماعي والقانوني الذي تنشط فيه معقدا بصفة كبيرة، وكذلك الأمر بالنسبة للبعد الدولي (المشتريات، المنافسين، الأسواق)، فقد أصبح لا مفر منه حتى بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، ناهيك عن التطور التكنولوجي الكبير وتغير أذواق المستهلكين<sup>3</sup>. كل هذه العوامل وجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التعامل معها بحذر والتكيف على أساسها ومحاولة الاستفادة منها وتجنب سلبياتها.

وسيتم من خلال هذا الفصل استعراض المفاهيم المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إبراز مختلف المعايير المعتمدة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الصعوبات التي تحول دون وجود تعريف موحد وكذا أهم التعاريف لهذا النوع من المؤسسات، بالإضافة إلى أهم خصائصها وميزاتها، والمعوقات التي تواجه تطورها.

أما المبحث الثاني، فقد خصص لمناقشة أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا الأهمية الاقتصادية الكبيرة التي باتت تكتسبها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال مساهمتها في التنمية المحلية، في مجال المقاوله من الباطن وكذا مساهمتها الكبيرة في مجال الإبداع والابتكار.

في حين خصص المبحث الثالث لدراسة مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا أهم العوامل المحددة لاختيار نمط التمويل المناسب.

<sup>1</sup> Olivier Torrès, « Pour une approche contingente de la spécificité de la PME », Revue internationale P.M.E., vol. 10, n° 2, 1997, P : 11.

<sup>2</sup> طاهر محسن منصور الغالبي، إدارة وإستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 24.

<sup>3</sup> Alain MEUNIER, PME: les stratégies du succès, Dunod, Paris, 2007, P : 2.

## المبحث الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر محاولة إعطاء الباحثين والمهتمين بشؤون تنمية وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمفهوم موحد ووضع الحدود الفاصلة بينها وبين بقية أنواع المؤسسات من الصعوبة بمكان لعدم الاتفاق المسبق على تعريف موحد.

وعليه، سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى الصعوبات التي تحول دون تحديد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تحديد المعايير المعتمدة في تعريفها مع إعطاء جملة من التعاريف المعتمدة من طرف أهم دول العالم والمنظمات الدولية، كما سيتم إبراز أهم خصوصياتها والمعوقات التي تحول دون تطورها وتوسعها.

### المطلب الأول: إشكالية تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يرجع عدم اتفاق جميع الأطراف والجهات المهتمة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تعريف موحد إلى الاختلاف الكبير في طبيعة النظرة التي يتبناها كل طرف في تحديد دور هذه المؤسسات، وسبل النهوض بها وترقيتها، وكذا اختلاف مكان ومجال ممارسة النشاط الاقتصادي.<sup>1</sup> وفي هذا السياق، توجد العديد من المقاربات المعتمدة في تحديد تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.<sup>2</sup>

ويتم من خلال هذا المطلب، استعراض أهم الصعوبات التي تحول دون وجود تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا أهم المعايير المستخدمة في تحديد حجمها، ومن ثم عرض لأهم التعاريف المتداولة لهذا النوع من المؤسسات وكذا تعريف المشرع الجزائري للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

#### 1- صعوبات تحديد تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن إرجاع الصعوبات التي تواجه الأطراف والجهات المهتمة بالبحث في مجال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في وضع تعريف موحد لها إلى العوامل الرئيسية الثلاث الآتية:

- عوامل اقتصادية؛
- عوامل تقنية؛
- عوامل سياسية.

#### 1-1-1-1 عوامل اقتصادية

وتضم ما يلي:<sup>3</sup>

#### 1-1-1-1-1 اختلاف مستويات النمو

ويتمثل في التطور اللامتكافئ في مستويات النمو والمستوى التكنولوجي بين مختلف دول العالم، فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، اليابان أو أي بلد صناعي آخر

<sup>1</sup> رابح خوني ورقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص: 16.

<sup>2</sup> Nadine LEVRATTO, Les PME: définition, rôle économique et politiques publiques, De boeck, Bruxelles, Belgique, 1<sup>er</sup> édition, 2009, P : 21.

<sup>3</sup> رابح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 16-18.

يمكن اعتبارها كبيرة في بلدان أخرى نامية أو سائرة في طريق النمو كالجائر، سوريا أو السنغال. كما أن شروط النمو الاقتصادي والاجتماعي تتباين من فترة إلى أخرى، فما يسمى مؤسسة كبيرة الآن قد تصبح مؤسسة صغيرة أو متوسطة في فترة لاحقة.

انطلاقاً من هذا، تظهر صعوبة تحديد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كل دول العالم، حيث أن كل دولة تعتمد تعريفاً خاصاً بها يواكب مستوى تطورها الاقتصادي، الاجتماعي والتكنولوجي.

### 1-1-2- تنوع الأنشطة الاقتصادية

يغير تنوع الأنشطة الاقتصادية في أحجام المؤسسات ويميزها من فرع لآخر، فالمؤسسات التي تعمل في مجال الصناعة غير المؤسسات التي تعمل في مجال التجارة، ونفس الأمر بالنسبة لتلك المؤسسات التي تعمل في مجال الخدمات وهكذا، ويمكن بالتالي تصنيف المؤسسات الاقتصادية إلى:

- **القطاع الأولي:** يجمع تلك المؤسسات المتخصصة في الزراعة (الفلاحة) بمختلف أنواعها ومنتجاتها، وتربية المواشي، بالإضافة إلى أنشطة الصيد البحري... الخ

- **القطاع الثاني:** تتمثل في قطاع الصناعة، أي المؤسسات الصناعية، وهي مختلف المؤسسات التي تعمل على تحويل المواد الطبيعية أساساً إلى منتجات قابلة للاستعمال أو الاستهلاك النهائي أو الوسيط، وتشمل بعض الصناعات المرتبطة بتحويل المواد الزراعية إلى منتجات غذائية وصناعية مختلفة، بالإضافة إلى صناعات تحويل وتكرير المواد الطبيعية من معادن وطاقات وغيرها (الصناعات الاستخراجية).

- **القطاع الثالث:** يتمثل في المؤسسات الخدمية، أي المؤسسات المنتجة للخدمات (التوزيع، النقل، السياحة، البنوك، التأمين،...)

يختلف تصنيف المؤسسات حسب هذه القطاعات بسبب اختلاف حاجة كل قطاع إلى العمالة ورأس المال، فالمؤسسات الصناعية بحاجة أكبر إلى رؤوس أموال ضخمة لإقامة استثماراتها أو توسعتها، وتحتاج إلى يد عاملة كثيرة مؤهلة ومتخصصة، الأمر الذي لا يطرح بنفس الحدة في المؤسسات التجارية أو الخدمية. أما على المستوى التنظيمي، فالمؤسسات الصناعية وبغرض التحكم في أنشطتها بحاجة إلى هيكل تنظيمي أكثر تعقيداً يتم في ظله توزيع المهام وتحديد الأدوار والمستويات لاتخاذ القرارات، لكن المؤسسات التجارية لا تحتاج إلى نفس المستوى التنظيمي المعقد.

وهذا ما يبرز -في ظل هذه المعطيات- الصعوبة المصاحبة لمحاولة تحديد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 1-1-3- اختلاف فروع النشاط الاقتصادي

يختلف النشاط الاقتصادي وتنوع فروعها، فالنشاط التجاري ينقسم إلى تجارة الجملة وتجارة التجزئة، وأيضاً على مستوى الإمداد إلى تجارة داخلية وتجارة خارجية، والأمر نفسه بالنسبة إلى النشاط الصناعي، حيث ينقسم إلى فروع عدة منها الصناعات الاستخراجية، الغذائية، التحويلية، الكيماوية، التعدينية... الخ، وتختلف كل مؤسسة حسب النشاط أو الفرع الذي تنتمي إليه، وذلك بسبب تعداد اليد العاملة ورأس المال الموجه للاستثمار، فالمؤسسة الصغيرة أو المتوسطة في مجال الصناعة التعدينية قد

تكون كبيرة في مجال الصناعة الغذائية. الأمر الذي يبرز صعوبة تحديد تعريف موحد لهذا النوع من المؤسسات.<sup>1</sup>

### 1-2- العوامل التقنية

يتلخص العامل التقني في مستوى الاندماج بين المؤسسات، حيث في حالة تكون هذه الأخيرة أكثر اندماجا فإن هذا يؤدي إلى توحيد عملية الإنتاج وتمركزها في مصنع واحد، وبالتالي يتجه حجم المؤسسات إلى الكبر، بينما عندما تكون العملية الإنتاجية مجزأة أو موزعة إلى عدد كبير من المؤسسات يؤدي ذلك إلى ظهور عدة مؤسسات صغيرة ومتوسطة.

### 1-3- العوامل السياسية

تتمثل هذه العوامل في مدى اهتمام الدولة ومؤسساتها بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومحاولة تقديم المساعدات له وتذليل الصعوبات التي تعترض طريقه من أجل توجيهه وترقيته ودعمه، وعلى ضوء العامل السياسي يمكن تحديد التعريف وتبيان حدوده والتمييز بين مختلف أنواع المؤسسات حسب رؤية واضعي السياسات والاستراتيجيات التنموية والمهتمين بشؤون هذا القطاع.<sup>2</sup>

### 2- معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بصفة عامة، لا يوجد تعريف واحد وموحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث أن لكل دولة أو منظمة دولية مجموعة من المعايير التي تم تبنيها بغية إعطاء مفهوم واضح ومعين لهذا النوع من المؤسسات، ويمكن حصر هذه المعايير أساسا في نوعين هما:<sup>3</sup>

- المعايير الكمية؛
- المعايير النوعية.

### 1-2-1- المعايير الكمية

تعد من بين أهم المعايير شيوعا واستخداما في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل مختلف الدول المتقدمة والسائرة في طريق النمو وكذا أهم المنظمات العالمية ذات الاختصاص. ومن بين أهم هذه المعايير ما يلي:

### 1-1-2- معيار عدد العمال

يعد من أبسط المعايير المستعملة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأكثرها شيوعا لسهولة القياس والمقارنة في الإحصائيات الصناعية الإنتاجية.<sup>4</sup> وهو معيار يحدده القانون، وغالبا ما

<sup>1</sup> راجح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 18.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، 2008، ص: 18.

<sup>3</sup> هيا جميل بشارت، التمويل المصرفي الإسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص 24.

<sup>4</sup> أحمد عارف العساف وآخرون، الأصول العلمية والعملية لإدارة المشاريع الصغيرة والمتوسطة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 18.

يكون الغرض منه تنظيم العلاقة بين العامل ورب العمل من جهة، ومن جهة أخرى ضبط موضوعات الضمان الاجتماعي والتقاعد.<sup>1</sup>

يتميز هذا المعيار عموماً بالبساطة وسهولة المقارنة والثبات النسبي وتوافر البيانات، إلا أنه لا يلقي الإجماع في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لاختلاف نسبة التطور والتقدم الاقتصادي والفني من دولة لأخرى، هذا من جهة، ومن جهة أخرى مسألة معالجة العمالة المؤقتة في هذا النوع من المؤسسات.

### 2-1-2- معيار رأس المال

يعتبر معيار رأس المال المستثمر في المشروع من بين المعايير الأساسية والشائعة الاستخدام في تحديد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا لما يكتسبه هذا العنصر من أهمية بالغة في تحديد الطاقة الإنتاجية للمشروع،<sup>2</sup> وهو مكون أساساً في هذا النوع من المؤسسات من تعبئة المدخرات الفردية والعائلية.

ويختلف حجم رأس المال المعد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دولة لأخرى على أساس درجة تقدم الدولة اقتصادياً.

### 2-1-3- معيار حجم المبيعات

يعد معيار حجم المبيعات أو رقم الأعمال المحقق من طرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من بين المعايير المحددة لحجم المؤسسات، والذي على أساسه يمكن تصنيفها إلى مؤسسات صغيرة ومتوسطة، وهو يمكن من قياس مستوى نشاط المؤسسة وقدرتها التنافسية،<sup>3</sup> ويستعمل هذا المعيار بصورة كبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>4</sup>

في بعض الدول، ومن أجل ضمان تحديد دقيق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتم اللجوء إلى مزيج من هذه المعايير، ومن بين ذلك الاعتماد على كل من حجم العمال الموظف في المؤسسة إضافة إلى حجم رأس المال المستثمر. كما أنه يمكن اللجوء إلى معيار معامل رأس المال (حجم رأس مال المؤسسة/ عدد العمال) الذي يمثل حجم رأس المال اللازم لتوظيف عامل واحد.<sup>5</sup>

وبالرغم من هذا، تبقى قضية الاتفاق على معيار معين محل جدل وخلاف بين المهتمين بشؤون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ويمكن توضيح هذه المعايير لمجموعة من الدول والمنظمات الدولية في الجدول الآتي:

<sup>1</sup> هيا جميل بشارت، مرجع سبق ذكره، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص 24.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 26.

<sup>3</sup> قنيدرة سمية، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من ظاهرة البطالة- دراسة ميدانية بولاية قسنطينة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير الموارد البشرية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2009-2010، ص 54.

<sup>4</sup> هيا جميل بشارت، مرجع سبق ذكره، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص 27.

<sup>5</sup> ليث عبد الله القهوي وبلال محمود الوادي، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص ص : 17-18.

## الجدول رقم (01): المعايير المستخدمة في تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الدولة	معيار عدد العمال	معيار حجم رأس المال
اليابان	أقل من 300 عامل	و (أو) 100 مليون ين ياباني
بريطانيا	أقل من 200 عامل	و (أو) 3,8 مليون جنيه إسترليني
الولايات المتحدة الأمريكية	أقل من 50 عامل	-
سنغافورا	أقل من 50 عامل	و (أو) 2 مليون دولار أمريكي
المملكة العربية السعودية	أقل من 50 عامل	و (أو) 20 مليون ريال سعودي
الهند	أقل من 300 عامل	أقل من 280 ألف دولار أمريكي
العراق	أقل من 10 عامل	أقل من 6000 دينار عراقي
الكويت	أقل من 10 عامل	أقل من 200 ألف دولار أمريكي
كوريا	أقل من 300 عامل	أقل من 700 ألف دولار أمريكي
غانا	-	أقل من 36 ألف دولار أمريكي
ماليزيا	أقل من 25 عامل	أقل من 250 مليون دولار
زامبيا	-	أقل من 315 ألف دولار أمريكي
باكستان	-	أقل من 50 ألف دولار أمريكي
الاتحاد الأوروبي	أقل من 250 عامل	أقل من 43 مليون أورو
اندونيسيا	أقل من 19 عامل	-
الفلبين	أقل من 99 عامل	-
تايلاند	أقل من 50 عامل	-
مصر	ما بين 10 و 100 عامل	أقل من 500 ألف جنيه مصري
المانيا	أقل من 50 عامل	-
البنك الدولي	ما بين 10 و 50 عامل	ما بين 250 و 300 ألف دولار أمريكي
منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية United Nations Industrial Development Organization (UNIDO)	أقل من 100 عامل	أقل من 250 ألف دولار أمريكي
منظمة العمل الدولية International Labour Organization (ILO)	ما بين 10 و 50 عامل	أقل من 350 ألف دولار أمريكي

المصدر: ليث عبد الله القهيوي وبلال محمود الوادي، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص ص : 17-

## 2-2- المعايير النوعية

إضافة إلى المعايير الكمية المستخدمة في تحديد حجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإنه تم اعتماد مجموعة من المعايير النوعية، وهي كالاتي<sup>1</sup>:

### 2-2-1- معيار الإدارة والتنظيم

يستند هذا المعيار إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لها ما يميزها عن المؤسسات كبيرة الحجم، من حيث مستوى تنظيم المؤسسة وإدارتها، فمن حيث التنظيم، تمتاز هذه المؤسسات ببساطته، أما من حيث الإدارة فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غالباً ما تدار من قبل صاحب المؤسسة، فالمالك هو المدير في أغلب الحالات، وهو من يتولى إدارة الإنتاج، التسويق، التمويل وكذا النواحي الفنية للمؤسسة<sup>2</sup>.

### 2-2-2- المعيار التقني

بناء على هذا المعيار توصف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بأنها تلك المؤسسات التي تستخدم أساليب إنتاجية بسيطة ذات كثافة رأس مالية منخفضة وكثافة عمالية مرتفعة، والعكس تماماً في المؤسسات الكبيرة. ووفقاً لهذا المعيار، يتم تصنيف المؤسسات إلى صغيرة ومتوسطة وكبيرة بناء على درجة الميكنة المستخدمة من جهة، والأيدي العاملة من جهة أخرى.

### المطلب الثاني: أهم التعاريف الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بناء على المعايير سالفة الذكر والخاصة بتحديد حجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد تم تبني مجموعة من التعاريف من طرف مختلف الدول والمنظمات الدولية ذات الصلة بهذا النوع من المؤسسات، والتي يمكن إيجازها في الآتي:

#### 1- تعريف الاتحاد الأوروبي

يعرف الإتحاد الأوربي المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة على أنها مؤسسات توظف أقل من 250 عامل، ورقم أعمالها السنوي لا يتجاوز 50 مليون أورو، و (أو) أن لا يتجاوز مجموع أصولها في الميزانية 43 مليون أورو<sup>3</sup>.

ويمكن تفصيل ذلك من خلال الجدول الآتي:

<sup>1</sup> هيا جميل بشارات، مرجع سيق ذكره، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص 29.

<sup>2</sup> محمد سعد عبد الرسول، الصناعات الصغيرة، دار غريب للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999، ص 13.

<sup>3</sup> Journal officiel de l'Union européenne n° L 124 du 05 Mai 2013, P: 39, [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_fr.htm), consulté le 10-01-2014.

## الجدول رقم (02): تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة

نوع المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال	أو	مجموع الميزانية
متوسطة	أقل من 250 عامل	أقل من 50 مليون أورو		أقل من 43 مليون أورو
صغيرة	أقل من 50 عامل	أقل من 10 مليون أورو		أقل من 10 مليون أورو
مصغرة	أقل من 10 عمال	أقل من 2 مليون أورو		أقل من 2 مليون أورو

المصدر: Journal officiel de l'Union européenne n° L 124 du 05 Mai 2013, P : 39

من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن الاتحاد الأوروبي يعتمد في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على معيار حجم العمالة الموظفة في المؤسسة إضافة إلى أحد المعيارين الآخرين وهما رقم الأعمال (بدون احتساب الضريبة على القيمة المضافة والضرائب غير المباشرة<sup>1</sup>) أو حجم الموازنة الإجمالية. كما أنه يجب إضافة معيار الملكية، لأنه من أجل اعتبار المؤسسة صغيرة ومتوسطة فإنها لا يجب أن تكون تابعة لمجموعة بل يجب أن تتمتع بالاستقلالية.<sup>2</sup>

## 2- تعريف دول جنوب شرق آسيا

تأخذ هذه البلدان بمعيار العمالة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبناء على دراسة "بروتش وهيمنز" حول هذا النوع من المؤسسات فإنه تعتبر:<sup>3</sup>

- مؤسسة عائلية وحرفية: كل مؤسسة توظف من 01 إلى 10 عمال
- مؤسسة صغيرة: كل مؤسسة توظف من 10 إلى 49 عاملاً.
- مؤسسة متوسطة: كل مؤسسة توظف من 49 عاملاً إلى 99 عاملاً.
- مؤسسة كبيرة: كل مؤسسة توظف أكثر من 100 عاملاً.

كما استند أيضاً على بعض المعايير النوعية في التمييز بين كل من الأشكال السابقة، ففي المؤسسات الحرفية يكون المالك هو المنتج مباشرة، والمستخدمون أغلبهم من أفراد العائلة، عكس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تعرف نوع من تقسيم العمل، فيتعد المالك عن وظيفة الإنتاج ليهتم أكثر بالإدارة والتسيير فيظهر بذلك نوع من التنظيم للوظائف، هذا التنظيم يكون أكثر وضوحاً في المؤسسات الكبيرة.

<sup>1</sup> Voir article 28 de la directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54, paragraphe 3, point g), du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, JO L 222 du 14.8.1978, p. 11 à 31.

<sup>2</sup> Nadine LEVRATTO, **Op-Cit**, 2009, P : 22.

<sup>3</sup> رباح خوني ورقية حساني، **مرجع سبق ذكره**، 2008، ص 31.

**3- تعريف دولة البحرين**

تعتمد دولة البحرين في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ثلاثة معايير أساسية متمثلة في معيار عدد العمال الموظفين في المؤسسة، معيار حجم رأس المال المستثمر ومعيار معدل دوران رأس المال.

ويمكن توضيح حدود كل من المؤسسات المتناهية الصغر (مصغرة)، الصغيرة والمتوسطة فيما يخص المعايير سابقة الذكر من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (03): تعريف دولة البحرين للمؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة**

نوع المؤسسة	عدد العمال	رأس المال المستثمر (قطاع العقارات) د.ب	معدل دوران رأس المال السنوي (جميع القطاعات)
مصغرة	أقل من 10 عمال	أقل 20 0000	أقل من 100 000
الصغيرة	أقل من 50 عامل (حتى 100 عامل في قطاع العقارات)	20 000 - 50 0000	100 001 - 1 مليون
المتوسطة	أقل من 250 عامل (حتى 400 عامل في قطاع العقارات)	3 مليون - 500 001	1 000 001 - 5 مليون

المصدر: موقع وزارة التجارة والصناعة البحرينية،

<http://www.moic.gov.bh/Ar/Main/SME%20Definition/Pages/SME%20Definition.aspx>

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قطاع العقارات يعتمد في تعريفه على كل من معيار عدد العمال وكذا رأس المال المستثمر، في حين أن بقية القطاعات الأخرى تعتمد على معيار معدل دوران رأس المال السنوي إضافة إلى معيار عدد العمال الذي يعد معياراً مشتركاً بين جميع القطاعات. لا يشمل رأس المال المستثمر على تكلفة الأرض والبناء ويتعين أن يتم حسابه بناءً على القيمة الأصلية للشراء.

**4- تعريف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

بناءً على قانون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لعام 1963 والذي تم تعديله في 03 ديسمبر 1999،<sup>1</sup> فإن التعريف المحدد لهذا النوع من المؤسسات يلخصه الجدول أدناه، حيث يميز بين مختلف المؤسسات على أساس طبيعة النشاط.

<sup>1</sup> Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE), **Perspectives de l'OCDE sur les PME 2000**, Edition OCDE, paris, France, 2000, P : 173.

## الجدول رقم (04): تعريف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عدد العمال	رأس المال المستثمر	القطاعات
أقل من 300 عامل	أقل من 300 مليون ين ياباني	المؤسسات المنجمية والتحويلية وباقي فروع النشاط الاقتصادي
أقل من 100 عامل	أقل من 100 مليون ين ياباني	مؤسسات التجارة بالجملة
أقل من 50 عامل	أقل من 50 مليون ين ياباني	مؤسسات التجارة بالتجزئة
أقل من 100 عامل	أقل من 50 مليون ين ياباني	مؤسسات الخدمات

المصدر: رابح خوني ورقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، ايتراك للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008، ص 29.

يتضح من خلال الجدول أعلاه اعتماد اليابان في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على معياري عدد العمال وحجم رأس المال المستثمر، إضافة إلى تقسيمها على أساس طبيعة نشاط كل واحدة منها.

## 5- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعتمد تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مجموعة من المعايير، فبالإضافة إلى المعايير النوعية المتمثلة في كون أن المؤسسة يجب أن تكون مستقلة في الملكية والإدارة، توجد معايير كمية متمثلة في عدد العمال الموظفين بدوام كامل، وبعض المعايير المالية في صورة حجم المبيعات السنوية ومعدل دوران رأس المال.<sup>1</sup>

ويمكن عرض تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الجدول أسفله:

<sup>1</sup> United States International Trade Commission, Small and medium-sized enterprises: U.S and E.U export activities, and barriers and opportunities experienced by US firm, USITC Publication, Washington, July 2010, Pp: 2.1-2.2.

## الجدول رقم (05): تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المعيار	كل أنواع الصناعات	مؤسسات الخدمات		الفلاحة
		القيمة المعتادة	القيمة القصوى	
عدد العمال	أقل من 500 عامل	أقل من 500 عامل	أقل من 500 عامل	أقل من 500 عامل
الإيرادات السنوية	-	أقل من 7 مليون دولار	أقل 25 مليون دولار	أقل من 250000 دولار

Source: United States International Trade Commission, **Small and medium-sized enterprises: U.S and E.U export activities, and barriers and opportunities experienced by US firm**, USITC Publication, Washington, July 2010, P: 2.2.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية يختلف باختلاف نوع النشاط الذي تمارسه، كما أنه تم الاعتماد على معيار عدد العمال في المؤسسة إضافة إلى الإيرادات السنوية من أجل تحديد حجم هذه المؤسسات.

## 6- تعريف كندا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كندا على أنها كل مؤسسة تشغل أقل من خمسمائة (500) عامل ورقم أعمالها السنوي أقل من خمسين (50) مليون دولار.

يستثنى من هذا التعريف المنظمات غير الهادفة للربح، المنظمات الحكومية، المؤسسات التعليمية، المستشفيات، فروع المؤسسات وشركات التمويل والإيجار<sup>1</sup>.

## 7- تعريف الصين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الصين يختلف على أساس مجال نشاطها، رقم أعمالها، رأس مالها وعدد العمال في المؤسسة. وهي كالاتي:<sup>2</sup>

بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في القطاع الصناعي فهي كل مؤسسة رقم أعمالها أقل من أربعة مئة (400) مليون ين صيني، وتوظف أقل من ألف (1000) عامل.

أما المؤسسات الصغيرة فهي كل مؤسسة رقم أعمالها أقل من عشرين (20) مليون ين صيني، وتوظف أقل من ثلاثمائة (300) عامل. أما بالنسبة للمؤسسات المصغرة فهي تلك التي تحقق رقم أعمال أقل من ثلاثة (3) مليون ين صيني، وتوظف أقل من عشرين (20) عامل.

<sup>1</sup> Allan Riding et Barbara Orser, **Les petites et moyennes entreprises de l'Ontario**, Programme du recherche sur le financement des PME, Gouvernement du Canada, Septembre 2007, P : 01.

<sup>2</sup> Liu Zeting, **Les politiques pour la promotion des PME innovantes en Chine**, Revue Marché et organisations, 2014/2 N° 21, p : 116.

**8- تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق المشرع الجزائري، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/ أو الخدمات التي:<sup>1</sup>

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

**المطلب الثالث: خصائص ومعوقات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تقوم هذه المؤسسات بدور كبير في بناء الاقتصاد الوطني، وتظهر أهميتها من خلال استغلال الطاقات والإمكانيات وتطوير الخبرات والمهارات كونها تعتبر احد أهم روافد العملية التنموية، وهي تمتاز بخصائص معينة تمكنها من القيام بهذا الدور، إلا أنه في المقابل تعاني من عدة معوقات تحد من دورها في تحريك العجلة الاقتصادية.

وعليه، سيتم من خلال هذا المطلب تحديد أهم خصائص ومميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة، وكذا المعوقات التي تواجه هذا النوع من المؤسسات من أجل فرض نفسها على الساحة الاقتصادية وتأدية الدور المنوط بها على المستوى الاقتصادي والاجتماعي للدولة من جهة أخرى.

**1- خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من باقي أنواع المؤسسات الأخرى، والتي يمكن إيجازها في الآتي:

**1-1- الخصائص العامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

يمكن إيجازها في الآتي:<sup>2</sup>

- انخفاض حجم رأس المال اللازم لإنشائها وذلك في ظل تدنى حجم المدخرات لملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- الاعتماد على الموارد الأولية المحلية، مما يساهم في خفض تكلفة الإنتاج.
- تدني قدراتها الذاتية على التطور والتوسع نظرا لإهمال جوانب البحث والتطوير وعدم الاقتناع بأهميتها وضرورتها على مستوى المؤسسة.
- الارتقاء بمستوى الادخار والاستثمار على اعتبار أنها تعد مصدرا جيدا للادخارات الخاصة وتعبئة رؤوس الأموال.
- تعتبر كصناعات مكمل للصناعات الكبيرة وكذلك مغذية لها.

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77 الصادر بتاريخ 15-12-2001، المادة رقم 4 من القانون رقم 01-18 الصادر في 12-12-2001 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص: 5-6.

<sup>2</sup> ليث عبد الله القهوي وبلال محمود الوادي، مرجع سبق ذكره، 2012، ص ص: 32-33.

- تتميز المؤسسات الصغيرة بعدم تعقيد التكنولوجيا المستخدمة بها وبساطة العمل فيها، إضافة إلى افتقارها في الغالب إلى هياكل إدارية وتنظيمية واضحة.

- المرونة والقدرة على الانتشار نظرا لقدرتها على التكيف مع مختلف ظروف البيئة التي تنشط فيها، إضافة إلى سهولة دخولها وخروجها من السوق نظرا لعدم كثافة عنصر رأس المال وعدم تخصصه في الغالب.

- سهولة وحرية الدخول والخروج من السوق لنقص نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول الكلية في أغلب الأحيان، وزيادة نسبة رأس المال إلى مجموع الخصوم وحقوق أصحاب المشروع.<sup>1</sup>

**1-2- الخصاص الخاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تتسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعدد من السمات العامة، والتي يمكن إيجازها في العناصر الرئيسية الآتية:

### 1-2-1- سهولة التأسيس

تستمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عنصر السهولة في إنشائها من انخفاض مستلزمات رأس المال المطلوب لإنشائها نسبيا،<sup>2</sup> حيث إنها تستند في الأساس إلى جذب وتفعيل مدخرات الأفراد من أجل تحقيق منفعة أو فائدة تلبى بواسطتها حاجات محلية في أنواع متعددة من النشاط الاقتصادي، وهذا ما يتناسب والبلدان النامية والسائرة في طريق النمو نتيجة ضعف المدخرات فيها بسبب ضعف دخول الأفراد.<sup>3</sup>

### 1-2-2- الاستقلالية في الإدارة

في هذا النوع من المؤسسات، تتركز عملية اتخاذ القرار في شخص واحد عادة ما يكون مالكةا، مما يسمح بوجود نوع من المرونة في اتخاذ مختلف القرارات التي تهم كل جوانب نشاط هذه المؤسسات، مما يسهل قيادة هذه المؤسسات وتحديد الأهداف التي يعمل المشروع على تحقيقها بصورة واضحة ودقيقة.<sup>4</sup>

إلا أن نجاح المؤسسة في هذه الحالة يتوقف بالدرجة الأولى على قدرة مالكةا على التحكم وإدارة أعمال المؤسسة، وكذا خبرته في ممارسة مهنة التسيير.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عثمان لخف، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتنميتها دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2003-2004، ص: 29

<sup>2</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، البديل الإسلامي لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وزارة التجارة الخارجية والصناعة، القاهرة، مصر ص: 7.

<sup>3</sup> عبد الله خباية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2013، ص: 37.

<sup>4</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، مستقبل المؤسسات الصغيرة في مصر، وزارة التجارة الخارجية والصناعة، القاهرة، مصر، ص: 42.

<sup>5</sup> عبد الله خباية، مرجع سبق ذكره، 2013، ص: 37.

### 1-2-3- هيكل رأس المال أو الملكية

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن نظيرتها ذات الحجم الكبير في هيكل رأس المال، إذ أنه مملوك كلياً لأحد أفراد العائلة في الغالب أو مقسم بينهم.<sup>1</sup> وهو ما يمنعهم من التوجه إلى سوق الأوراق المالية من أجل تمويل مختلف مخططاتها، ففي فرنسا، أغلب المؤسسات ذات الحجم المتوسط والصغير (أقل من 300 عامل) لا يقومون بعملية التمويل بالتوجه إلى السوق المالية من خلال النداء العلني للادخار، إنما يبحثون عن مصادر تمويل آخر تراعي طبيعة هيكل رأس المال للمؤسسة.<sup>2</sup>

### 1-2-4- سهولة وبساطة التنظيم

تظهر هذه الخاصية أكثر في المؤسسات المتوسطة، حيث يكون عدد العمال أكبر (مقارنة مع المؤسسات الصغيرة والمصغرة)، وذلك من خلال توزيع الاختصاصات بين أقسام المشروع، التحديد الدقيق للمسؤوليات، توضيح المهام، التوفيق بين المركزية لأغراض التخطيط والرقابة وبين اللامركزية لأغراض سرعة التنفيذ والاستجابة للمتغيرات المحيطة.<sup>3</sup>

سهولة وبساطة التنظيم هذه تجعل نظام المعلومات في هذا النوع من المؤسسات يمتاز بقلة التعقيد وبساطته وتأديته لدوره المنوط به داخليا وخارجيا وهذا بنقل المعلومات صعودا ونزولا.

### 1-2-5- جودة الإنتاج

إن التخصص الدقيق لمثل هذه المؤسسات يسمح لها بتقديم إنتاج ذو جودة عالية، حيث يعتمد النمط الإنتاجي فيها على مهارات العمال، مما يجعلها تستجيب بشكل مباشر لأذواق واحتياجات المستهلكين، وهو ما يسهل عملية التكيف للتقلبات المفاجئة في السوق.

تعتمد هذه المؤسسات على تكثيف عنصر العمل مع الاعتماد على تكنولوجيا إنتاج بسيطة وغير معقدة، الشيء الذي لا يسمح لهذا النوع من المؤسسات من الاستفادة من مزايا اقتصاديات الحجم.<sup>4</sup>

### 2- معوقات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يواجه تطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كافة أنحاء العالم مجموعة من المشاكل، تختلف من دولة لأخرى ومن قطاع نشاط إلى آخر، إلا أنه يمكن إجمال بعض المشاكل المشتركة التي تعيق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الآتي:<sup>5</sup>

- ارتفاع تكلفة رأس المال المستثمر في المشروع ما يؤثر مباشرة على ربحية المؤسسة، حيث تضطر هذه المؤسسات إلى دفع سعر فائدة مرتفع نظير تحصيل التمويل اللازم مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.

<sup>1</sup> Thierry NOBRE, Méthodes et outils du contrôle de gestion dans les PME, Revue Finance Contrôle Stratégie – Volume 4, N° 2, juin 2001, p : 126.

<sup>2</sup> Benoît Pigé, La gouvernance d'entreprise dans les PME : l'adaptation du profil du dirigeant aux besoins de l'entreprise, Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, vol. 15, n° 2, 2002, P p : 122- 123.

<sup>3</sup> عبد الله خيابة، مرجع سبق ذكره، 2013، ص: 37.

<sup>4</sup> عثمان لخلف، مرجع سبق ذكره، ص: 30-31.

<sup>5</sup> ليث عبد الله القهوي وبلال محمود الوادي، مرجع سبق ذكره، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص ص : 34-35.

- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من صعوبات تمويلية بسبب حجمها وحدائتها، وهذا لضعف الضمانات التي تقدمها ونقص سجلها الائتماني، إضافة إلى المخاطر الكبيرة التي تتحملها المؤسسات التمويلية ما يؤدي بها إلى تشديد إجراءات منح القروض عند تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تعقيد الإجراءات الحكومية وصعوبة الاستفادة من المزايا المقدمة لهذا النوع من المؤسسات خاصة في الدول النامية أو السائرة في طريق النمو (حوافز الاستثمار والإعفاءات الجمركية).
- تعد المنافسة والتسويق من المشاكل الجوهرية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة في ظل الاتجاه المتزايد نحو إغراق السوق الوطنية بالواردات من مختلف السلع.
- نقص المعلومات يعد حاجسا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث إن بساطتها لا تسمح لها بجمع القدر الكافي من المعلومات حول السوق، المنافسين، مستلزمات الإنتاج والموارد الأولية، وكذا الإطار القانوني المحدد لنشاط المؤسسة، مما يجعلها تقع فريسة للاستغلال والحصول على مستلزماتها بأسعار مرتفعة وبجودة أقل.

### المبحث الثاني: أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دورها وأهميتها الاقتصادية

سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا دورها في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول وأهميتها في تحقيق التنمية المستدامة.

#### المطلب الأول: أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومجالات نشاطها

سيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استنادا إلى المعيار القانوني، وهذا لتأثيره الكبير على مالك المؤسسة، العمال، والنشاط الممارس في نفس الوقت، وهذا من خلال العناصر الآتية:

##### 1-1- العوامل المؤثرة في اختيار شكل الملكية

لأجل اختيار الشكل المناسب من بين البدائل المتاحة لأشكال الملكية لا بد من مراعاة الشكل الذي يتلاءم مع ظروف الفرد الشخصية والمالية ورؤيته للمشروع وآفاقه المستقبلية، وبالرغم من أنه لا يوجد شكل مفضل من أشكال الملكية المتعدد إلا أن هناك عدة اعتبارات تؤخذ بعين الاعتبار قبل اختيار الشكل القانوني النهائي للمؤسسة، والتي من أهمها:<sup>1</sup>

##### 1-1-1- تكلفة الإنشاء وتكوين المؤسسة

تختلف أشكال ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما بينها من حيث التكلفة المطلوبة للإنشاء وتكوين المؤسسة، لذا وجب على الشخص أن يقارن ويفاضل بين كلف الإنشاء واختيار الشكل القانوني المناسب على هذا الأساس.

##### 1-2- الضريبة

تختلف النسب الضريبية المطبقة على المؤسسات حسب شكلها القانوني، فالمطلوب من مالك المؤسسة الصغيرة والمتوسطة أن يأخذ النسب الضريبية لكل شكل من الأشكال القانونية بعين الاعتبار، ومن ثم يختار البديل الأمثل الذي يحقق له وفورات ضريبية مقبولة ومناسبة.

<sup>1</sup> راجح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 58-60.

**3-1- درجة السيطرة**

إن الهيمنة والتفرد في اتخاذ القرارات والملكية الخاصة تكون تامة للمالك في المؤسسات الفردية وتقل بإدخال الشركاء، ولذلك على الشخص أن يقرر ويحدد الشكل المناسب للمؤسسة والذي يتيح له السيطرة الكاملة، أو يقدم تنازلات وتضحيات مقابل مساعدة الآخرين له لقيام المؤسسة وهذا ما يؤثر على اختبار الشكل القانوني الأنسب للمؤسسة.

**4-1- متطلبات رأس المال**

يتطلب انطلاق نشاط المؤسسة قدرا معيناً من رأس المال ويعتمد توفيره على الشخص المالك، لكن في حالة عدم كفاية مدخراته لهذا الغرض وجب عليه اللجوء إلى أشكال أخرى للملكية غير المؤسسة الفردية والذي يسمح له بتوفير مبالغ أكبر.

**5-1- المسؤولية المالية**

تعرض المؤسسة أثناء مزاولتها لنشاطها عدة مشاكل ذات طبيعة مالية كالديون، الخسارة أو التعسر المالي، وعلى هذا الأساس يتوجب على الشخص أن يتخذ قراراً فيما يتعلق بمقدار تمكنه من تحمل المسؤولية الشخصية عن التزامات المؤسسة المالية، وهذا بالطبع ينعكس على اختياره للشكل القانوني المناسب لمؤسسته الصغيرة والمتوسطة.

**2- الأشكال القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

يمكن تقسيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق المعيار القانوني إلى:

**1-2- المؤسسات الفردية**

تعد المؤسسات الفردية من بين أنسب الأشكال القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك لبساطة وسرعة تكوينها، كما تعد أكثرها شيوعاً، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً تظهر ما نسبته 73% من المؤسسات الصغيرة في هذا الشكل.<sup>1</sup>

**1-1-2- تعريف المؤسسة الفردية**

تعرف المؤسسة الفردية على أنها المؤسسة التي يمتلكها ويديرها شخص واحد، فهو المسؤول عن تكوين رأس مالها واتخاذ إجراءات تكوينها، حيث يتحمل مسؤولية إدارة تشغيلها وفي المقابل يحصل على كل الأرباح المحققة نتيجة نشاط المؤسسة، وفي المقابل يتحمل كافة الخسائر التي تترتب على التشغيل وممارسة النشاط.

**2-1-2- مزايا المؤسسات الفردية**

تتميز المؤسسات الفردية بجملة من الخصائص والتي من أهمها:<sup>2</sup>

- سهولة وبساطة إجراءات التكوين والإشهار.

<sup>1</sup> راجح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 60.

<sup>2</sup> سمير علام، إدارة المشروعات الصناعية الصغيرة، مطبعة مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، مصر، ص:

- لا تحتاج إلى رأس مال ضخمة، حيث إن التنظيم الساري المفعول لا يشترط حداً أدنى لرأس المال المستثمر.
- المالك يحصل على جميع الأرباح المحققة، وهذا يعتمد على المهارات الفنية والإدارية والجهد المبذول والتخطيط الجيد.
- الاستقلالية الكاملة لصاحب المشروع، فهو من يقرر كل ما يراه مناسباً للمؤسسة.
- الاستفادة من بعض المزايا والوفورات الضريبية التي يكفلها القانون التجاري لهذا النوع من المؤسسات.
- بساطة إجراءات إنهاء عمل المؤسسة.

### 2-1-3- عيوب المؤسسات الفردية

- بالرغم من المزايا الهامة التي تتيحها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها لا تخلو من بعض العيوب، ومنها:<sup>1</sup>
- المسؤولية غير المحدودة في حالة الخسارة أو الإفلاس.
- القدرة المحدودة لتجميع الأموال حيث إنه يعتمد على ما يستطيع صاحب المشروع تدبيره من أموال مملوكة أو مقترضة.
- ارتباط حياة المشروع واستمراره بحياة المالك.
- ارتفاع معدل فشل المشاريع نتيجة نقص خبرة مالك المؤسسة.

### 2-2- الشركات

تنقسم الشركات إلى نوعين رئيسيين هما: شركات الأشخاص وشركات الأموال.

#### 2-2-1- شركات الأشخاص

- تقوم على الاعتبار الشخصي والثقة المتبادلة بين الشركاء، وهي في العادة شركات صغيرة تتألف من أفراد يعرفون بعضهم البعض وتجمعهم في الغالب صلة القرابة أو الصداقة.<sup>2</sup>
- وتتضمن شركات الأشخاص ما يلي: شركة التضامن، شركة التوصية البسيطة وشركة المحاصة.

#### 2-2-1-1- شركة التضامن

تعتبر أقدم الشركات ظهوراً، تتكون من عدد صغير من الشركاء تربطهم علاقات وثيقة غالباً ما تكون شخصية وما يميزها عن غيرها هو الأثر الذي يترتب عن قيام التضامن بين الشركاء في المسؤولية سواء في الأموال التي قدموها كحصة أو أموالهم الخاصة. وفي القانون التجاري الجزائري ومن خلال المادة 551 من القانون التجاري وما يليها يستخلص أن هذا النوع من الشركات أن للشركاء بالتضامن صفة التاجر وهم مسؤولون من غير تحديد وبالتضامن عن ديون الشركة.

<sup>1</sup> رابح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 61.

<sup>2</sup> نبيل جواد، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجزائرية للكتاب، الجزائر، الطبعة الأولى، 2006، ص: 20-21.

**2-1-2-2-2 شركة التوصية البسيطة**

تضم هذه الشركة طائفتين الأولى شركاء متضامنون في ذات المركز القانوني للشركاء في شركة التضامن أي مسؤولين مسؤولية شخصية وتضامنية عن ديون الشركة، أما الطائفة الثانية فهم شركاء موصى عليهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في الحدود التي أسهموا بها في رأس مالها، وقد نص عليها المشرع في القانون التجاري في مادته "563 مكرر من القانون التجاري" و ما يليها.<sup>1</sup>

**2-1-2-2-3 شركة المحاصة**

تعتمد في إنشائها على اتفاق كتابي أو شفوي بين اثنين أو أكثر من الشركاء، للقيام بنشاط اقتصادي خلال فترة زمنية محدودة، لتحقيق ربح معين يتم تقاسمه فيما بين الشركاء حسب اتفاقهم، ومع نهاية النشاط الاقتصادي الذي أقيمت المؤسسة لأجله تنتهي شركة المحاصة.<sup>2</sup>

**2-2-2-2 شركات الأموال**

شركات الأموال تقوم على الاعتبار المالي، فالأهمية فيها إلى ما يقدمه الشريك أو المساهم من حصة اجتماعية أو مساهمة في تكوين رأس المال، كما أن الشريك لا يسأل فيها بأكثر من حصته. ويدخل في نطاق شركات الأموال كل من: شركة المساهمة، شركة التوصية بالأسهم والشركة ذات المسؤولية المحدودة.

**2-2-2-2-1 شركة المساهمة**

يقسم رأس مال شركة المساهمة إلى حصص متساوية تدعى الأسهم، يتم طرحها في سوق الأوراق المالية للقيام بعملية الاكتتاب العام، لتصبح قابلة للتداول في السوق الثانوية (البورصة). وللشهم قيمتان: قيمة اسمية وهي تلك المدونة على السهم، وقيمة حقيقية أو سوقية وهي تلك التي يتم تداولها به في بورصة الأوراق المالية. ويحصل حامل السهم على أرباح دورية توزع على المساهمين.

**2-2-2-2-2 شركة ذات المسؤولية المحدودة**

هي عبارة عن شركات تجارية تتحدد مسؤولية كل شريك فيها بمقدار حصته الاجتماعية في رأس مال المؤسسة، ويمكن أن يكون لها عنوان، ويخضع انتقال الحصص فيها للقيد القانونية والاتفاقية الواردة في عقد الشركة.<sup>3</sup>

**3- مجالات نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تمارس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نشاطها في مختلف القطاعات الاقتصادية وبصفة خاصة في القطاع التجاري (الجملة والتجزئة)، الخدماتي، وأعمال البناء والمقاولاتية،<sup>4</sup> ويمكن توضيح المجالات التي يمكن أن تعمل فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على النحو الآتي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993.

<sup>2</sup> لخلف عثمان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 39.

<sup>3</sup> راجح خوني ورقية حساني، **مرجع سبق ذكره**، 2008، ص: 63.

<sup>4</sup> Paul-A forti, **Devinez entrepreneur**, les Editions Transcontinental inc, 2eme édition, Québec, Canada, 1992, P : 75.

<sup>5</sup> ليث عبد الله القهوي وبلال محمود الوادي، **مرجع سبق ذكره**، 2012، ص ص : 23-27.

### 3-1- المجال الصناعي

- يقصد بالمشاريع الصناعية الإنتاجية تحويل المواد الأولية إلى مواد مصنعة أو نصف مصنعة، أو تحويلاً لمواد نصف المصنعة إلى منتجات كاملة التصنيع. ويتسع القطاع الصناعي للعديد من المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة، ومن أمثلتها:<sup>1</sup>
- المؤسسات ذات المنتجات سريعة التلف كصناعة الثلج، الألبان، الخبز والحلويات والفطائر، تعبئة العصائر،... إلخ
  - المؤسسات التي تنتج سلعا ذات مواصفات خاصة حسب طلب الزبائن (خياطة الملابس، ورشات الأثاث الخشبي والمعدني،... إلخ)
  - المؤسسات ذات الأنشطة التي تعتمد على دقة العمل اليدوي كالملبوسات المطرزة، صناعة الخزف والفخار،... إلخ)
  - المؤسسات ذات المنتجات التي تكون مدخلاتها منتشرة في أماكن متعددة كصناعة الألبان والمطاحن، تقطيع الحجارة وأعمال المقاولاتية،... إلخ
  - المؤسسات التي تعمل في مجال الصناعات الالكترونية، حيث إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحتل مكانة هامة في هذا المجال.<sup>2</sup>

### 3-2- الزراعة والثروة الحيوانية والسمكية

ينحصر عمل المؤسسات في هذا المجال في الآتي:

- المشروعات الزراعية والتي تهتم بإنتاج الخضرا، الفواكه، الحبوب، المشاتل، البيوت المحمية والأعشاب الطبية.
- مشروعات المنتجات الحيوانية كتربية المواشي (الأغنام، الماعز، الأبقار والدواجن) معامل الجبن ومنتجات اللحوم والجلود والفراء.
- الثروة السمكية كصيد الأسماك، إقامة مزارع تربية الأسماك ومخازن تربية الأسماك.

### 3-3- المجال التجاري

تحتل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وحتى تلك المصغرة منها مكانة هامة في القطاع التجاري، حيث تقوم على سبيل المثال في كندا بما يفوق 90% من المعاملات التجارية،<sup>3</sup> وهذا راجع كون طبيعة هذا النشاط تتناسب وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي تشمل كل من التجارة العامة، تجارة الجملة، تجارة التجزئة، التجارة المتخصصة وتجارة الخدمات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> نبيل جواد، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 23-24.

<sup>2</sup> Léon Gingembre, « Le rôle des grandes, moyennes et petites entreprises dans l'essor économique européen », Revue Management International, Vol. 5, No. 2/3 (1965), P : 250.

<sup>3</sup> Joanne Ouellet, La PME Canadienne : Situation et défis, L'institut de recherches politiques, les Presse de l'université LAVAL, 2eme trimestre 1989, P : 34.

<sup>4</sup> ليث عبد الله القهوي وبلال محمود الوادي، مرجع سبق ذكره، 2012، ص ص : 26-27.

**3-4- قطاع الخدمات**

وتشمل كل من الخدمات المصرفية، الفندقية، السياحة والترفيه، خدمات التبريد والتعليم والتكوين، خدمات الصيانة والتشغيل، خدمات النظافة وحماية البيئة، خدمات النقل والتحميل والتفريغ، خدمات الدعاية والنشر والإعلان، خدمات الكمبيوتر والخدمات الاستشارية، المطابع والنشر والتصوير والآلات الكاتبة، خدمات السيارات كالمغاسل والتشحيم.

**3-5- المقاولات**

يقصد بالمقاولات تعهد صاحب المؤسسة بإتمام أعمال معينة لدى الغير بمقابل مادي مناسب لأهمية العمل مثل:

- مقاولات الإنشاءات المدنية كالمباني، تركيب المباني الجاهزة، المطارات، الطرق والجسور، السدود والموانئ، شبكات المياه والمجاري.
- مقاولات المشاريع الكهربائية والتي تتكفل ببناء محطات توليد الكهرباء، شبكات نقل وتوزيع التيار الكهربائي.
- مقاولات المشاريع الميكانيكية لمحطات تحلية مياه البحر والمصانع.

**3-6- نشاط التعدين**

عادة ما تقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإحدى أنشطة المناجم أو المحاجر أو الملاحات باعتمادها على المجهود البشري بصفة أساسية لاستخراج الخامات القريبة من سطح الأرض، أو من البحار والأنهار، ثم إجراء بعض العمليات عليها دون استخدام وسائل تكنولوجية معقدة. وتمتاز هذه المشاريع بما يلي:

- الاعتماد على نشاط الاستخراج دون غيره من أنشطة التنقيب والاستكشاف.
- لا تستغرق المشاريع التعدينية الصغيرة والمتوسطة فترة طويلة لتنميتها، مما يسمح للقائمين عليها بتحقيق تدفقات مالية سريعة ومن ثم عوائد مالية في أقرب وقت.
- لا تتطلب الإدارة الفنية والتنظيمية والمالية لهذا النوع من المؤسسات خبرات عالية، ويمكن إعداد العاملين في هذه المجالات في فترة زمنية قصيرة كما يمكن تطوير خبرات عمالها سريعاً من خلال دورات تدريبية قصيرة.

**3-7- مشاريع التنمية الصحية**

إقامة وإدارة وتشغيل المستشفيات، المستوصفات، المصحات ومخابر التحليل الطبي.

**3-8- مجال الإبداع والابتكار**

تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى دخول مجال الإبداع في شتى المجالات وهذا رغم العوائق التي تواجهها، والتي من أهمها ضعف رأس المال المستثمر في مجال البحث والتطوير، إلا أنها تمكنت من تجاوز هذه العوائق في نهاية القرن العشرين (بدء من سنة 1990) حيث أصبحت لها مكانتها في مجال الإبداع إذ تعتبر أكثر قابلية لقيادة الإبداع عن غيرها من المؤسسات، كما أنها تمتلك نوعاً من

الأفضلية في الأنشطة التي لا تعتمد على اقتصاديات الحجم، إضافة إلى أنها تعتمد على البيئة الخارجية كمصدر للابتكار كون مصادرها المالية ومواردها أقل من المؤسسات الكبيرة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن عرض أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية للدولة من خلال النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- تعتبر النواة الأولى التي تمحورت حولها غالبية الصناعات الكبرى.
- تمتاز بسهولة التأسيس وصغر حجم الاستثمار المطلوب مما يجعلها وعاء جيدا لجذب مدخرات صغار المستثمرين.
- تساهم في توزيع الدخل وتحقيق تنمية مكانية متوازنة وذلك من خلال انتشارها الجغرافي، وبفضل مرونة أسس توظيفها، ولعدم حاجتها لمتطلبات بنية تحتية معقدة.
- تعمل على امتصاص البطالة من خلال اعتمادها على تكثيف عنصر العمل.
- تمثل القاعدة الأساسية لنشوء قطاع خاص قوي وقادر على خوض غمار الاستثمار والإنتاج وتطوير الحياة الاقتصادية.
- تعتبر مصدرا للتجديد والتطوير والابتكار، وتسهم في تكوين لإطارات إدارية وفنية بإمكانها قيادة المؤسسات الكبيرة.
- تسهم بقدر كبير في زيادة الناتج والدخل الوطنيين وبالتالي زيادة رفاهية أفراد المجتمع.
- تساعد المؤسسات الكبيرة في بعض الأنشطة التسويقية والتوزيع والصيانة وصناعة قطع الغيار الأمر الذي يمكن المؤسسات الكبيرة من التركيز على الأنشطة الرئيسية ما يؤدي إلى تخفيض تكلفة تسويق منتجاتها.
- تنتج سلعا وخدمات لا تستطيع أو تقبل المؤسسات الكبيرة على إنتاجها لاعتبارات اقتصادية.

### المطلب الثالث: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تكمن أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قدرة هذا القطاع على الإسهام الفعال في عملية التنمية وتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، والتي من أهمها مساهمتها في توفير مناصب الشغل وتحقيق التطور والتنمية الاقتصادية وقدرتها على مقاومة الاضطرابات الاقتصادية، وكذا دورها الاجتماعي كتحقيق الرفاهية وإشباع الحاجات وتحقيق طموحات وتطلعات الأفراد. ويمكن تفصيل ذلك من خلال الآتي:

#### 1- الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتبع الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال ما تقوم به على المستويات الآتية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Liu Zeting, Op-cit, p : 113.

<sup>2</sup> ليث عبد الله القهوي وبلال محمود الوادي، مرجع سبق ذكره، الأردن، 2012، ص ص : 28-29.

<sup>3</sup> رابع خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 46-55.

**1-1- توفير مناصب الشغل**

يعتبر مشكل البطالة من بين أكبر المشاكل إلى التي تواجه الدول النامية والسائرة في طريق النمو على الصعيدين الاقتصادي والاجتماعي، وقد أخذ حيزا هاما من اهتمامات الاقتصاديين والسياسيين على حد سواء من خلال البرامج الهادفة إلى تقليص حدة هذا المشكل وإيجاد طرق لعلاجها.

وفي هذا الإطار، يمكن أن تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في توفير مناصب شغل هامة والتقليل من حدة البطالة، حيث أنها تتيح العديد من فرص العمل وتستقطب عددا لا بأس به من طالبيه،<sup>1</sup> إضافة إلى دورها المهم في إدماج العمال المسرحين لظروف اقتصادية ما يسمح باستغلال كفاءتهم وتجاربهم وتجسيد أفكارهم في أرض الواقع.<sup>2</sup>

إن هذا الاستقطاب لنسبة أكبر من قوة العمل يعود إلى خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تتميز باعتمادها على تكثيف عنصر العمل في مقابل استخدام تكنولوجيات بسيطة وغير معقدة.<sup>3</sup>

يرجع تزايد التوجه نحو هذا النوع من المؤسسات إلى اقتصاد السوق المتبني من طرف غالبية دول العالم، وكذا عدم قدرة المؤسسات الكبيرة على خلق مناصب شغل جديدة بعد وصولها لمراحل التشغيل الكامل، ففي فرنسا على سبيل المثال، 61% من العمال الأجراء ينشطون في مؤسسات يقل عدد عمالها عن 500 عامل -المؤسسات التي توظف أقل من 500 عامل هي مؤسسة صغيرة ومتوسطة حسب القانون الفرنسي ولوائح الاتحاد الأوربي- في سنة 1985، وأزيد من 85 % من مناصب الشغل المستحدثة بين سنتي 1985 و 2000 تم استحداثها من طرف مؤسسات توظف أقل من 500 عامل.<sup>4</sup>

كما تشير الإحصائيات إلى مساهمة هذا النوع من المؤسسات في استحداث ما يقارب 90 % من الوظائف الجديدة في الولايات المتحدة الأمريكية، كما أشار تقرير الدراسات الذي أجري على وضع القوى العاملة في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (Organisation for Economic Co-operation and Development OECD) أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تؤمن نحو 60 % إلى 70 % من إجمالي حجم التوظيف في هذه البلدان.

توضح هذه الأرقام قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على توفير مناصب شغل جديدة وبالتالي المساهمة في القضاء نسبيا على مشكل البطالة الذي يعد الشغل الشاغل لكل دول العالم.

**1-2- تكوين الإطار المحلي**

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان النامية والسائرة في طريق النمو في تكوين الأفراد وتدريبهم على المهارات الإدارية والإنتاجية والتسويقية والمالية لإدارة أعمال هذه المؤسسات، حيث إنها تسمح للعمال بالقيام بمهام متعددة وفي فترات زمنية قصيرة، وتزودهم بمسؤوليات في عدة مجالات مما يوسع معارفهم وخبراتهم حتى يكونوا في موقع اتخاذ القرارات الهامة، الشيء الذي يسمح

<sup>1</sup> نبيل جواد، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 79.

<sup>2</sup> آيت عيسى عيسى، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر: آفاق وقيود، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، 2009، ص: 275.

<sup>3</sup> لخلف عثمان، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

<sup>4</sup> Nadine LEVRATTO, Op-Cit, De boeck, Bruxelles, Belgique, 1<sup>er</sup> édition, 2009, P : 85.

بإظهار وتعزيز قدراتهم وطاقاتهم ويمكنهم من إبراز أفكار جديدة ومبتكرة تساهم بقدر كبير في دعم عجلة التنمية الاقتصادية المحلية.

### 3-1- توزيع الصناعات وتنوع الهيكل الصناعي

تؤدي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا أساسيا في توزيع الصناعات الجديدة على المدن الصغيرة والأرياف والتجمعات السكانية النائية، وهذا ما يعطيها فرصة أكبر لاستخدام الموارد المحلية وتمييزها. وتلبية حاجيات الأسواق المحدودة وتوظيف اليد العاملة المتواجدة في هذه المناطق، وهو ما يسمح بتحقيق التنمية المتوازنة وتقليص التفاوت بين مختلف جهات الوطن.<sup>1</sup> وفي نفس الوقت، هذه المؤسسات لا تشكل أي عبئ إضافي على هذه المناطق من حيث الضغط والازدحام على المرافق العامة الموجودة ولا تشكل أي مصدر لإزعاج السكان من حيث التلوث وغيره من مخلفات المصانع الكبيرة.

كما تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنويع الهيكل الصناعي وتلبية حاجيات الأفراد مهما كانت بسيطة ومحدودة، ما يساهم في تقليص الواردات.

### 4-1- تقديم خدمات ومنتجات جديدة

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصدرا للأفكار الجديدة والابتكارات الحديثة حيث تقوم بإنتاج السلع والخدمات المبتكرة، ويمثل الإبداع جانبا من إدارة هذه المؤسسات والملاحظ أن كثيرا من السلع والخدمات ظهرت وتبلورت وأنتجت داخل هذه المؤسسات، وهذا يرجع إلى معرفتها لاحتياجات عملائها بدقة ومحاولة تقديم الجديد دائما.<sup>2</sup>

تقديم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لخدمات ومنتجات جديدة نابع من حرصها واهتمامها المتزايد بمجال البحث والتطوير على اختلاف فروع نشاطها. وهي في ذلك تعتمد سواء على إمكاناتها الخاصة وبالتالي تقوم بالبحث والتطوير داخليا، أو بالاعتماد على مصادر خارجية كتلك المؤسسات المتعاقد معها -مؤسسات ومراكز بحث-، وهذا ما يسمح لها باستغلال كل ما تتيحه البيئة العلمية والتكنولوجية من الإمكانيات لممارسة البحث والتطوير.<sup>3</sup>

### 5-1- توفير احتياجات المشاريع الكبيرة

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في نجاح المؤسسات الكبيرة، فهي تعتبر كرافد لها، من خلال إمدادها باحتياجاتها المتعددة سواء كمنتجات نصف مصنعة أو تلك المتعلقة بالخدمات، حيث إنه ليس هنالك جدوى في إنتاج المؤسسات الكبيرة لهذه الأغراض،<sup>4</sup> وبالتالي فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتبر كمغذي للمؤسسات الكبيرة، ولا يمكن أن تحدث منافسة شديدة بينهما نظرا للتعاون والدور التكاملي بينهما.

وفي هذا الصدد، يشير تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) على أن تركيز نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القطاعات فائقة التطور والتي تعتمد بدرجة كبيرة على البحث

<sup>1</sup> قنيدرة سمية، مرجع سبق ذكره، ص 66.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي ومحمد فريد الصحن، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 63.

<sup>3</sup> خلف عثمان، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

<sup>4</sup> نبيل جواد، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 81.

والتطوير يجعلها تقدم خدمات مهمة للكيانات الاقتصادية العملاقة من حيث اكتساب واستخدام التكنولوجيا الحديثة.<sup>1</sup>

### 1-6- المحافظة على استمرارية المنافسة

في عصر التطورات السريعة تصبح المنافسة أداة التغيير من خلال الابتكار والتحسين، وتظهر المنافسة الحديثة في عدة أشكال منها السعر، شروط الائتمان والخدمة، تحسين الجودة في الإنتاج والصراع بين الصناعات في التغيير والتجديد في الأساليب والهدف هو تلبية طلبات المستهلكين وتحقيق الأرباح والمحافظة على الحصة السوقية ولما لا تنميتها.

وبإمكان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحقيق درجات أعلى من المنافسة، ويرجع ذلك إلى:

- العدد الكبير لهذه المؤسسات الناشطة في نفس الرقعة الجغرافية تقريبا.

- صغر الحجم والتقارب بينها.

- التشابه في الظروف الداخلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- كميات الإنتاج الصغيرة، وتغطيتها لجزء محدود من السوق المحلية أو الوطنية.

- ضعف الموارد المالية وصعوبات التوسع في النشاط.

تسهم الأسباب سالفة الذكر في عدم إمكانية أي مؤسسة في فرض سيطرتها على الأسواق التي تنشط فيها إلا في حالات استثنائية مما يمنع أي شكل من أشكال الاحتكار.

### 1-7- تحقيق التطور والتنمية الاقتصادية

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم آليات التطور التقني من حيث قدرتها على تحديث وتطوير عمليات الإنتاج بشكل أسرع وبتكلفة أقل مقارنة مع المؤسسات الكبيرة، حيث توفر العديد من فرص التكامل الاقتصادي بمختلف صورته الأمر الذي يؤدي إلى الرفع من الكفاءة وتحسين تخصيص الموارد.<sup>2</sup>

إضافة إلى مساهمتها الفعالة في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية بدعمها للنمو الاقتصادي وتنشيط العجلة الاقتصادية، توفير فرص العمل ومضاعفة القيمة المضافة، الحد من الفقر وتشجيع روح الابتكار والإبداع، استغلال الموارد المحلية المتاحة، توسيع الأسواق وتحقيق ميزة تنافسية للمنتجات الوطنية، وهو ما ينعكس بصورة مباشرة على بعث ديناميكية الاقتصاد الوطني وتحريك عجلة التنمية المحلية المستدامة. ففي الولايات المتحدة الأمريكية على سبيل المثال تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ما يفوق 43 % من حجم الناتج المحلي الإجمالي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> رابع خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 50-51. نقلا عن عبد الباسط وفاق، مؤسسات رأس مال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 24.

<sup>2</sup> ليث عبد الله القهيوي وبلال محمود الوادي، مرجع سبق ذكره، 2012، ص: 27.

<sup>3</sup> مشري محمد الناصر، دور المؤسسات المتوسطة والصغيرة والمصغرة في تحقيق التنمية المحلية المستدامة -دراسة الاستراتيجية الوطنية لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة ولاية تبسة-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إستراتيجية المؤسسة للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص: 22.

## 8-1- القدرة على مقاومة الاضطرابات الاقتصادية

تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قدرة على التكيف مع الظروف الاقتصادية المختلفة، إذ في حالة زيادة الطلب تزيد قدرتها على الاستثمار، أما في حالة الركود الاقتصادي فإن لها القدرة والمرونة العالية على تخفيض الإنتاج والتأقلم مع الظروف السائدة. كما تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر قدرة على مقاومة فترات الاضطرابات الاقتصادية من المؤسسات الكبيرة، ويرجع السبب في ذلك إلى اختيارها العمل في القطاعات الديناميكية وتمتاز بقلّة كثافة رأس المال ما يجعلها أقل تأثراً بمختلف الأزمات التي تواجهها.

## 9-1- تعبئة الموارد المالية

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دوراً هاماً في تعبئة الموارد المالية الخاصة والكفاءات المحلية، وزيادة الادخار وتوجيهه نحو المجالات الاستثمارية بدلاً من تجميده وإخراجه من الدورة الاقتصادية في شكل اكتناز.<sup>1</sup>

## 2- الأهمية الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تعزيز رفاهية المجتمع على الصعيد الاجتماعي من خلال ما تقوم به من أدوار مختلفة، والتي يمكن إجمالها في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

### 1-2- المساهمة في التوزيع العادل للدخل

في ظل وجود عدد هائل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتقاربة في الحجم والتي تعمل في ظروف تنافسية واحدة ويعمل بها أعداد هائلة من العمال، كل ذلك يؤدي إلى تحقيق العدالة في توزيع الدخول المتاحة، وهذا النمط لا يوجد في ظل العدد القليل والمحدود للمؤسسات الكبيرة والتي غالباً ما لا تعمل في ظل ظروف تنافسية.

### 2-2- التخفيف من المشكلات الاجتماعية

ويتم ذلك من خلال ما توفره هذه المؤسسات من مناصب شغل سواء لصاحب المؤسسة أو لغيره من طالبي العمل، وهي بذلك تسهم في التخفيف من حدة البطالة. وما تنتجه من سلع وخدمات موجهة للفئات الأكثر حرماناً وفقراً من المجتمع وبذلك توجد علاقات للتعامل مما يزيد الإحساس بأهمية التآزر والتآخي.

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أقدر على احتواء مشكلات المجتمع مثل البطالة والتهميش والفراغ، وما يترتب عنها من آفات اجتماعية خطيرة، وهذا عن طريق منحهم مناصب شغل قارة تؤمن لهم الاستقرار النفسي والمادي.

<sup>1</sup> نوال مرزوقي، معوقات حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية على شهادة الأيوز 9000 و14000 -

دراسة ميدانية لبعض المؤسسات-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص:

27.

<sup>2</sup> رابح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 54-55.

**2-3- إشباع رغبات واحتياجات الأفراد**

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فرصة للأفراد لإشباع حاجاتهم ورغباتهم من خلال التعبير عن ذاتهم وآرائهم وترجمة أفكارهم وخبراتهم وتطبيقها من خلال هذه المؤسسات، فهي أداة لتحقيق الذات لدى الأفراد وتحقيق الإشباع النفسي وتحقيق القوة والسلطة.

**2-4- تقوية العلاقات والأواصر الاجتماعية**

الاتصال المستمر بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعمالها وزيانها يتم في جو من الإخاء والود والتآلف والعمل على استمرارية مصالح الطرفين وتحقيق المنافع المشتركة، وعادة ما يكون عملاء المؤسسة هم أنفسهم الأصدقاء والأهل مما يسهل التعامل ويزيد الترابط الاجتماعي بينهم.

**2-5- زيادة إحساس الأفراد بالحرية والاستقلالية**

تعظم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إحساس الأفراد بالحرية والاستقلالية وذلك عن طريق الشعور بالانفراد في اتخاذ القرارات دون سلطة وصية، والشعور بالحرية المطلقة في العمل دون قيود وشروط، والإحساس بالتملك والسلطة تحقيق الذات من خلال إدارة هذه المؤسسة والسهر على استمراريتها ونجاحها.

**2-6- خدمة المجتمع**

تؤدي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خدمة جليلة للمجتمع من حيث ما تقدمه من سلع وخدمات متناسبة مع قدراته وإمكانياته تسهم في زيادة قدراته الاستهلاكية وتحسين مستوى معيشته ورفاهيته وتعزيز العلاقات الاجتماعية. كما أنها تساهم في خدمة الحي وتجميل المنطقة إضافة إلى العائد الاقتصادي المحقق وهذا ما يزيد من درجة الولاء لهذه المؤسسات من قبل المجتمع المحلي.

**المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تحتاج مختلف المؤسسات الاقتصادية، الكبيرة منها أو الصغيرة والمتوسطة إلى الأموال من أجل مواصلة واستمرار نشاطها، وتحقيق عائد مناسب للشركاء والمساهمين فيها، وكذا تحقيق النمو الداخلي والخارجي المرغوب فيه. ولهذا تكتسي وظيفة التمويل أهمية خاصة داخل أي مؤسسة اقتصادية مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها.

هذا، وتعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بين أكثر المؤسسات تأثراً بجانب التمويل، كون البنوك والمؤسسات المالية تميل أكثر إلى تمويل المؤسسات الكبيرة التي تتمتع بملاءة مالية جيدة وتكون أقدر على الوفاء بالتزاماتها في الأجل المحددة،<sup>1</sup> وهذا ما يحتم على المسير المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البحث عن مصادر التمويل اللازمة والملائمة لطبيعة المؤسسة وكذا استخدامها بأفضل طريقة ممكنة من أجل تحقيق عائد أكبر وبأقل مخطر من أجل المساهمة في تحقيق الأهداف المسطرة.

وعليه، سيتم من خلال هذا المبحث، معالجة ماهية التمويل، وكذا طرق التمويل المختلفة المتاحة أمام المؤسسة، وفي الأخير سبل المفاضلة بين هذه البدائل.

<sup>1</sup> هيا جميل بشارات، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

**المطلب الأول: ماهية التمويل**

سيخصص هذا المطلب إلى عرض مجموعة من التعاريف الخاصة بالتمويل، أهميته بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا أشكاله وأنواعه.

**1- تعريف التمويل**

تعددت المفاهيم والتعاريف الخاصة بالتمويل، والتي يمكن عرض أهمها في الآتي:

**تعريف 1:** يعرف التمويل على أنه العلم والفن الذي يختص بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، وهو جزء من الإدارة المالية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة.<sup>1</sup>

**تعريف 2:** كما يمكن تعريف التمويل على أنه توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشاريع الاستثمارية، أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة وحسن استخدامها من جانب الأفراد والمؤسسات والحكومات.<sup>2</sup>

**تعريف 3:** يمكن تعريف التمويل على أنه جمع وإمداد المؤسسات بالأموال اللازمة لمزاولة مختلف أنشطتها وفي الأجل المحددة، وذلك بالاعتماد على مصادر مختلفة (مباشرة وغير مباشرة، داخلية وخارجية، قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) وبطريقة عقلانية قصد تخفيض تكلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن خدمة لمصالح المؤسسة.<sup>3</sup>

من خلال ما سبق، يمكن تعريف التمويل على أنه الوظيفة التي تعنى بتوفير الأموال الضرورية وفي الأجل المحددة لضمان مواصلة نشاطات المؤسسة الاستغلالية والاستثمارية، من خلال المفاضلة بين مجموعة من البدائل المتاحة أمام المؤسسة، والعمل على حسن استغلال تلك الأموال بالطريقة التي تعظم العائد وتقلل من التكاليف إلى أدنى مستوياتها.

من خلال التعاريف سالفة الذكر، يمكن استخلاص الآتي:<sup>4</sup>

- الهدف الأساسي من التمويل هو توفير مختلف الحاجيات المالية للمؤسسة سواء كانت استغلالية أو استثمارية.
- يتعلق التمويل بتوفير مبالغ مالية سائلة (نقدية)، وفي آجال محددة.
- تكون المؤسسات الاقتصادية أمام عدة بدائل تمويلية، إما بالاعتماد على وسيط مالي (تمويل غير مباشر)، أو من دون وسيط (تمويل مباشر).
- تتم المفاضلة بين مختلف صيغ التمويل بالاعتماد على عدة معايير أهمها المدة، التكلفة وكذا المخاطر المصاحبة لكل بديل تمويلي.

<sup>1</sup> محمد البوعبيدي، الإدارة المالية، كتب للنشر الإلكتروني عبر الموقع [www.e-kutub.com](http://www.e-kutub.com)، الطبعة الإلكترونية الأولى، بدون سنة نشر، ص: 16.

<sup>2</sup> هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص: 88.

<sup>3</sup> نورالدين كروش، عرض الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر -دراسة حالة مؤسسة آليانس للتأمينات-، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة -الجزائر-، الجزائر، السنة الجامعية 2011-2012، ص: 3.

<sup>4</sup> نورالدين كروش، مرجع سبق ذكره، ص: 4-5.

- يهدف المسير المالي من خلال المزج بين مختلف مصادر التمويل إلى تقليل المخاطرة المصاحبة لكل بديل تمويلي، هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى تخفيض تكلفة رأس مال المؤسسة.

## 2- أهمية التمويل

يكتسي التمويل أهمية كبيرة لجميع المؤسسات الاقتصادية، وبالأخص الصغيرة منها والمتوسطة، ويمكن عرض ذلك في ما يلي:<sup>1</sup>

- يساعد على إنجاز المشاريع المعطلة للمؤسسة، واعتماد برامج التوسع الداخلي والخارجي.  
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من خلال مواكبة التكنولوجيا وتحديث معدات الإنتاج، ما يسمح برفع إنتاجية وكفاءة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.

- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.

ونظرا لأهمية التمويل، فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة، ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة واختيار أحسن البدائل والملائمة لطبيعة المؤسسة، واستخدامها استخداما أمثلا بما يتناسب وتحقيق أكبر عائد وبأقل تكلفة ممكنة وبمستوى مقبول من المخاطر من أجل تحقيق الأهداف المسطرة.

## 3- أشكال التمويل

يمكن النظر إلى أشكال التمويل من عدة جوانب أهمها:

- المدة التي يستغرقها؛

- مصدر الحصول عليه؛

- الغرض الذي يستخدم لأجله.

### 3-1- أشكال التمويل من حيث المدة

بموجب هذا المعيار، يمكن تقسيم التمويل إلى:

#### 3-1-1- تمويل قصير الأجل

يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد مدة استخدامها عن سنة واحدة، كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

#### 3-1-2- تمويل متوسط الأجل

يستخدم هذا النوع من التمويل لتغطية حاجة دائمة للمؤسسة، كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات قيد التنفيذ، والتي تفوق مدتها سنة واحدة ولا تتعدى في الغالب الخمس (05) سنوات.

<sup>1</sup> رباح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 96-97.

**3-1-3- تمويل طويل الأجل**

يتمثل في الأموال التي تفوق مدتها الخمس (05) سنوات، وتكون موجهة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل أو لتحقيق فرص التوسع الخاصة بالمؤسسة.

تعتمد مدة التمويل على مدة حياة السلعة المراد تمويلها، حيث إنه لا بد أن لا تتعدى مدة القروض التمويلية مدة حياة السلع المراد تمويلها.<sup>1</sup>

**3-2- أشكال التمويل حسب مصدر الحصول عليه**

ينقسم التمويل حسب مصادره إلى:

**3-2-1- تمويل ذاتي**

يقصد به مجموع الوسائل المالية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي، والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، ويدخل في هذا النوع من التمويل كل من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة والغير موزعة على الشركاء والمساهمين، إضافة إلى الاحتياطات الموجهة لمجابهة بعض الخسائر المحتملة.<sup>2</sup>

يسمح هذا النوع من التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتحقيق بعض المزايا والتي من أهمها عدم خضوعها لأي نوع من الضغوط في اتخاذ مختلف القرارات (قبل الحصول على التمويل وعدم تبرير مردودية الاستثمارات).<sup>3</sup>

**3-2-2- تمويل خارجي**

يتمثل في لجوء المؤسسة إلى الفاعلين في السوق من أجل الحصول على الأموال اللازمة، من خلال التوجه إلى البنوك والمؤسسات المتخصصة في منح القروض والتي تعمل دور الوسيط بين المقرضين والمقترضين.<sup>4</sup>

**3-3- أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله**

ينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

**3-3-1- تمويل الاستغلال**

يقصد بتمويل الاستغلال تلك الأموال المخصصة لمجابهة النفقات في الفترة الممتدة من تشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع كنفقات شراء المواد الخام ودفع الأجور وما إلى ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية إلى غاية تحصيل إيرادات بيع المنتج النهائي للمؤسسة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Carole bolusset, **L'investissement**, Edition Breal, 2007, P : 52.

<sup>2</sup> الأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، **التمويل والاستثمار في قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات**، نشرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات للتنمية لغربي آسيا، العدد رقم 6، 2006، ص: 6.

<sup>3</sup> Carole bolusset, **Op-Cit**, 2007, P : 51.

<sup>4</sup> **Idem**, 2007, P : 52.

<sup>5</sup> Zéphirin Sédar Amboulou, **L'essentiel d'une gouvernance sans ambiguïté des entreprises congolaises aujourd'hui**, Edition Publibook, 2010, P : 146.

**3-3-2- تمويل الاستثمار**

هي المبالغ المالية الموجهة من أجل تجديد الطاقة الإنتاجية المهلكة، خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، كإقتناء الآلات والتجهيزات.

وحسب المشرع الجزائري، يدخل في نطاق الاستثمار كل من:<sup>1</sup>

- إقتناء أو خلق سلعة معمرة بهدف زيادة طاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعات إنتاجية كاملة.  
- تجديد التجهيز الموجود المتعلق باستبدال سلعة معمرة بسلعة أخرى معمرة للمحافظة على طاقات الإنتاج.

- نفقات الصيانة والإصلاحات الكبيرة للعتاد المخصصة لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة أي زيادة المدة العادية لاستغلال الأصل.

**المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

سيتم من خلال هذا المطلب تحديد مختلف البدائل الممكنة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا بالاعتماد على المعيار الزمني، حيث يمكن من خلال هذا المعيار تقسيم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل، ومصادر التمويل متوسط وطويل الأجل.

إن الهدف من التعرف على أنواع التمويل المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحديد الخصائص المميزة لها هو إمكانية المفاضلة والاختيار فيما بينها بأفضل الشروط والوصول إلى الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.<sup>2</sup>

**1- مصادر التمويل قصير الأجل**

تستخدم مصادر التمويل قصيرة الأجل من أجل سد الحاجيات المالية المؤقتة للمؤسسة. وسيتم من خلال هذه النقطة التطرق إلى:

**1-1- أسس المفاضلة بين مصادر التمويل قصير الأجل**

لكي يتم اختيار مصدر التمويل قصير الأجل المناسب لاحتياجات المؤسسة الصغيرة والمتوسطة يجب على المدير المالي الأخذ بعين الاعتبار العوامل الرئيسية الآتية:<sup>3</sup>

**1-1-1- التكلفة**

بصفة عامة يركز المدير المالي اهتمامه على تدنية تكلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن، والتي يعبر عنها عادة بمعدل الفائدة السنوي.

<sup>1</sup> رابح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 100.

<sup>2</sup> نفس المرجع اعلاه، 2008، ص: 100.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والطبع والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 421.

**1-1-2- أثر المصدر على نسبة المديونية**

قد يترتب على استخدام بعض مصادر التمويل التأثير على مديونية المؤسسة مقارنة بمصادر أخرى، فتجاوز المديونية لمستوى معين يؤثر على مقدرة الشركة في الحصول على أموال إضافية ويرفع من تكلفة هذه الأموال.

**1-1-3- مدى الوثوق والاعتماد على المصدر في توفير احتياجات المؤسسة**

تتفاوت مصادر التمويل من حيث إمكانية الاعتماد عليها في الحصول على الأموال عندما تدعو الحاجة إليها وفي الوقت المناسب، الأمر الذي يتطلب المفاضلة بين هذه المصادر.

**1-1-4- القيود المفروضة على استخدام المصدر**

قد يكون لبعض المقرضين القدرة على فرض قيود على المؤسسة أكثر من غيرهم خاصة فيما يتعلق بالقدر الأقصى للأرباح الموزعة، المكافآت والإنفاق الاستثماري.

**1-1-5- المرونة**

تعد بعض مصادر التمويل أكثر مرونة من غيرها بحث يمكن الاستفادة منها بشكل أسرع من غيرها، كما يمكن تسديد جزء منها.

**1-2- مصادر التمويل قصير الأجل**

مصادر التمويل قصير الأجل عديدة، ويمكن تلخيصها من خلال الآتي:

**1-2-1- الائتمان التجاري**

يمكن تعريف الائتمان التجاري على أنه الائتمان الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضاعة أو مواد أولية وخامات،<sup>1</sup> ويعتبر أحد مصادر التمويل قصير الأجل بسبب الفترة الزمنية ما بين القيام بعملية الشراء وتسديد قيمة المشتريات، وتزيد أهميته بالنسبة للمؤسسات كلما زادت قيمة مشترياتها.<sup>2</sup>

**1-2-2- الائتمان المصرفي**

يعد هذا النوع من بين أهم مصادر التمويل قصير الأجل، يتم بموجبه منح البنك المؤسسة قروض قصيرة الأجل بحد أقصى لا تتعداه، يحدد وفق مركزها المالي وقدرتها الاقتراضية واحتياجاتها التمويلية والتدفقات النقدية المتوقعة.<sup>3</sup> ويتميز هذا النوع من الائتمان بأنه:<sup>4</sup>

- أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات الاستفادة من الخصم النقدي.
- يمكن اعتباره مصدرا لتمويل الأصول الثابتة أيضا.

<sup>1</sup> راجح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 132.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 424.

<sup>3</sup> راجح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 133.

<sup>4</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والخدمات، الطبعة الأولى،

- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري، لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما الائتمان التجاري يتم من خلاله الحصول على بضاعة.

### 1-2-3- الأوراق التجارية

تستطيع الشركات والمؤسسات القوية أن تحصل على تمويل قصير الأجل مقابل إصدار سندات قصيرة الأجل لا تتعدى مدتها 270 يوم.<sup>1</sup>

تباع هذه الأوراق بواسطة الوسطاء في أسواق النقد، وهي تتميز بإمكانية التداول على نطاق واسع، وتسمح للجهات المصدرة لها بالحصول على الأموال وبتكلفة حقيقية أقل من مصادر التمويل الأخرى.

### 1-2-4- السحب على المكشوف

يتمثل في كونه اتفاق بين البنك والمؤسسة على السماح لهذه الأخيرة بتحرير شيكات تفوق قيمة ما هو متاح من رصيد في حسابها الجاري وبتكليفها على تسديدها في وقت لاحق. ويستحق عليه فائدة تحسب على أساس يومي.

### 1-2-5- التمويل بضمان المخزون

يعني هذا النوع من التمويل، الحصول على قروض مقابل رهن كل أو جزء من المخزون، وبذلك يحدد المقرض نسبة الأموال التي يقرضها بالمقارنة بالمخزون سواء بالنسبة للتكلفة أو القيمة السوقية.

وتختلف هذه النسبة حسب نوعية المخزون، وهناك عوامل عدة تتحكم في تحديدها، ومنها:<sup>2</sup>

- درجة نمطية المادة.

- القابلية للتسويق السريع.

- مدى الاستقرار في أسعارها.

في العادة، يطلب المقرض هامش أمان للحماية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للسلعة موضع الرهن، وكذلك لتغطية أي تكلفة يتحملها في حالة ما إذا تقرر بيع السلعة.

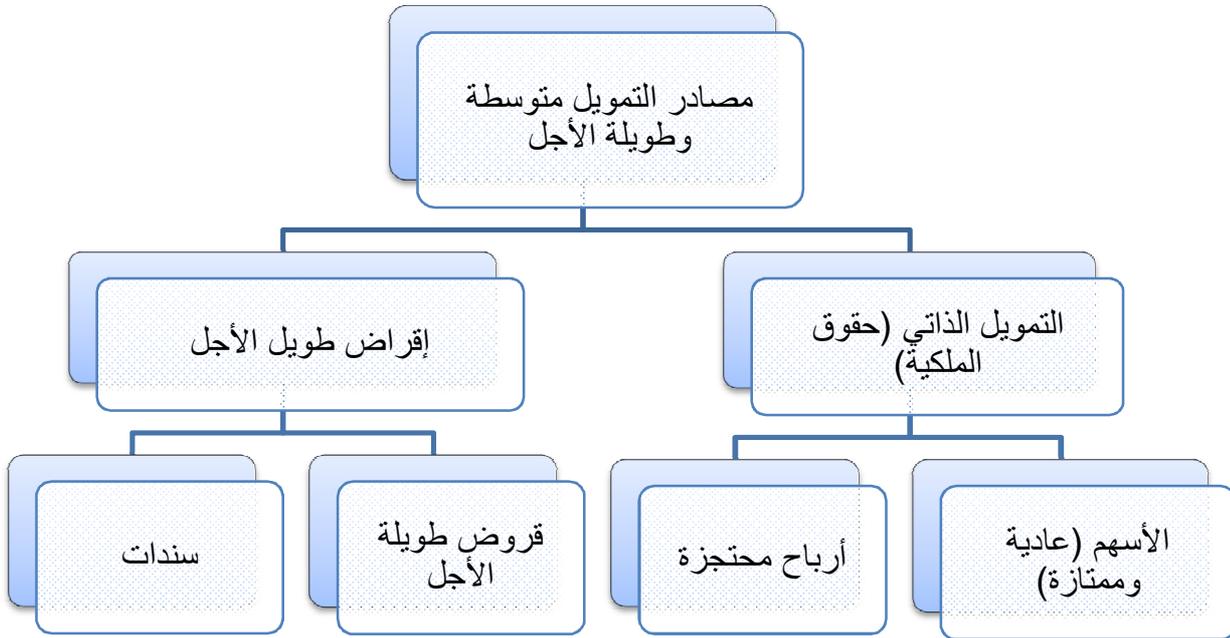
### 2- مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل

تنقسم مصادر التمويل طويلة الأجل تبعاً لمصدر الحصول عليها إلى قسمين أساسيين كما هو موضح في الشكل أدناه:

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 433.

<sup>2</sup> رباح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 135.

## الشكل رقم (01): مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل



المصدر: راجح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 102.

### 2-1- التمويل عن طريق حقوق الملكية

يتم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق حقوق الملكية من خلال الاعتماد على الأرباح المحققة خلال الدورات المالية السابقة والغير موزعة على الملاك والمساهمين (الأرباح المحتجزة)، أو عن طريق طرح أسهم للاكتتاب العام سواء كانت أسهم عادية أو ممتازة كما هو مبين في الشكل أعلاه.

وسيتم تفصيل كل بديل على حدا كالاتي:

#### 2-1-1- الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا هاما لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وهي تمثل الأرباح التي حققتها المؤسسة ولم توزع على المساهمين من حملة الأسهم بغية إعادة استثمارها من جديد.

ويتميز التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بمجموعة من الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

- تكلفة الأرباح المحتجزة قليلة، وتتمثل في التكلفة البديلة للاستثمار في مجال آخر.

<sup>1</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص: 87.

- لا يترتب على استعماله تقديم أي ضمانات لأي جهة كانت، ولا أي التزام اتجاه أي طرف.
- تساعد الأرباح المحتجزة في زيادة قدرة المؤسسة على الحصول على قروض جديدة، ما يمكن المؤسسة من تحقيق وفورات ضريبية، وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال المرجحة.
- إلا أن هذا المصدر يصاحبه بعض العيوب، والتي من أهمها:<sup>1</sup>
- قد لا تحقق المؤسسة أرباحاً كافية وبالتالي حجم الأرباح المحتجزة يعتمد على تخفيض قيمة الأرباح الموزعة على الملاك.
- لا يمكن استخدامها بشكل متكرر.

## 2-1-2- الأسهم

السهم عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة، أو حصة في رأس المال، حيث يحق لحامل السهم المشاركة في أرباح المؤسسة. وينقسم تمويل المؤسسات بالأسهم إلى تمويل بالأسهم العادية وتمويل بالأسهم الممتازة، وفيما يلي تفصيلها.

### 2-1-2-1- التمويل بالأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأصلي الذي تم تأسيس المؤسسة به التي غالباً ما تكون شركة مساهمة، وهي تمثل مصدر التمويل الرئيسي والدائم لها، خاصة عند بدأ التكوين أو القيام بمشاريع توسعة مهمة، وشركة التوصية غير ملزمة بدفع عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم، حيث يحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حال تحقيقها، أما في حال تحقيق المؤسسة لخسارة مالية أو إقرار عدم توزيع الأرباح فإن هذا يعني عدم حصول حملة الأسهم العادية على أي جزء من الأرباح.<sup>2</sup>

يتم تداول الأسهم العادية للمؤسسة عادة في السوق المالية في حالة كون المؤسسة مسعرة في البورصة، أو تزيد زيادة رأس مالها عن طريق النداء العلني للدخار في سوق الأوراق المالية. وقيمة السهم في التداول تحدد بحجم قيمة التدفقات المستقبلية المستحقة لهذا السهم والتي تمثل عادة الأرباح الموزعة على مختلف المساهمين.<sup>3</sup>

### 2-2-1-2- الأسهم الممتازة

يمتاز هذا المصدر الهام للتمويل طويل الأجل لشركات المساهمة بجمعه بين صفات أموال الملكية والاقتراض، وتلجأ المؤسسات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات أهمها:<sup>4</sup>

- إذا كانت كلفتها أقل من كلفة الأسهم العادية، سيما أن هذه الأسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها.

<sup>1</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 87.

<sup>2</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، ص: 182.

<sup>3</sup> ريتشارد بيرلي وآخرون، تعريب سرور علي إبراهيم سرور وأحمد يوسف عبد الخير، أساسيات تمويل المنشأة، دار المريخ للنشر، الكتاب الأول، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011، ص: 135.

<sup>4</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، ص: 182-183.

- عندما لا تتمكن المؤسسة من طرح السندات أو الحصول على قروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية المختلفة.
- عندما تنوي المؤسسة التوسع في أعمالها أو زيادة رأس مالها، وكذلك في حالة زيادة الأعباء على الشركة.

## 2-2- التمويل عن طريق القروض طويلة الأجل

سيتم من خلال هذا الجزء من الدراسة عرض أهم طرق التمويل عن طريق القروض طويلة الأجل والمتمثلة في القروض البنكية طويلة ومتوسطة الأجل، السندات وكذا قرض الإيجار.

### 2-2-1- القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل

تمثل جزءا هاما من التمويل طويل ومتوسط الأجل للمؤسسات والذي يكون مصدره من خارج المؤسسة.

#### 2-2-1-1- تعريف القرض

يعرف القرض بأنه اتفاق بين الدائن والمدين، يقدم بموجبه الدائن مبلغا من المال على أن يقوم المدين بإعادته مع فوائد في أوقات محددة يتم الاتفاق عليها.<sup>1</sup>

#### 2-2-1-2- شروط منح القرض

قبل منح القرض، يتم الاتفاق على جملة من الشروط بين الدائن والمدين، وذلك تنفيذا لاتفاقية القرض ومنها:

- سعر الفائدة والعمولة.
- طريقة السداد (دفعات ثابتة أو متغيرة، دفعات شهرية، سنوية أم دفعة واحدة في أجل معين).
- الضمانات الواجب تقديمها من قبل المقترض.
- شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي والحصول على قروض جديدة.

#### 2-2-1-3- مبررات الاقتراض طويل الأجل

يمكن إيجازها في الآتي:<sup>2</sup>

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية أو الأرباح المحتجزة.
- سرعة توفير هذا التمويل خاصة إذا كانت المؤسسة تتمتع بسمعة جيدة.
- ضعف السوق المالي، وبالتالي احتمال عدم قدرة المؤسسة على التمويل بالأسهم.
- يحافظ على عائد جيد للأسهم، نظرا لثبات عدد الأسهم في المؤسسة.
- يمكن المؤسسة من تحقيق وفورات ضريبية.

<sup>1</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 202.

<sup>2</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص: 202-203.

**2-2-1-4- مزايا وعيوب الاقتراض طويل الأجل**

يتيح التمويل عن طريق القروض طويلة ومتوسطة الأجل عدة مزايا للمؤسسة، إلا أنه لا يخلو من العيوب كذلك.

**2-2-1-4-1- المزايا**

يتميز التمويل بالإقراض ببعض المزايا التي تشجع المؤسسات على استخدامه، وهي كالاتي:<sup>1</sup>

- يعتبر التمويل بالإقراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفرات الضريبية التي تتولد عنه.

- تكلفة الاقتراض المتمثلة في أسعار الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح.

- ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية.

- تعتبر تكلفة الحصول على القرض أقل من تلك المتعلقة بإصدار أسهم جديدة.

**2-2-1-4-2- العيوب**

ويمكن إجمالها في الآتي:<sup>2</sup>

- قد يؤدي فشل المؤسسة في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المؤسسة للإفلاس.

- يؤدي الاقتراض إلى تعرض المؤسسة إلى نوع من المخاطر المالية.

- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق، ومن ثمة ينبغي على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من السيولة لاستخدامها في سداد الدين.

- قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض بعض الشروط والقيود على المؤسسة، ومن أمثلة ذلك عدم حصول المؤسسة على قروض جديدة وحضر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع أو تخفيض نسبة الأرباح الموزعة.

- لا يعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحا لكل المؤسسات، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وحتى تلك الكبيرة تجد صعوبات كبيرة في الحصول على تلك القروض.

**2-1-2- القروض السندية**

السند عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد السنوية. ويختلف السند عن القروض في كونه يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات، ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة أخرى قبل تاريخ استحقاقه عن طريق تداوله في البورصة ولكن عادة بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق.<sup>3</sup>

تتأثر أسعار السندات بالظروف السائدة في السوق المالية وبأسعار الفائدة، فعند ارتفاع أسعار الفائدة بشكل يزيد عن الفائدة المستحقة على السندات تنخفض القيمة السوقية للسندات.

<sup>1</sup> رابح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 117-118.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 118.

<sup>3</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 85-86.

هذا، وسيتم تفصيل كل من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وكذا السندات من خلال الفصل الثاني لهذه الأطروحة.

### 2-1-3- التمويل بالإيجار

هو عبارة عن عقد يتفق بموجبه طرفان، المؤجر والمستأجر، بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به لمدة زمنية معينة، على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول.

ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين للتأجير هما:

#### 2-1-3-1-2- التأجير التشغيلي

في هذه الحالة تكون فترة التأجير قصيرة، وهي عادة لا تكفي المؤجر لتحصيل قيمة الأصل المؤجر، وبإمكان المستأجر إلغاء عقد الإيجار في أي وقت خاصة في حالة تدهور حالة الأصل، كما أن التأجير التشغيلي لا يمنح المستأجر إلا الحق في استعمال الأصل محل التعاقد ولمدة زمنية محددة، ونادراً ما يتم إدراج بند يسمح بشراء الأصل في نهاية فترة التشغيل.<sup>1</sup>

#### 2-3-1-2- التأجير المالي

الإيجار المالي عبارة عن عقد يتم بين المؤجر والمستأجر لمدة زمنية طويلة، يحتوي على بند يخص شراء العقد في نهاية فترة التأجير على عكس الإيجار التشغيلي، كما أن المؤجر لا يستطيع إلغاء العقد المبرم بين الطرفين.<sup>2</sup>

#### المطلب الثالث: العوامل المحددة لاختيار نوع التمويل

عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون منه هيكلها المالي ونسبة كل عنصر فيه، ويخضع قرار اختيار نوع التمويل المناسب للمؤسسة أو نسبته في هيكلتها المالية إلى مجموعة من الاعتبارات، يمكن إيجازها في الآتي:

#### 1- معايير متعلقة بالتوازن لمالي للمؤسسة

مهما كان مصدر تمويل الاستثمار في المؤسسة، لا بد من احترام بعض المعايير المتعلقة بالتوازن المالي للمؤسسة، والتي من أهمها:<sup>3</sup>

#### 1-1- التوازن المالي الأدنى

وفقاً لهذا المعيار، لا بد أن تبقى الأموال المحصل عليها لتمويل نوع معين من الاستثمار في المؤسسة على الأقل لمدة مساوية لمدة حياة الاستثمار.

<sup>1</sup> Philippe Kneipe, Trésorerie et finance d'entreprise, Edition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 1997, P : 223.

<sup>2</sup> Idem, P : 223.

<sup>3</sup> Michel Monereau, Management des organisations touristiques : 1<sup>ère</sup> et 2<sup>ème</sup> années, Edition Bréal, 2<sup>ème</sup> Edition, France, 2008, P : 236.

**1-2- المديونية الأقصى**

يسمى هذا المعيار بالاستقلالية المالية للمؤسسة، حيث إنه لا بد أن لا تتجاوز حجم القروض الممنوحة للمؤسسة حجم الأموال الخاصة المستثمرة، لأن زيادة حجم المديونية يفقد المؤسسة استقلاليتها المالية ويجعلها تتعرض لضغوط دائنيها في اتخاذ مختلف قراراتها الإستراتيجية.

**1-3- نسب السيولة**

توضح هذه النسب قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل، والأصول تعتبر سائلة إذا كانت عبارة عن نقود، أو يمكن تحويلها إلى نقود بسهولة وفي فترة زمنية وجيزة.<sup>1</sup>

**2- معايير متعلقة بأثر الرافعة المالية**

تقاس الرافعة المالية بالدرجة التي تعتمد فيها المنشأة على القروض في تمويل أصولها، وهي تقيس مقدار الزيادة في المردودية المالية للمؤسسة الناشئة عن توسعها في الاقتراض.<sup>2</sup> ويمكن قياسها بقسمة مجموع ديون المؤسسة على صافي الأموال الخاصة (مجموع الديون/ الأموال الخاصة).

**3- المخطر**

المقصود بالمخطر هنا هو ذلك المخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة زيادة الالتزامات المالية للمؤسسة، وعليه يجب على المؤسسة مراعاة هذا الجانب عند اختيار بديل التمويل الأمثل، حيث أن التوسع بكثرة في المديونية يعرض المؤسسة أكثر لخطر الإفلاس والتصفية، وبالتالي على المدير المالي البحث عن التوليفة المثلى لمزج مختلف مصادر التمويل المتاحة التي من شأنها ضمان تمويل أنشطة المؤسسة وتقليل المخاطر المصاحبة لها إلى أدنى مستوياتها.<sup>3</sup>

**4- السيطرة والإدارة**

إن رغبة الملاك الأصليين في الاحتفاظ بسيطرتهم على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا هاما في تحديد الأموال المستخدمة، وفي العادة، لا يتدخل الدائنون في إدارة المؤسسة عندما تكون الأمور طبيعية، إلا أنه في حالة التوسع بدرجة كبيرة في المديونية وعجز المؤسسة عن سداد التزاماتها المالية، فإن هذا يؤدي إلى إفلاس المؤسسة والقيام بتصفيتها، الشيء الذي يجعل الملاك يفقدون كل شيء.

وعليه، يجب على الملاك مراعاة هذا الجانب عند أخذ قرار تحديد البديل التمويلي الأمثل للمؤسسة، الذي يضمن استمراريتها ويقلل المخاطر المصاحبة لها.

**5- تكلفة مصادر التمويل**

تلعب تكلفة مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة دورا مهما في تحديد البديل التمويلي الأمثل للمؤسسة، إذ أن من بين أهم أهداف المسير المالي تدنية تكلفة استخدام الأموال (أموال خاصة وقروض) على مستوى المؤسسة. هذا وتختلف طريقة حساب تكلفة التمويل من بديل تمويلي لآخر.

<sup>1</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 94.

<sup>2</sup> Gérard Melyon, Gestion financière, Edition Bréal, 4<sup>e</sup> Edition, France, 2008, P : 178.

<sup>3</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص: 210.

**6- التوقيت**

يعتبر عنصر الزمن من العوامل المهمة في اختيار البديل التمويلي للمؤسسة، إذ أن بعض مصادر التمويل لا تتطلب فترة زمنية طويلة للحصول عليها عكس البعض الآخر، وعليه يجب على المدير المالي في المؤسسة اختيار البديل التمويلي المناسب والذي يكون متاحا في الفترة الزمنية التي تحتاجه فيها المؤسسة.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص: 213.

### خلاصة الفصل الأول

لقد تم من خلال هذا الفصل عرض المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تم توضيح المعايير المعتمدة في تعريفها، أهم الصعوبات التي تواجه تبني تعريف موحد لهذا النوع من المؤسسات وكذا أهم التعاريف المعتمدة من طرف مجموعة من الدول والمنظمات العالمية.

كما تم أيضا توضيح دورها وأهميتها في الاقتصاديات العالمية، الأشكال القانونية لها، مجالات نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والخصائص والميزات التي تفضلها عن باقي أنواع المؤسسات الأخرى.

ليتم في الأخير عرض أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، وبعض المعايير المعتمدة في اختيار أحسن بديل تمويلي.

ومن خلال هذا الفصل، تم الوصول إلى النتائج الرئيسية الآتية:

- تعتمد مختلف الدول والمنظمات على مجموعة من المعايير عند تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي من أكثرها استعمالا عدد العمال في المؤسسة، رقم الأعمال السنوي وكذا مجموع الأصول في المؤسسة، إضافة إلى بعض المعايير النوعية المتعلقة أساسا بطبيعة الملكية في المؤسسة (الاستقلالية في التسيير).

- تحتل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا أساسيا في الاقتصاديات الحديثة لمختلف الدول وخاصة تلك المتقدمة منها، حيث إنها تساهم بقدر كبير جدا في إحداث مناصب شغل والتقليل من حدة البطالة، كما أنها تساهم في زيادة الناتج الوطني ورفع القدرة الإنتاجية للاقتصاد، وتوزيع الصناعات عبر مختلف التراب الوطني ما من شأنه أن يساهم في تحقيق تنمية متوازنة.

- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كغيرها من المؤسسات الاقتصادية من مشاكل تمويلية عديدة تعيق نموها وتطورها وتوسعها، الأمر الذي دفع القائمين على مختلف الاقتصاديات في العالم إلى إنشاء سوق مالية خاصة بهذا النوع من المؤسسات يتمشى وخصائصها الفريدة وتساعد على جمع الأموال اللازمة لها من أجل تمويل مختلف عملياتها.

وسيتم من خلال الفصل المقبل، التعرض إلى هذا البديل التمويلي المستحدث والمهم في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: الأدوات المالية والمتدخلون في سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية.

## الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### المقدمة

تؤدي مختلف أسواق رأس المال ومنها سوق الأوراق المالية دورا مهما في الاقتصاديات المعاصرة لمختلف الدول، ويرجع ذلك إلى الدور المهم الذي تؤديه للنظام المالي ككل، من حيث تدفق الأموال والمدخرات من مقدمي الأموال إلى مستخدميها، كما أنها أصبحت تمثل المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية في كل بلد.

تساهم سوق الأوراق المالية في تجميع المدخرات المحلية من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي، وتوجيهها بفعالية وكفاءة نحو الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي، من أجل القيام بعملية استثمارها، كما أنها تساهم في تأمين السيولة لمختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية أو ما يسمى البورصة.

وقد ارتبط تطور سوق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي والتكنولوجي لكل بلد، ومع تعاظم أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات الحديثة، والمشاكل التمويلية التي تعاني منها، أصبح من الضروري على سوق الأوراق المالية تكييف آليات الإدراج على مستواه لتلائم طبيعة وخصوصية هذا النوع من المؤسسات، من أجل المساهمة في تمويلها وفتح آفاق جديدة لها. وهو تم تحقيقه في غالبية الدول من خلال إنشاء وعاء خاص بها في سوق الأوراق المالية، مكيف للاستجابة للاحتياجات المالية لها.

هذا، وسيتم من خلال هذا الفصل معالجة المباحث الآتية:

- ماهية سوق الأوراق المالية؛
- الأدوات المالية والمتدخلون في سوق الأوراق المالية؛
- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية.

### المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

لا تختلف سوق الأوراق المالية عن بقية أسواق المنتجات الأخرى أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقعا لالتقاء تيارى الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن السعري والكمي، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لمختلف الأطراف الفاعلة في السوق.

إلا أن ما يميز سوق الأوراق المالية هي طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق لتمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة والمؤسسات الاقتصادية بصفة خاصة - ومنها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-، وهي تتضمن العرض والطلب على مختلف الأوراق المالية.

#### المطلب الأول: سوق الأوراق المالية، مقومات إنشائها، تعريفها ووظائفها

سيتم من خلال هذا المطلب استعراض أهم المقومات الواجب توفرها في الاقتصاد لإنشاء سوق الأوراق المالية، مع إعطاء مجموعة من التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية، تصنيفاتها، هيكلتها وأهم الوظائف التي تؤديها.

#### 1- مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

تستمد سوق الأوراق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق هي الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق. وهذا يعني أن السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدد بل يكفي صناعتها توفير مقومات تزيد من كفاءتها وفعاليتها. وفي هذا الصدد، يمكن التمييز بين نوعين من المقومات، الأولى أساسية والثانية تعزز كفاءة السوق والبيئة الاستثمارية على النحو الآتي:

#### 1-1- المقومات الأساسية

سميت هذه المقومات بالأساسية لأنها تمثل بيئة سوق الأوراق المالية وأعمدة إنشائها، وهي تتضمن العناصر الآتية:<sup>1</sup>

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسة القائمة، والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات.
- فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، وعدم وجود قيود وحواجز تمنع نقل رأس المال والمدخرات والثروات.
- أدوات استثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، وبشكل يزيد من عمق واتساع السوق.
- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة وقادرة على أداء مهام الوسيط المالي وتجميع المدخرات، وتوزيع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب قدرتها على القيام بدور الصيرفة الاستثمارية.
- حجم مناسب من الادخارات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص: 26-27.

## 1-2- المقومات المساندة

- سميت بالمقومات المساندة لأن توفرها يساعد على تطور ونضوج السوق وزيادة فاعليتها وكفاءته، ومن هذه المقومات ما يلي:<sup>1</sup>
- هيكل مؤسسي منظم، تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق، يتصفون بالحياد والخبرة في شؤون المال والاستثمار.
  - تشريعات واضحة لآليات التداول والمتاجرة في السوق، بشكل تضفي صفة المنافسة ومنع الاحتكار، وضمان أراضية خصبة للعرض والطلب.
  - تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، وبشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام ويعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاتها.
  - أنظمة كفؤة للإفصاح المالي والمعلوماتي ذات تكنولوجيا قادرة على معالجة البيانات بالسرعة والدقة والثقة العالية لضمان الشفافية عن واقع السوق وظروف الشركات المدرجة فيها من جهة، ومن جهة أخرى بشكل يساعد على تدفق عدد كبير من أوامر البيع والشراء لضمان سمة اتساع السوق.
  - نظم اتصال فعالة ومتطورة بين عموم المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق وسرعة استجابتها في معالجة الخلل المحتمل في العرض والطلب بسرعة وتغيير طفيف في الأسعار.

## 2- تعريف سوق الأوراق المالية

تعددت التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية، ويمكن عرض البعض منها من خلال الآتي:

- تعريف 1:** سوق الأوراق المالية هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، والتي تمثل مجموع العرض والطلب من أجل الاكتتاب في رأس مال المؤسسات والتوظيف طويل الأجل. وهو عبارة عن:<sup>2</sup>
- حلقة لتمويل الاقتصاد الوطني.
  - وسيلة لتنظيم سيولة الاحتياطات المستثمرة طويلة الأجل.
  - أداة لقياس قيمة الأصول.
  - أداة تساهم في تحول الهيكل الصناعي والتجاري.
  - مكان لتداول الخطر.

**تعريف 2:** ينطبق مفهوم السوق على الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع من حيث كونها مكانا لالتقاء الطلب ممثلا في وحدات العجز المالي، وتيار العرض ممثلا في وحدات الفائض المالي، ويهدف هذا الالتقاء إلى تحديد سعر توازني للأموال يحقق تساوي كمية الأموال المطلوبة مع تلك المعروضة منها.<sup>3</sup>

يعكس هذا المفهوم لسوق الأوراق المالية الجوانب الآتية:

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص ص: 27-28.

<sup>2</sup> Alain Choinel et Gérard Rouyer, « **Marché financier : Structures et acteurs** », La revue Banque éditeur, 6<sup>e</sup> édition, Paris, France, 1996, P : 35.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2007، ص ص: 35-36.

- وجود موقع للالتقاء سواء كان ذلك جغرافيا (بنوك، بورصات منظمة،...إلخ) أو غير جغرافي (شبكة الاتصالات، شاشات العرض،...إلخ).

- تتمثل الأطراف الفاعلة في السوق في وحدات العجز المالي وهي الطرف الطالب للأموال (المؤسسات والدولة عادة)، ووحدات الفائض المالي وهي الطرف العارض للأموال (الأفراد، الحكومات، المؤسسات المالية والبنوك).

**تعريف 3:** كما يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث توحد الأثمان السائدة في السوق في أي لحظة زمنية معينة، ولأي ورقة متداولة في السوق.<sup>1</sup>

**تعريف 4:** تطلق سوق الأوراق المالية على عملية تتكون من مرحلتين، الأولى يتم فيها إصدار مختلف الأوراق المالية وتسمى بالسوق الأولية، أما المرحلة الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية.<sup>2</sup>

يتضح من خلال التعاريف السابقة ما يلي:

- يتمثل موضوع المبادلة في سوق الأوراق المالية في مختلف الأوراق المالية المصدرة من قبل مختلف الفاعلين في السوق (أسهم، سندات وغيرها).

- تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في الجمع ما بين أصحاب الفائض المالي (الأفراد، البنوك والمؤسسات المالية،...إلخ) وأصحاب العجز المالي (المؤسسات والحكومات،...إلخ)، ما يسمح لهم بالحصول على فرص تمويلية مهمة وبتكلفة مناسبة.

- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق الأولية في الحصول على تمويل مناسب لمختلف المؤسسات من خلال إصدار مختلف الأوراق المالية، أما السوق الثانوية فتهم بتوفير السيولة لمختلف المستثمرين من خلال تداول الأوراق المالية بالبيع والشراء على مستواها.

### 3- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن عرض أهم وظائف سوق الأوراق المالية من خلال العناصر الآتية:<sup>3</sup>

#### 3-1- تمثل حلقة لتمويل الاقتصاد الوطني

الوظيفة الأولى لسوق الأوراق المالية تتمثل في تجميع المدخرات من أجل تكوين رأس مال موجه لتمويل الاقتصاد الوطني، من خلال جمع المدخرات من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي وتوجيهه نحو الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي، ما يسهل على المؤسسات تمويل احتياجاتها

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 34-35.

<sup>2</sup> نفس المرجع اعلاه، 2005، ص: 37.

<sup>3</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص: 104-106.

لضمان نموها وتوسعها، ويمنح للدولة مصادر تمويلية إضافية تمكنها من إتمام سياستها الاقتصادية والاجتماعية.<sup>1</sup>

### 3-2- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار

إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الانفعالات لسماع أي خبر وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل. والبورصة في هذا المجال، تقوم بدور هام لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع أساسا للانفعالات، والتي قد تكون خطأ، ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأوضاع وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة بالقيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار عند أوضاعها الطبيعية.

### 3-3- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر

وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها. فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لكل الأوراق المدرجة يوميا، مبينة حجم التعامل على كل ورقة وحركة الأسعار الخاصة بها، ما يمكن المستثمر من المقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق التي يرغب الاستثمار فيها.

كذلك، التطورات والإبداع في سوق الأوراق المالية خاصة ما يعرف بالمشتقات المالية جعلت من هذه الأسواق مكانا لتسيير الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديون، التنوع في الأوراق المالية يسمح كذلك بالتقليل من الأخطار التي يتحملها المستثمر.

### 3-4- تعتبر البورصة مؤشرا للحالة الاقتصادية

تساعد البورصة في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فتعتبر المركز الذي يتم فيه عملية تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيله، فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة.

### 3-5- تعتبر وسيلة لقياس قيمة أصول المؤسسة

تسمح عملية التداول على أسهم المؤسسة في سوق الأوراق المالية من تحديد أسعار أسهمها التوازنية والتي يتم بها البيع والشراء في البورصة في كل حصة عمل، ما يجعل من البورصة وسيلة حقيقية لقياس قيمة أصول أي مؤسسة مسعرة في البورصة.

كما أن عملية الإعلام الدوري للمستثمرين (حوالي 250 مرة سنويا) عن الوضعية المالية للمؤسسات المسعرة، حركات الأسعار وكميات التبادل تحول دون خروج سعر أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة عن القيمة العادلة له.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op-Cit, 1996, P : 35.

## المطلب الثاني: هيكل سوق الأوراق المالية

يمكن تجزئة سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية وسوق ثانوية.

### 1- السوق الأولية

مهمتها الأساسية جذب المدخرات طويلة الأجل من أجل المساهمة في عملية تمويل الاقتصاد الوطني،<sup>2</sup> فهي تمثل جانب الاستثمار الحقيقي عكس السوق الثانوية (الاستثمار المالي). وتسمى بسوق الإصدارات الجديدة سواء للمؤسسات قيد التأسيس أو تلك القائمة التي تقوم برفع رأس مالها. وتباع الإصدارات الجديدة في السوق الأولية.

تتمثل الإصدارات الجديدة المحتملة في إصدار الأسهم التي تكون غايتها تقوية الأموال الخاصة للمؤسسة، السندات العادية والتي تهدف إلى جذب مدخرات طويلة الأجل لمختلف الأعوان الاقتصاديين. إضافة إلى إصدار منتجات هجينة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم والأسهم الممتازة.<sup>3</sup>

تقوم مختلف الهيئات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية بتنظيم عملية الإصدار والاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة لمختلف الفاعلين في السوق وهذا بموجب التشريعات والتنظيمات المعدة لهذا الغرض، حيث تبدأ السوق الأولية عملها انطلاقاً من حصول المؤسسة على الترخيص بالاكتتاب العام لأوراقها المالية من الهيئة المخول لها ذلك.<sup>4</sup>

حتى تكون السوق الأولية نشطة، لا بد من أن تكون السوق الثانوية فعالة، حيث من أجل جذب المستثمرين والمدخرين لشراء الأوراق المالية من السوق الأولية لا بد أن تكون السوق الثانوية قادرة على توفير السيولة في الأجل المحددة وبكل فعالية.<sup>5</sup>

### 2- السوق الثانوية

سيتم من خلال هذه النقطة عرض العنصر الآتية:

#### 1-2- تعريف السوق الثانوية

يقصد بالسوق الثانوية السوق التي يتم من خلالها تداول الورقة المالية المشتراة من السوق الأولية بالبيع والشراء بناء على أوامر حاملها وبمساعدة الوسطاء الماليين والسماسة الناشطين في السوق.<sup>6</sup> كما تعرف بأنها السوق التي يتم من خلالها بيع الإصدارات الأولى من الأوراق المالية.<sup>7</sup> تمنح هذه السوق حرية التصرف في الورقة المالية، حيث أنه بإمكان حاملها بيعها دون الرجوع إلى مصدرها، وهذا بغية تحقيق الأرباح الناتجة عن فروق الأسعار التي تحدد بصفة مستمرة ويومياً من

<sup>1</sup> Alain Choinel et Gérard Rouyer, **Op-Cit**, 1996, P : 36.

<sup>2</sup> **Idem**, 1996, P : 41.

<sup>3</sup> **Idid**, 1996, P : 41.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، 2010، ص: 93.

<sup>5</sup> Alain Choinel et Gérard Rouyer, **Op-Cit**, 1996, P p : 41-42.

<sup>6</sup> السيدة عبد الفتاح اسماعيل وعبد الغفار علي حنفي، **الأسواق المالية- أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- صناديق الاستثمار**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 11.

<sup>7</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، **مرجع سبق ذكره**، 2005، ص: 75.

خلال تدفق الأوامر من البائع إلى المشتري عبر الوسطاء الماليين والسماسة ما يكسب السوق الثانوية صفة الاستمرارية.<sup>1</sup>

تكمن أهمية السوق الثانوية في كونها تضيف صفة العمق والاتساع للورقة المالية وتوفر المرونة النسبية في تسيلها، ما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين وبالتالي يساعد المؤسسات في الإصدار الأولي على تسويق أوراقها المالية بسهولة أكثر. هذا بجانب أن كفاءة وفاعلية السوق تحقق القيمة العادلة للورقة المالية وتتيح للمؤسسات المصدرة معرفة القيمة الحقيقية لأسهمها ما يمكنها من تحديد السعر المرجعي لإصداراتها المقبلة.<sup>2</sup>

## 2-2- تقسيم السوق الثانوية

ويمكن تقسيم السوق الثانوية إلى عدة أجزاء، وهي:

### 2-2-1- السوق المنظمة

هي سوق الأوراق المالية المدرجة، التداول بها يكون بموجب قواعد وإجراءات تحدها لجنة السوق وطبقاً لمواعيد دورية وبطريقة المزايمة العلنية.<sup>3</sup> لذلك أهم ما يميز هذه السوق هيكلها التنظيمي والمؤسساتي الذي يدار من قبل لجنة تسمى لجنة السوق أو البورصة، وأعضاء لجنة السوق منتخبين من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق والوسطاء والحكومة. وتتحدد مهام لجنة السوق بإدارة وتنظيم عملية التداول بالأوراق المالية عبر الوسطاء المسجلين والمجازين من قبل لجنة البورصة.

تمتاز السوق المنظمة بكون الصفقات التي تتم فيها تكون معلنة ما يتيح حرية المساومة عبر آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، هذا بجانب أن التشريعات التي تضعها لجنة السوق توفر الحماية لكل المتعاملين وتضمن حقوقهم، لذا أغلب وأكبر أسواق الأوراق المالية العالمية منظمة بهذا الشكل.<sup>4</sup> تضع لجنة السوق المنظمة مجموعة من الشروط لإدراج الورقة المالية، والتي تتعلق أساساً بعدد المساهمين، رأس المال الأدنى للمؤسسة، عدد الأسهم التي يمسكها الجمهور والقيمة السوقية للأسهم، والأرباح قبل الضريبة في السنوات الأخيرة.

### 2-2-2- السوق الموازية

السوق الموازية عبارة عن شبكة اتصالات متطورة تربط الوسطاء المنتشرين جغرافياً، وعبر هذه الشبكة تتدفق الأوامر لتنفيذ الصفقات بيعاً وشراءً على الأوراق المالية الغير مدرجة في السوق المنظمة.<sup>5</sup>

تمتاز هذه السوق بأن ليس لها هيكل تنظيمي ومؤسساتي محدد، كما أن الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تتوفر فيها شروط الإدراج في السوق المنظمة، وفي الغالب تعود لشركات صغيرة الحجم

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 100.

<sup>2</sup> Frederic Mishki et autres, Monnaie, banque et marchés financiers, 9<sup>e</sup> édition, Edition Pearson Education France, Paris, France, 2010, P: 34.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 101.

<sup>4</sup> Frederic Mishki et autres, Op-Cit, 2010, P: 34.

<sup>5</sup> كرسي سابق لدراسة الأسواق المالية الإسلامية، ترجمة لطفي عامر بن جديدة وآخرون، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011، ص: 62.

ومحلية والتي يملك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد العائلة. لكن في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة ومعروفة لا تفضل الإدراج في السوق المنظمة تفادياً للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات.

ومن بين أفضل التجارب عن السوق الموازية هو سوق نازداك Nasdaq في أمريكا الذي تأسس في عام 1971 في إطار الجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق الماليةين NASD، ويعد سوق نازداك ثاني أكبر الأسواق من حيث حجم التداول بالدولار.<sup>1</sup>

### 2-2-3- السوق الثالثة

نمت هذه الأسواق منذ بدايات عام 1960 كسوق منافسة للأسواق المنظمة والموازية، ويرجع سبب نموها إلى رغبة المستثمرين الكبار والمؤسساتيين في تخفيض تكلفة الصفقات وتجنب الدخول إلى الأسواق المنظمة ذات العمولات الثابتة والغير قابلة للتفاوض.

وتشكل صناديق التقاعد وصناديق الوصاية التي تدار من قبل البنوك التجارية القطاع الأكبر استثماراً في هذه السوق، تتكون هذه السوق من بيوت السمسرة الغير عضو في السوق المنظمة، وهنا تكمن قدرة هذه الشركات على تخفيض تكلفة المعاملات من الصفقات، كونها لا تتحمل أي رسوم تسجيل أو عضوية كما هو الحال بالنسبة للسمسرة والوسطاء المسجلين في السوق المنظمة، كما أن سمسرة السوق يتاجرون بالأوراق المالية المدرجة في السوق المنظمة والموازية.<sup>2</sup>

### 2-2-4- السوق الرابعة

يشار إلى هذه الأسواق على الصفقات التي تتم فيه التعامل مباشرة بين المستثمرين من المؤسسات الكبيرة والأفراد والأغنياء، الذين يتعاملون في أحجام كبيرة من الأوراق المالية، من غير وساطة أحد السمسرة أو تجار الأوراق المالية.<sup>3</sup>

تتسم هذه السوق بسرعة إتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جداً، ويتخذ في شكله صيغتين، الأولى شبكة اتصالات إلكترونية، يتم من خلالها إرسال أوامر البيع والشراء بين المستثمرين وبسرعة وشفافية، وبدون إعلان للهوية الشخصية للمتعاملين، وبذلك يتجنب المتعاملون هامش البيع والشراء الذي يطلبه السمسرة والوسطاء في السوق المنظمة. أما الصيغة الثانية للسوق الرابعة، فهي ما يسمى بشبكات التقاطع، وهي عبارة عن نظام لتنفيذ صفقات متقابلة للمتعاملين في حالة البيع والشراء وعبر الحاسوب، وتقوم الشبكة بمعالجة دفعات الأوامر بشكل إجمالي وفي آن واحد وعلى أساس السرعة وبكلفة منخفضة. وهناك أربع شبكات تقاطع تعمل الآن في الأسواق المالية الأمريكية لتنفيذ الصفقات المتقابلة منها شبكة (ITG Posit (Investment Technology Group) وبورصة أريزونا الأمريكية للأسهم AZX، وشبكة OptiMark، وشبكة Instinet التي تعمل على أساس مبدأ اضرب وخذ، أي أن الشبكة تسمح للمتعاملين بالبحث عن المشتري أو البائع إلكترونياً والتفاوض المباشر دون تدخل السمسار.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 104.

<sup>2</sup> نفس المرجع اعلاه، 2010، ص: 105.

<sup>3</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 82.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 105-106.

### المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

تعد نظرية السوق الكفؤة أحد أهم الموضوعات عند دراسة سوق الأوراق المالية، ومنذ بداية الستينيات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفؤة نظرية للأسعار العادلة لمختلف الأصول المالية المسعرة في البورصة، وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية. وعليه، فإن السوق تكون كفؤة اعتماداً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة.

#### 1- مفهوم السوق المالية الكفؤة

تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز.<sup>1</sup> ويقصد بالانعكاس الكامل استجابة المشاركين في السوق بسرعة للمعلومات الجديدة ومن ثم تحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية في السوق تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار المستقبلية.<sup>2</sup> وعليه، يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناء على المعلومات المستلمة ويكون هذا السعر دالاً لحالة التوازن في السوق.

كما يمكن تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها الحالة عندما يكون سعر أي أصل مالي مسعر في البورصة يعكس وبشكل فوري كل المعلومات المتاحة حوله.<sup>3</sup> كما أن المنافسة بين عدد كبير من المستثمرين المتخصصين الذين يمتازون بالرشادة والعقلانية في عقد صفقاتهم هي ما تساهم في كفاءة السوق.<sup>4</sup>

وكنيجة لكفاءة سوق الأوراق المالية، لا توجد أوراق مالية في السوق مسعرة بأكثر أو بأقل من قيمتها الحقيقية (القيمة العادلة للأصل)، والسعر الحالي لأي ورقة مالية يعكس كافة المعلومات المتاحة والمتوقعة للمستقبل حول هذا الأصل.

#### 2- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

حتى تكون سوق الأوراق المالية كفؤة حسب فاما (Fama, 1976) لا بد أن لا يهمل أي معلومة مهمة في تحديد سعر الأصل المالي وأن يأخذ بعين الاعتبار التوقعات المستقبلية لسعر الأصل.<sup>5</sup> وفي مجال كفاءة سوق الأوراق المالية، يمكن التمييز بين مفهومين أساسيين للكفاءة، هما مفهوم الكفاءة الكاملة ومفهوم الكفاءة الاقتصادية.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 38.

<sup>2</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مارس 2002.

<sup>3</sup> Josef Antoine et Marie Claire Capiou Huart, Dictionnaire des marchés financiers, 1<sup>ère</sup> édition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2006, P : 212.

<sup>4</sup> Yasmine Hayek Kobeissi, Marchés fractals: Stratégies d'investissements, Edition connaissance et savoir, Paris, France, 2009, P: 25.

<sup>5</sup> Benjamin Ndong, Les Marchés boursiers émergents: problématique de l'efficience, Edition Pblibook, Paris, France, 2011.

**2-1- الكفاءة الكاملة**

تعني السوق الكفاءة في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الأصل المالي، وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات. كما أنه لا بد أن لا يكون هنالك فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على المعلومات ما يضمن عدم حصول أي منه على فرصة تحقيق عائد غير متوقع.<sup>1</sup>

**2-2- الكفاءة الاقتصادية**

يعد مفهوم الكفاءة الكاملة مفهوما نظريا يصعب تحقيقه على أرض الواقع نظرا لصعوبة تحقيق شروط الكفاءة الكاملة، ويمكن تعريف الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية على أنها سعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة وأنه دائما في سباق مع الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعده في بلوغ ذلك الهدف.<sup>2</sup>

كما تعني الكفاءة الاقتصادية للسوق أن يتمتع السوق بكل من كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، وكفاءة التخصيص.

**2-2-1- كفاءة التسعير**

يطلق عليها بمصطلح الكفاءة الخارجية، ويقصد بها وصول المعلومات الجديدة لكل المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير وبدون تكبد أي كلفة ما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، ويصعب على أي مستثمر تحقيق أي أرباح غير عادية.<sup>3</sup>

**2-2-2- كفاءة التشغيل**

يطلق عليها الكفاءة الداخلية للسوق، وتعني قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب في ظل انعدام تكاليف المعاملات، وتتحقق هذه الكفاءة من خلال صناع السوق من خلال مواجهة الطلب العالي وامتصاص العرض الكبير بصفقات لحسابهم الخاص وبهوامش ربح منخفضة.<sup>4</sup>

**2-2-3- كفاءة التخصيص**

والتي تعني أن يتم توجيه الموارد النادرة والمحدودة نحو أفضل استخدام ممكن، أي توجيه الأموال نحو الأوراق المالية التي تحقق أكبر عائد لمستثمريها.<sup>5</sup> أو عندما يتطور سعر الأصول المالية بطريقة مساوية لمعدلات العائد الحدية المعدلة بين جميع المدخرين والمستثمرين.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عائشة عزوز، دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية، أطروحة دكتوراه علوم التسيير، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013، ص: 60.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 61.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 287.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 45-46.

<sup>5</sup> Fredj Jawadi, Jean-Michel Sahut, Inefficiency et dynamique des marchés financiers, Edition L'Harmattan, Paris, France, 2009, P: 20

<sup>6</sup> Amos Susskind, La finance comportementale, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2005, p: 7.

### 3- شروط كفاءة سوق الأوراق المالية

- تقوم نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية على مجموعة من الفرضيات الواجب توفرها لتحقيق مفهوم السوق الكفوءة، والتي يمكن ذكرها في الآتي:<sup>1</sup>
- إتاحة المعلومات لجميع المشاركين في السوق بذات اللحظة والسرعة والموضوعية وبدون تكلفة، لضمان تماثل توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية المتوقعة.
  - عدم وجود قيود على حجم التعاملات، مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب، وعدم وجود قيود كمية على المعاملات مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.
  - العدد الكبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنع هذه الكثرة أي مستثمر من الاستئثار أو الهيمنة على السوق، أو حتى إمكانية التأثير على السعر القائم.
  - الرشادة والعقلانية في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار.

### 4- أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية

- صنفت أدبيات الاستثمار والأسواق المالية كفاءة السوق إلى ثلاثة أشكال بناء على طبيعة المعلومات وشموليتها، وهي كالاتي:<sup>2</sup>
- 4-1- كفاءة السوق بالشكل الضعيف**

تتضمن هذه الصيغة إطارا محتواه، أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (البيانات التاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذا النوع من المعلومات متاح للجميع نظرا لحدوثها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها بدون أي تكلفة.

لذلك ووفق هذا الطرح، فإنه ليس بإمكان أي أحد تحقيق عوائد استثنائية بمجرد معرفة الأسعار السابقة للأصول المالية، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية،<sup>3</sup> وتعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية، إذ ترى أن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا، ولا بد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وغير مرتبطة وهو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية.

### 4-2- كفاءة السوق بالشكل شبه القوي

تتضمن هذه الصيغة أن الأسعار الجارية للأوراق المالية (الأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى) تعكس المعلومات المتاحة جميعا، والتي تؤثر على تسعير هذه الأصول، متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية والمعلومات التاريخية والحالية عن الأسعار والكميات المتبادلة ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجم الإصدار، ولا تنحصر بالمعلومات الماضية وحجم المعاملات كما في الشكل السابق.

<sup>1</sup> Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez, **Asset & Risk Management: La finance orientée « risques »**, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2003, p: 68.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، 2007، ص ص: 284-285.

<sup>3</sup> Franck Moraux, **Finance des marchés**, Edition Pearson Education, Paris, France, 2010, P: 9.

وفق هذه الصيغة، تتكيف أسعار الأصول المالية المسعرة في البورصة بسرعة وبصورة صحيحة لكل المعلومات الجديدة المتاحة لعامة الجمهور.<sup>1</sup>

لذلك، فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما هو متاح من المعلومات لتقويم الأصول المالية، ولا يمكن لأي منهم تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة.

#### 4-3- كفاءة السوق بالشكل القوي

هذه الصيغة تتبنى سعرا جاريا للأصل المالي يعكس كافة المعلومات العامة والخاصة، والتي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة.

لذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السوق الكفاءة تشمل معلومات المحظيون (المدراء التنفيذيون، حاملو الأسهم الرئيسيين، ... إلخ)، وبالتالي فإن السعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لن يكون بإمكان أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية كون سعر الأصل المالي مطابق لقيمته العادلة.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق، يمكن ملاحظة أن الشكل الضعيف لكفاءة السوق يرتبط بالمعلومات التاريخية، أما كفاءة السوق في شكلها شبه القوي فهي تعتمد على المعلومات الماضية والحالية، أما في شكلها القوي فهي تعتمد على المعلومات التي يملكها المحظيون إضافة إلى المعلومات سالفة الذكر.

#### المبحث الثاني: الأدوات المالية والمتدخلون في سوق الأوراق المالية

يتم في سوق الأوراق المالية تداول الأصول المالية متمثلة في الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، من طرف مختلف الأعوان الاقتصاديين المتدخلين في البورصة من خلال إصدار مجموعة من الأوامر المتعلقة ببيع وشراء هذه الأصول.

وعليه، سيتم من خلال هذا المبحث عرض أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، المتدخلون في السوق وكذا أهم الأوامر التي يتم تنفيذها في البورصة.

#### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتمثل الأوراق المالية في السلعة التي يتم تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، لذلك فهي تمثل العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، ومن هنا تبرز ضرورة دراسة الأوراق المالية كون دراستها يعد جزء مهما من دراسة سوق الأوراق المالية، إضافة إلى أن التمويل المعاصر للمؤسسات يركز بشكل أكبر على مختلف الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، والمتداولة في البورصة بسبب خصائصها ومرونة التعامل بها ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض.

وفيما يلي، أهم الأوراق المالية المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية.

#### 1- الأسهم العادية

تعد الأسهم العادية أحد أهم أدوات تمويل رأس المال في شركات المساهمة، وهي أكثر أنواع الملكية شيوعا بين مختلف المستثمرين بغض النظر عن إمكانياتهم المادية وثقافتهم الاستثمارية.

<sup>1</sup> Josef Antoine et Marie Claire Capiou Huart, **Op-Cit**, 2006, P : 212

<sup>2</sup> Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez, **Op-Cit**, 2003, p: 69.

**1-1- مفهوم الأسهم العادية**

يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، ويمنح الحق لحامله في الحصول على عوائد مالية غير ثابتة، بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم.<sup>1</sup> أو هو عبارة عن وثيقة أو صك ملكية، تصدره المؤسسة عند بداية نشاطها (رأس المال الأولي) أو عند الحاجة إلى الأموال (رفع رأس المال)، ويوضع على كل سهم اسم المؤسسة المصدرة له، نوع السهم ورقمه، وقيمه الاسمية.<sup>2</sup> ورأس مال المؤسسة هو عبارة عن عدد الأسهم المصدرة من طرف المؤسسة مضروبا في القيمة الاسمية للسهم.<sup>3</sup>

من بين أهم خصائص السهم هي المسؤولية المحدودة لحامله، وتعويضات حق الملكية، والمقصود بها أن حملة الأسهم العادية عند تصفية موجودات الشركة يحصل على ما تبقى من التصفية بعد سداد كل الالتزامات الخاصة بالدائنين. أما العائد فيحصل حملة الأسهم العادية على حصة من الدخل كقسائم أرباح في حال ما قررت المؤسسة توزيعها على المساهمين، أما فيما يتعلق بالمسؤولية المحدودة فإن خسارة حملة الأسهم العادية تتحدد بمقدار مساهمتهم في رأس مال المؤسسة وهو ما يعبر عنه بالقيمة الاسمية للسهم العادي.

**1-2- أنواع قيمة السهم العادي**

يمكن التمييز بين عدة أنواع لقيمة السهم، والتي يمكن إيجازها في الآتي:

**1-2-1- القيمة الاسمية**

وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لكل الأسهم المصدرة من طرف المؤسسة يتكون رأس مالها الاجتماعي.<sup>4</sup>

**1-2-2- قيمة الإصدار**

وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس مالها، وتكون في الغالب مساوية للقيمة الاسمية عند تأسيس الشركة.<sup>5</sup> أما عند زيادة رأس مالها، فإن تحديد قيمة الإصدار يتم عن طريق تقييم المؤسسة وأصولها.

**1-2-3- القيمة الدفترية**

هي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية، وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين. لذلك، فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر وتدل على قدرة الشركة على التوسع والاستمرار. وعليه، فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في السوق المالية هو أن السهم العادي

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 154.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 88.

<sup>3</sup> Paul Jacque Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, 2eme édition, Edition DUNOD, Paris, France, 2005, P: 10.

<sup>4</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 114.

<sup>5</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 114-115.

يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل، وبمعنى آخر أن مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (سعر إغلاق السهم على قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة.<sup>1</sup>

وتحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد بقسمة أصول المؤسسة بعد خصم التزاماتها على عدد الأسهم المصدرة، أو بقسمة حقوق المساهمين التي تشمل رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح المحتجزة على عدد الأسهم العادية.<sup>2</sup>

#### 1-2-4- القيمة السوقية

وهي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محدد، وتتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب على السهم العادي في بورصة الأوراق المالية.

يستخدم المستثمر عند تحديد هذه القيمة مؤشرات العائد والمخاطرة المتعلقة بالسهم، ويعمل على الموازنة بينهما من أجل تعظيم ربحه المتوقع، ومن أهم صعوبات تحديد العائد المتوقع على الأسهم العادية هو تحديد حجم التدفقات النقدية المنتظرة وكذا توقيتها، لذلك فإن أسعارها تتصف بعدم الاستقرار والثبات.<sup>3</sup>

#### 1-2-5- القيمة الحقيقية

وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة وقوائم الأرباح المتوقعة ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح، فهي القيمة المخصومة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويطلق عليها في بعض الأحيان القيمة العادلة.

يعكس تحقق القيمة العادلة للسهم العادي في سوق الأوراق المالية حالة التوازن في هذه السوق، وكذا مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية.<sup>4</sup>

تحليل المستثمر للقيمة الحقيقية للسهم العادي ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق يمكن من معرفة ما إذا كان سعر السهم أعلى من قيمته الحقيقية (تسعير مضخم) أو أقل من قيمته الحقيقية (تسعير مخفض).

#### 1-2-6- قيمة التصفية

وهي تمثل القيمة التي يمكن أن يحصل عليها حملة الأسهم من موجودات الشركة عند تصفيتها من خلال بيع جميع أصولها، وهذا بعد سداد المصاريف المتعلقة بالتصفية، حقوق الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 160.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 115.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 161.

<sup>4</sup> نفس المرجع اعلاه، 2010، ص: 161.

<sup>5</sup> Elise Cormier, Préparation et analyse des états financiers, 3<sup>ème</sup> Edition, Les Presses de l'université Laval, Québec, Canada, 1997, P: 12-6.

**1-3-3- حقوق حملة الأسهم**

يتمتع حامل السهم بمجموعة من الحقوق نظير امتلاكه جزء من رأس مال الشركة، والتي يمكن تحديدها في الآتي:

**1-3-3-1- الحق في التصويت**

انطلاقاً من مبدأ مساواة جميع حملة الأسهم، فإن كل سهم له الحق في التصويت خلال انعقاد الجمعية العامة للمؤسسة. هذا الحق يمنح صاحبه كذلك الحق في الحصول على كل المعلومات المتعلقة بالشركة، وخاصة تلك المتعلقة بالحسابات.<sup>1</sup>

كما يمكن لحملة الأسهم ترشيح أنفسهم في الجمعية العامة للعضوية في مجلس إدارة المؤسسة في حال امتلاك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.<sup>2</sup>

**1-3-3-2- الحق في الحصول على قسائم الأرباح**

في نهاية كل سنة مالية، تقوم المؤسسة بتوزيع جزء من الأرباح المحققة على المساهمين في الشركة، كل حسب حصته في رأس المال، أما الجزء المتبقي فيتم الاحتفاظ به على مستوى المؤسسة في شكل احتياطات. ويخضع تحديد النسبة الموزعة على المساهمين من الأرباح المحققة عن طريق مجلس الإدارة مع مراعاة السياسة المالية للمؤسسة وكذا التحديات التي تواجهها.<sup>3</sup>

**1-3-3-3- الأولوية في الاكتتاب**

يمارس هذا الحق من طرف المساهمين القدامى في المؤسسة في حالة رفع رأس مال المؤسسة عن طريق إصدار أسهم جديدة، ويكون الحق في الاكتتاب في الأسهم الجديدة بنفس مقدار ما يمتلكه الشخص من الأسهم الحالية للمؤسسة.<sup>4</sup>

**1-3-3-4- الحق في قيمة التصفية**

عند تصفية الشركة، يحصل كل مساهم على مقدار من قيمة المؤسسة يتناسب وحصته في المؤسسة وهذا بعد تسديد كل التزامات المؤسسة المالية اتجاه مختلف دائنيها.

في حالة قيمة التصفية أكبر من القيمة الاسمية للسهم، يحصل حامل السهم على علاوة التصفية والمتمثلة في الفرق ما بين قيمة التصفية والقيمة الاسمية للسهم، أما في الحالة العكسية (قيمة التصفية أقل من القيمة الاسمية للسهم) فيتحمل حامل السهم خسارة.<sup>5</sup>

**1-3-3-5- الحق في نقل ملكية السهم**

بإمكان حامل السهم نقل ملكيته إلى أي شخص آخر من خلال عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية، أو بغيرها من الطرق.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 11.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، **مرجع سبق ذكره**، 2005، ص: 120.

<sup>3</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 11

<sup>4</sup> **Idem**, P : 15.

<sup>5</sup> **Ibid**, P : 17.

<sup>6</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، **مرجع سبق ذكره**، 2005، ص: 121.

تسهل كفاءة السوق من إمكانية بيع حامل السهم لورقته المالية بالسعر الأنسب لها، كما أن تمتع السوق بسيولة عالية من شأنه أن يسهل من هذه المهمة أيضا.

#### 1-4-1- عائد الأسهم العادية

تتسم عملية تحديد العائد المتوقع على الأسهم العادية بالصعوبة والتعقيد على عكس السندات، فالأسهم العادية تتميز بمدة حياة غير محدودة، فهي موجودة مادامت المؤسسة قائمة وتمارس نشاطها، كما أن التدفقات النقدية المستقبلية للأسهم العادية غير معروفة وهي مرتبطة بحجم الأرباح المحققة في المستقبل، ومن الصعوبة بما كان التنبؤ بها وتحديدها على نحو صحيح خاصة في ظل الابتعاد في الزمن، كما أنها مرتبطة بعدة عوامل كالتطورات الاقتصادية على سبيل المثال<sup>1</sup>.

يعرف عائد السهم بأنه المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار والمخاطر التي يتحملها في توظيف الأموال في الأسهم العادية<sup>2</sup>. ويمكن حسابها انطلاقا من العلاقة الآتية:

**العائد على السهم العادي = القيمة السنوية للأرباح الموزعة للسهم الواحد / قيمة السهم<sup>3</sup>**

ويمكن التمييز بين الأنواع الآتية من العائد:

#### 1-4-1-1- عائد فترة الاحتفاظ

هو ذلك العائد المحقق فعلا، وهو يعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين إذا ما تم بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ، لذلك هو مقياس لنجاح المستثمر في زيادة الاستثمار الرأسمالي بالإضافة إلى الإيراد المتوقع. ويحسب كالاتي<sup>4</sup>:

$$R = \frac{P1 - P0 + D}{P0}$$

حيث إن: R: العائد على السهم، P1: سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)، P0: سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)، D: قسائم الأرباح الموزعة على السهم.

#### 1-4-1-2- العائد المتوقع

يقصد به المتوسط المرجح لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار حول الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات (حالات الطبيعة)، ويحسب كالاتي<sup>5</sup>:

$$E(R) = \sum_{k=0}^n P_i \times R_i$$

<sup>1</sup> Faouzi Rassi, **L'Évaluation des Actifs Financiers et la Relation Risque-Rendement**, Presse de l'université du Québec, 2010, P: 7.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، 2010، ص: 163.

<sup>3</sup> Aswath Damodaran, **Finance d'entreprise: Théorie et pratique**, 2eme Edition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2006, P: 897.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، 2010، ص: 163-164.

<sup>5</sup> **نفس المرجع أعلاه**، ص: 165.

حيث إن:  $E(R)$ : العائد المتوقع على السهم،  $P_i$ : احتمالات تحقق العائد،  $R_i$ : معدل العائد وفقا للظرف الاقتصادي.

### 1-4-3- معدل العائد المطلوب

هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الأصول ذات المخاطرة المرتفعة، ويعكس هذا المعدل العلاقة ما بين العائد والمخاطرة.

يعد نموذج تقييم الأصول المالية (CAPM)<sup>1</sup> من أفضل النماذج تمثيلا للعلاقة ما بين العائد المتوقع على الأصل المالي والمخاطرة التي يتحملها المستثمر. وتعطى صيغته الرياضية بالعلاقة الآتية:<sup>2</sup>

$$E(R_i) = R_f + B_i (E(R_m) - R_f)$$

حيث إن:  $R_i$ : العائد على الأصل المالي،  $R_f$ : معدل العائد بدون مخاطرة (في الغالب يعبر عن معدلات الفائدة في الأسواق النقدية)،  $B_i$ : معامل الخطر،  $R_m$ : العائد المتوسط للسوق.

### 2- الأسهم الممتازة

قد يلجأ المدير المالي في المؤسسة في بعض الأحيان إلى التمويل عن طريق إصدار الأسهم الممتازة، وقد يعتبر مصدرا ملائما للتمويل لأنه يحمل معدل عائد ثابت ويؤدي إلى زيادة الرفع المالي للمؤسسة.<sup>3</sup>

ويمكن تعريف الأسهم الممتازة على أنها أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي،<sup>4</sup> وهي تمثل صك ملكية يمنح صاحبه توزيعات أرباح معروفة مسبقا ومستقرة في أغلب الحالات، وله الأسبقية في أموال التصفية عند إفلاس المؤسسة مقارنة بأدوات الملكية الأخرى.<sup>5</sup> تمول بواسطتها الشركات من خلال منح حق الملكية لحاملها مشابهة بذلك الأسهم العادية، إلا أنها تختلف عن السهم العادي في:<sup>6</sup>

- إن حق الملكية المكتسب لحاملها والذي تعكسه القيمة النقدية لها، يستثنى الاحتياطات والأرباح عند الاحتساب.

- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، وبذلك تقترب الأسهم الممتازة من السندات، ولكن حق التوزيع يبقى مشروطا بقرار الإدارة في التوزيع. وتكتسب الأسهم الممتازة أسبقية في التوزيع مقارنة مع الأسهم العادية. ففي حالة إقرار الإدارة عدم توزيع الأرباح في أي سنة، فإن توزيعات الأسهم الممتازة لا تصرف لكنها تبقى متراكمة، أي عند

<sup>1</sup> Capital Asset Pricing Model

<sup>2</sup> Keith Cuthbertson, Économie financière quantitative: actions, obligations et taux de change, 1<sup>er</sup> Edition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2000, P: 79.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 505.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 179.

<sup>5</sup> Roger A. Lamontagne, La Planification Financière Personnelle, 2<sup>ème</sup> Edition, Presses de l'université du Québec, Québec, Canada, 2001, P; 8-7.

<sup>6</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص ص: 100-101.

إقرار التوزيع في سنوات لاحقة فإنه لا تصرف توزيعات الأسهم العادية إلا بعد صرف توزيعات الأسهم الممتازة المترجمة.

- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية.
- لا يتمتع حامل السهم الممتاز بحق التصويت في الجمعية العمومية (إلا في حالات محددة).
- تتمتع الأسهم الممتازة بارتفاع تكلفتها نسبيا مقارنة مع باقي وسائل التمويل المتاحة أمام المؤسسة، وهذا راجع إلى:<sup>1</sup>
  - الحق في التوزيعات بنسب مئوية محددة وثابتة (عند تحقيق الأرباح غالبا).
  - عدم تحقيقها لوفورات ضريبية للمؤسسة المصدرة كما هو الحال بالنسبة للتمويل عن طريق السندات أو أدوات الدين الأخرى.
  - مطالبة المستثمرين في هذه الأداة بعائد مرتفع نسبيا مقارنة بباقي الأوراق المالية الأخرى.
  - وعليه، فإن المؤسسة المصدرة للسهم الممتاز تنص على شرط الاستدعاء، حيث يحق للمصدر استدعاء الأسهم الممتازة في الحالات المحتملة الآتية:<sup>2</sup>
    - محاولة تقليل حجم المشاركة في الملكية.
    - تخفيف العبء السنوي لهذا النوع من التمويل جراء استحقاقات التوزيع الثابتة.
    - تجاوز مشكلة ارتفاع تكلفة التمويل والتي تظهر جليا في حالات انخفاض تكلفة البدائل التمويلية الأخرى.
- ويختلف السهم الممتاز عن السهم العادي رغم كون كلاهما يمثل أداة ملكية، ويمكن توضيح أوجه الاختلاف ما بين السهم العادي والسهم الممتاز من خلال الجدول أدناه:

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 101.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 101-102.

## الجدول رقم (06): أوجه الاختلاف بين السهم الممتاز والسهم العادي

معيار المقارنة	السهم الممتازة	السهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية صرفة
مستوى الدخل	قسائم أرباح ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية المثبتة في شهادة السهم الممتاز	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح
الاستحقاق	قد يكون قابلاً للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	يكون السهم قائماً ما دامت الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح الأسهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح الأسهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة في الإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والتصويت والانتخاب في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع والنشاط
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة اسمية واحدة

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 180.

## 3- السندات

تمثل السندات مصدراً مهماً من مصادر التمويل عن طريق القروض الذي تلجأ إليه شركات المساهمة والحكومات لسد الاحتياجات المالية الكبيرة، إذ يتم تجزئة المبلغ المطلوب إلى فئات وفق قيمة اسمية معينة ليتم بيعه للجمهور والمؤسسات المالية. ويترتب على إصدار السندات التزامات مالية ثابتة للمؤسسة اتجاه حاملي السندات عند تاريخ الاستحقاق.

## 3-1- تعريف السندات

تمثل السندات صكوك دين لمالكها، وهي تتمتع بدخل ثابت يمنحه مصدر السند الذي غالباً ما يكون شركة ذات أسهم أو الدولة.<sup>1</sup> وهي أداة تمويل مباشر ما بين وحدات العجز (مصدر السندات) ووحدات الفائض (المكتتبون في السندات)، لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات تدعى كل منها سندا.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Faouzi Rassi, Gestion financière à long terme: investissements et financement, Presse de l'université du Québec, 2007, P: 94.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 103.

تمتاز السندات بأربع خصائص أساسية يتم ذكرها في عقد الإصدار، وتتمثل في القيمة الاسمية للسند، المكافأة أو الفائدة التي يحصل عليها حامل السند، طريقة الإصدار وطريقة سداد السندات في نهاية مدة القرض.<sup>1</sup>

### 3-2- خصائص السندات

على الرغم من الاختلاف النسبي ما بين السندات حسب جهة الإصدار، إلا أنها تشترك في الخصائص الآتية:<sup>2</sup>

- تمثل السندات أداة مديونية.
- تحقق السندات عائدا لحاملها من خلال معدل الفائدة المقرر دوريا (سنويا، سداسيا، فصليا) والمحسوب بناء على قيمتها الاسمية، وكذا العائد الرأسمالي المتمثل في الفرق ما بين القيمة السوقية عند الشراء وعند البيع.
- لا يحق لحامل السند التدخل في نشاط المؤسسة المصدرة والتأثير على قراراتها إلا في حالات الإفلاس.
- للسند تاريخ استحقاق معين على خلاف السندات العادية.

### 3-3- قيم السندات

يمكن التمييز بين عدة قيم للسندات كالآتي:

#### 3-3-1- القيمة الاسمية للسند

وهي القيمة المثبتة على السند عند إصداره لأول مرة، وتتمثل وظيفتها الأساسية في أنها المرجع الذي يحسب على أساسه قيمة الفائدة الدورية المستحقة على السندات (الكوبون).<sup>3</sup>

#### 3-3-2- قيمة الإصدار

تتمثل قيمة الإصدار في كمية النقود التي يدفعها حامل السند لمصدرها من أجل اقتناء السند، ويمكن أن تكون هذه القيمة مساوية، أكبر أو أصغر من القيمة الاسمية.<sup>4</sup> وفي غالب الأحيان وبغية تسهيل عملية بيع السندات، يحدد المصدر سعرا أقل من القيمة الاسمية للسندات.<sup>5</sup>

#### 3-3-3- قيمة السداد

وتمثل القيمة المسددة لحامل السند عند تاريخ الاستحقاق، وتكون عادة مساوية للقيمة الاسمية للسند أو أعلى منها (بعلاوة).<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 22.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، 2007، ص ص: 103-104.

<sup>3</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 22.

<sup>4</sup> Joseph Antoine et Marie-Claire, **Titres et Bourse: Valeurs mobilières**, 2<sup>eme</sup> Edition, Edition De Beock, Bruxelles, Belgique, 1998, P : 79.

<sup>5</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P : 22.

<sup>6</sup> Joseph Antoine et Marie-Claire, **Op-Cit**, 1998, P : 79

**3-3-4- القيمة السوقية**

تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التبادل في البورصة، وهي تعبر عن القيمة الحقيقية للسندات، وغالبا ما يعبر عنها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند.<sup>1</sup>

**3-3-4- سمة التحويل**

بعض السندات المصدرة من طرف الشركات تسمح لحاملتها بتحويلها إلى عدد معين من الأسهم العادية وبسعر تحويل محدد وخلال مدة محددة باتفاقية السند.<sup>2</sup>

تعتمد القيمة التحويلية للسند بالدرجة الأساس على سعر السهم وعدد الأسهم، إذ أن ارتفاع سعر السهم في السوق يؤدي إلى ارتفاع القيمة التحويلية للسند والعكس بالعكس.

تمنح سمة تحويل السندات إلى أسهم عادية الشركة فرصة الحصول على التمويل اللازم بكلفة أقل من خلال إصدار السندات بمعدلات فائدة منخفضة، ومن جهة أخرى أنها عملية تمويل بالأسهم مؤجلة إلى فترة لاحقة، وبالتالي سمة التحويل تجنب الشركة إغراق السوق بالأسهم في وقت لا يتناسب وقرار الزيادة في التمويل.<sup>3</sup>

أما من وجهة نظر المستثمر، فإن قرار تحويل السند إلى سهم عادي يعتمد على إجمالي قسائم الأرباح المتوقع الحصول عليها بعد عملية التحويل، إذ يجب أن تكون أكبر من التدفقات النقدية للسند (الكوبون) من أجل إتمام عملية التحويل.

**3-3-5- العائد على السندات**

يمكن التمييز بين عدة أنواع لمعدلات العائد التي يمكن حسابها وتطبيقها على السندات، ومنها:

**3-3-5-1- المعدل الاسمي**

يطبق على القيمة الاسمية للسند، ويستعمل في حساب الفائدة المستحقة على السندات، ويكون إما:<sup>4</sup>

- ثابتا ولا يتغير طوال مدة حياة السند.
- متغير أو قابل للمراجعة إذا كان معدل الفائدة متغيرا باستمرار طوال مدة حياة السند.

**3-3-5-2- معدل العائد الحقيقي**

يحسب هذا المعدل بناء على القيمة الحقيقية المدفوعة لاقتناء السند وليس بناء على قيمته الاسمية، وهو يساوي الفائدة المحصلة من السند مقسومة على السعر المدفوع للحصول على السند.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 23.

<sup>2</sup> Aswath Damodaran, **Pratique de la finance d'entreprise: A user's manual**, 2eme Edition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2010, P: 267.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، 2010، ص ص: 257-258.

<sup>4</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 24.

<sup>5</sup> **Idem**, P: 25.

### 3-5-3- المعدل المخاطر

هو المعدل الفعلي المحصل عليه قبل الضرائب، ويأخذ بعين الاعتبار كل التدفقات النقدية المستحدثة المحتملة للسند.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية

يوصف المشاركون في سوق الأوراق المالية باللاعبين، وهم مصدرى الأصول المالية والمستثمرين بها، بالإضافة إلى الوسطاء الماليين كونهم يؤدون وظائف اقتصادية أساسية للسوق. ويمكن توضيح المتدخلين في السوق من خلال:

#### 1- المعارضون للمال

وهم المستثمرون في سوق الأوراق المالية، والذين يمكنهم منح أموالهم مقابل امتلاك مختلف الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية سواء الخاصة بالملكية كالأسهم أو تلك الخاصة بالمدىونية كالسندات. هذا النوع من المستثمرين يشمل الفئات ذات الفائض المالي من الأفراد والمؤسسات والهيئات الحكومية.<sup>2</sup>

#### 2- الطالبون للمال

تشمل الفئات ذات العجز المالي، والتي تقوم بإصدار مختلف الأوراق المالية -سندات وأسهم وغيرها- بغية تمويل احتياجاتها المالية عن طريق بيع هذه الأصول المالية لأصحاب الفائض المالي، ويشمل هذا الصنف غالباً المؤسسات والهيئات الحكومية.<sup>3</sup>

#### 3- المؤسسات المالية والسماسرة

تمارس المؤسسات المالية المختلفة دور الوساطة المالية، وتعد من بين مصادر تطور التعاملات في السوق، وانتقال الأرصدة بين مختلف أطراف السوق المالية. وتأخذ هذه المؤسسات أشكالاً مختلفة، حسب طبيعة أدواتها المستخدمة في تكوين أصولها وخصومها، لذلك لا يوجد شكل واحد لهذه المؤسسات، ويمكن تصنيفها كالآتي:

#### 3-1- مؤسسات الإيداع

وهي مؤسسات عامة وخاصة، تقبل الودائع بأشكالها المختلفة من الوحدات الاقتصادية، وتقدم تسهيلات ائتمانية إلى وحدات اقتصادية أخرى.

وتساهم هذه المؤسسات عبر آلية خلق الودائع واشتقاقها في التأثير بالعرض النقدي في الاقتصاد. وتشمل مؤسسات الإيداع كل من:

#### 3-1-1- البنوك التجارية

تخضع نشاطات البنوك التجارية في كل دول العالم إلى مجموعة من الإجراءات الصارمة، من أجل المحافظة على الثقة ما بين الأفراد والمتعاملين في النظام المالي، وتركز هذه الإجراءات

<sup>1</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 25.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، **مرجع سبق ذكره**، 2005، ص: 44.

<sup>3</sup> **نفس المرجع أعلاه**، ص: 44.

بالخصوص على الأموال الخاصة بالبنك، الأنشطة المسموح بالتعامل فيها وتأمين الودائع وضمن الوساطة المالية.<sup>1</sup>

تتمثل الموارد المالية للبنوك التجارية في الودائع الجارية، الودائع الادخارية والودائع لأجل، بالإضافة إلى رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح غير الموزعة. وتستخدم هذه الموارد بشكل رئيسي في تقديم مختلف القروض للأفراد والمؤسسات وغيرهما، والاستثمار في مختلف الأصول المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

### 3-1-2- مؤسسات الادخار والإقراض

وهي مؤسسات تعبئ مواردها عن طريق الودائع المختلفة، وخاصة الادخارية منها، وتستخدم مواردها في سوق الرهن وخاصة العقارية. ولقد أدى تطور هذه المؤسسات إلى دخولها الإقراض الاستهلاكي قصير الأجل، والتعامل بالودائع تحت الطلب لتقترب بذلك من البنوك التجارية في نشاطها.<sup>3</sup>

### 3-1-3- بنوك الادخار

وهي مؤسسات إيداعية تقترب في نشاطها من مؤسسات الادخار والإقراض، لكن هيكلها يشابه تنظيم التعاونيات من حيث إن المودعين يمتلكون المصرف، وكذلك أدت التوسعات إلى تعاملها بالودائع تحت الطلب.<sup>4</sup>

### 3-1-4- اتحادات الائتمان

وهي عبارة عن مؤسسات مالية صغيرة، تتكون من عدد من الأعضاء، تجمعهم صفة مشتركة، مثل وجودهم في شركة أو مؤسسة حكومية واحدة أو منطقة سكنية واحدة.

تحصل هذه الاتحادات على الأموال بتجميع المدخرات من أعضائها في صورة حصص من رأس المال، وتركز نشاطها في تقديم قروض استهلاكية وقروض إسكان لأعضائها بأسعار فائدة منخفضة.<sup>5</sup>

### 3-2- المؤسسات التعاقدية

وهي مؤسسات مالية لا ودائعية، الأساس في مواردها هو تعاقداتها المحدودة بالزمن، ما يمكنها من معرفتها نسبيا مقارنة بالودائع. وهو ما يتيح لهذه المؤسسات فرصة للاستثمار طويل الأجل. وتشمل كلا من:

<sup>1</sup> John Hull et autres, **Gestion des risques et institutions financières**, 2<sup>ème</sup> Edition, Edition Pearson Education, Paris, France, 2007, p: 24.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، **مرجع سبق ذكره**، 2005، ص: 47.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، 2007، ص: 48.

<sup>4</sup> **نفس المرجع أعلاه**، ص: 48.

<sup>5</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، **مرجع سبق ذكره**، 2005، ص: 47-48.

**3-2-1- شركات التأمين على الحياة**

تقوم شركات التأمين على الحياة، باعتبارها مؤسسات مالية وسيطية، بتجميع أقساط التأمين على الحياة للمؤمن عليهم، مقابل دفع مبلغ مالي معين لورثتهم حال الوفاة، ثم تقوم باستخدام وتوظيف هذه الأموال في شراء الأسهم والسندات التي تصدرها مختلف الجهات في سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

**3-2-2- شركات التأمين ضد المخاطر**

تحصل هذه الشركات على مواردها من أقساط التأمين ضد الحرائق، الحوادث والسرقات وغيرها. وهي مشابهة لشركات التأمين على الحياة، غير أنها معرضة أكثر لاستنزاف مواردها عند حدوث الكوارث، لذا فهي تركز استثماراتها في الأصول الأكثر سيولة مثل السندات الحكومية، أدونات الخزينة، الأسهم والسندات المصدرة من طرف مختلف المؤسسات.<sup>2</sup>

**3-2-3- صناديق معاشات التقاعد**

تحصل على مواردها من أقساط معاشات التقاعد المدفوعة من العمال وأرباب العمل مقابل توفير دخل عند التعاقد، وتستثمر هذه الأموال في الموارد المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات.<sup>3</sup>

**3-3- مؤسسات الاستثمار**

وهي مؤسسات مالية وسيطية تعتمد على بيع الأصول المالية إلى الجمهور، والاستثمار في الأسهم والسندات، ومن أمثلتها:

**3-3-1- شركات الاستثمار**

وهي مؤسسات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات، وتصدر في مقابلها أسهما أو شهادات مثبتة لذلك، ثم تقوم باستثمار هذه الأموال في محفظة متنوعة من الأسهم والسندات المصدرة من قبل مختلف الفاعلين في سوق الأوراق المالية، وتستفيد من الأرباح المحققة مشاركة بينها وبين هؤلاء المستثمرين.<sup>4</sup>

**3-3-2- الصناديق المشتركة**

تقوم هذه المؤسسات الوسيطة بتجميع الموارد من خلال بيع الأوراق المالية (أسهم وسندات)، وهي تساعد في تخفيض المخاطر من خلال سياسة تنويع محفظة الأصول المالية.

ويمكن لحامل السهم استرداد قيمته، علما أن قيمة السهم تتقلب حسب أوضاعها في السوق، وتعد الصناديق بمثابة محفظة استثمارية، وقد توسع دور هذه الصناديق بشكل ملحوظ بين المؤسسات الوسيطة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 48.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 48.

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 49.

<sup>4</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 49.

<sup>5</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 49.

### 3-3-3- صناديق سوق النقد

وهي شبيهة بصناديق الاستثمار المشتركة، ولكنها تقترب من مؤسسات الإيداع نسبياً، فهي تبيع الأسهم كالصناديق المشتركة لتستخدم الموارد المجمعة في شراء أدوات سوق النقد (قصيرة الأجل) ذات السيولة المرتفعة. والفائدة المحققة هي الأساس في دفع عائد لحاملي أسهمها.<sup>1</sup>

### 3-3-4- شركات التمويل

وهي الشركات التي يتركز نشاطها في تقديم قروض الاستهلاك قصير ومتوسط الأجل للأفراد وذلك لشراء السلع المعمرة، كما تقدم القروض لمختلف المؤسسات.

وتحصل هذه شركات التمويل على مواردها من خلال إصدار الأوراق التجارية، السندات والأسهم بالإضافة إلى القروض التي تحصل عليها من البنوك.<sup>2</sup>

### 3-4-4- مؤسسات سوق الأوراق المالية

على الرغم من أن هذه المؤسسات لا تمارس دور الوساطة في تعبئة الموارد أو إصدار التزامات مباشرة، إلا أنها تمارس دوراً مهماً في التوسط المالي بين وحدات العجز والفائض.

### 3-4-4-1- السماسرة وتجار الأوراق المالية

السماسر مجرد وسيط في البورصة ولا يعمل لحسابه الخاص، يعتبر وكيلاً للمستثمرين عند البيع أو الشراء، حيث يقوم بتنفيذ أوامر الشراء والبيع الصادرة إليهم مقابل أجر معين.<sup>3</sup>

أما التاجر فيقابل البائع بالمشتري للورقة المالية من خلال كونه مستعداً لشراء أو بيع أوراق مالية عند سعر معين، لذلك فالتاجر يحتفظ بمخزون معين من الأوراق المالية لأجل بيعها للمستثمرين، وقد يكون متخصصاً في أوراق معينة أو شاملاً. وهو بذلك يتحمل المخاطر التي تصيب تقلب الورقة المالية على عكس السماسر.<sup>4</sup>

### 3-4-4-2- مصارف الاستثمار

هي مؤسسات مالية متخصصة في تسويق الإصدارات المالية، إما تسويقاً مجرداً مقابل أجر محدد، أو مع ضمانات تصريف تلك الأوراق بسعر متفق عليه.<sup>5</sup> وتأخذ المساعدة التي تقدمها أحد الأشكال الآتية:<sup>6</sup>

- تقديم النصح للوحدات بخصوص إصدار الأسهم والسندات، من حيث إدارة الإصدار وتقديم دراسة السوق، وتحليل المركز المالي للمؤسسة وتوقيت الإصدار وسعر الإصدار المناسب فضلاً عن التوزيعات المناسبة للإصدار.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 49.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 50-51.

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 51.

<sup>4</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 51.

<sup>5</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 51-52.

<sup>6</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 50-51.

- وظيفة تنفيذ التعهد، وذلك بتغطية الإصدار وتحمل المخاطر (يمكن أن يتحمل مصرف واحد أو مجموعة من المصارف وظيفة تغطية الإصدار في حال كان الإصدار كبيرا).
- تسويق الأوراق المالية المصدرة والقيام بحملة الإعلانات والاتصال بالمستثمرين المحتملين مثل البنوك، شركات التأمين وعموم الجمهور.

### المطلب الثالث: أوامر البورصة

تمثل البورصة موقعا للتعامل ما بين وحدات العجز المالي ووحدات الفائض عبر آليات بيع وشراء وتحديد الأسعار.

#### 1- تعريف الأمر

يقصد بالأمر في اصطلاح المتعاملين في سوق الأوراق المالية بالطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط، ببيع أو شراء أوراق مالية معينة.<sup>1</sup>

#### 2- المعلومات الواجب توفرها في الأمر

ينبغي على أوامر البورصة أن تحتوي على معلومات معينة من أجل ضمان حسن تنفيذها، والتي تتمثل في الآتي:<sup>2</sup>

##### 1-2-1- معلومات عامة

تتمثل في الآتي:

- نوع العملية المراد القيام بها (بيع أو شراء).
- عدد واسم الأسهم المراد بيعها أو شراؤها.
- الرمز التعريفي للورقة المالية محل الأمر.

##### 2-2- حدود صلاحية الأمر

هي كالاتي:

- أوامر اليوم: بالنسبة للأوامر الموجهة للتنفيذ في يوم معين ويتم سحبها مباشرة من السوق في حالة عدم تنفيذ الأمر.
- أوامر بمدة محددة: تبقى الأوامر صالحة في السوق إلى غاية يوم انتهاء تنفيذ الأمر.
- أوامر الإلغاء: تبقى هذه الأوامر صالحة إلا في حالة تنفيذ الأمر أو إلغائه من طرف المستثمر.

##### 2-3- شروط على السعر

يجب على مصدر الأمر أن يحدد السعر أو طريقة التسعير التي ينبغي تنفيذ الأمر بها في السوق.

#### 3- أنواع الأوامر في البورصة

يمكن التمييز بين الأوامر الآتية:

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 525.

<sup>2</sup> Guy Roussey, Guide complet des OPCVM: Investir et gagner sur les SICAV, FCP, TRACKERS, Edition MAXIMA, Paris, France, 2009, P: 71.

**3-1- أوامر محددة**

يعد السعر المحدد من طرف المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها، لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ، أي أن الأمر المحدد يتضمن السقف سعري للشراء حيث يتم الشراء إذا كان السعر مساويا أو أقل من السعر المحدد، والبيع إذا كان السعر مساويا أو أكبر من السعر المحدد، أما في حالة كون السعر أقل في حالة البيع أو أكبر في حالة الشراء فإن السمسار لا ينفذ الأمر ويفضل الانسحاب من السوق.<sup>1</sup>

**3-2- أوامر السوق**

تعد من بين الأوامر الأكثر شيوعا في التعاملات وأفضلها،<sup>2</sup> حيث يطلب من السمسار بيع أو شراء الأصول المالية المتداولة بأفضل سعر وأسرع وقت ممكن، وغالبا ما يكون المستثمر متأكدا من تنفيذ الطلبية لوجود مرونة في تنفيذها.<sup>3</sup>

**3-3- أوامر الإيقاف**

تدعى كذلك بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك الأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه مختلفا بذلك عن السعر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين.<sup>4</sup>

**المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية**

نظرا للأهمية الكبيرة التي أصبحت تطبع مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول من خلال مساهمتها في تحقيق معدلات نمو معتبرة، التخفيف من مشاكل البطالة والرفع من القدرات الإنتاجية للبلد، أصبحت هذه المؤسسات في مركز القرارات الاقتصادية لمختلف الدول، ما أسهم في تعزيز الآليات الداعمة لها بغية تطويرها وحل المشاكل التي تعترضها. ومن بين أهم المشاكل التي تعاني منها هذه المؤسسات تلك المشاكل المتعلقة بالتمويل وتوفير احتياجاتها المالية التي تمكنها من التطور وتساعد على تطبيق خططها التوسعية. ولأجل ذلك، تم استحداث سوق مالية بديلة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تناسب خصوصيتها وتراعي قدراتها وتستجيب لمتطلباتها المالية بغية التخفيف عنها، خاصة فيما يتعلق بتوفير الأموال على المدى المتوسط والطويل.

**المطلب الأول: ماهية الدخول إلى سوق الأوراق المالية**

تهدف عملية الدخول إلى سوق الأوراق المالية إلى تجميع الأموال اللازمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل ضمان السير الحسن لنشاطها والعمل على تحقيق خططها، وهذا من خلال عرض

<sup>1</sup> Olivier Picon, **Comprendre la bourse pour gagner à la hausse comme à la baisse**, 15<sup>ème</sup> édition, Edition MAXIMA, Paris, France, 2010, P : 37.

<sup>2</sup> Pascal Alphonse et autres, **Gestion de portefeuille et marchés financiers**, 2<sup>ème</sup> Edition, Edition Pearson Education, Paris, France, 2007, p : 32.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، 2007، ص: 251.

<sup>4</sup> **نفس المرجع أعلاه**، ص: 251.

أو طرح مختلف أوراقها المالية للاكتتاب العام في البورصة. كما تمكن أيضا من تحسين صورتها الخارجية، إضافة إلى تمكين المساهمين الحاليين من إمكانية بيع حصصهم في رأس المال.<sup>1</sup> سيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم الأسباب التي أدت إلى إنشاء سوق للأوراق المالية خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ماهية السوق البديلة وكذا أهم الميزات التي تتيحها لهذا النوع من المؤسسات.

### 1- أسباب اللجوء إلى سوق بديلة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيزا مهما وكبيرا في النشاط الاقتصادي لمختلف الدول، ومدخلا تكمليا لعدد من المؤسسات الكبيرة. كما تسهم في استيعاب نسبة جيدة من العمالة الوطنية. لذا، فإن دعمها يعتبر مهما من أجل دعم وتنويع الاقتصاد الوطني ورفع مستوى التشغيل فيه، ومن أهم وسائل الدعم تلك المتعلقة بحل المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال استحداث سوق أوراق مالية خاص بها يمكنها من تجاوز العقبات التي تواجه نموها وتطورها.

ومن بين أهم الأسباب التي أدت إلى استحداث سوق مالية بديلة موجهة لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يلي:

- المشاكل التمويلية الكبيرة التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وصعوبة حصولها على الأموال اللازمة لها من مصادرها التقليدية خاصة تلك المتعلقة بقدرات التمويل الذاتية المحدودة والشروط التعجيزية للبنوك من أجل منح القروض على المدى المتوسط والطويل.
- تنويع مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح لها من اختيار هيكلتها المالية المثلى التي من شأنها تقليل تكلفة الأموال المستخدمة في المؤسسة وتقليل المخاطر المرتبطة بكل مصدر من مصادر التمويل المتاحة.
- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وإنشاء شركات المساهمة.<sup>2</sup>
- الأهمية المتزايدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف اقتصاديات العالم، ودورها الكبير في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والتقليل من مختلف المشاكل المتعلقة خاصة بالبطالة وتوزيع النسيج الإنتاجي عبر كامل التراب الوطني، الأمر الذي من شأنه أن يحدث نوعا من التوازن في التنمية المحلية للدولة.
- تخفيف الإجراءات المتعلقة بإدراج وتداول الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية بما يتناسب وخصوصية هذا النوع من المؤسسات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Patrick Sentis, «**Introduction en bourse : Quelles stratégies pour l'entreprise candidate**», *Revue française de gestion*, no 158, vol 5, 2005, P : 227.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، *الإستثمارات والأسواق المالية*، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص: 299.

<sup>3</sup> Serge Peffer, *Vade-mecum du financement des PME*, Edition De Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique, 2010, P: 158.

- تمثل السوق البديلة أداة فعالة لجمع وتعبئة المدخرات الوطنية من خلال عرض مختلف الأصول المالية (أسهم، سندات، ... إلخ) للاكتتاب العام، ومن ثم توجيهها نحو المؤسسات والقطاعات الإنتاجية بما يخدم مصالح المؤسسات، المستثمرين والاقتصاد الوطني ككل.
- العمل على ترقية نمط التسيير بالمؤسسة وتحقيق النقلة النوعية على مستوى حوكمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق دخولها إلى البورصة من خلال تسعير أصولها المالية والإفصاح عن مختلف قوائمها وعملياتها المالية.

## 2- ماهية السوق البديلة، أهميتها وخصوصيتها

السوق البديلة عبارة عن جزء من سوق الأوراق المالية، موجهة خصيصا إلى بعض المؤسسات ذات الحجم المتوسط، والتي لا يمكنها الدخول إلى السوق الرسمية للتداول، يمتاز بشروط إدراج مخففة تتناسب وطبيعة هذه المؤسسات، ويمكنها من توفير التمويل المناسب على المدى المتوسط والطويل، وضمان سيولة أصولها المالية بما يتماشى وحاجات المستثمرين فيها.

### 2-1- تعريف السوق البديلة (الثانية)

يمكن تعريف السوق البديلة على أنها إحدى الآليات التي تم إنشاؤها لتنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة مساهمتها في تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها لتمويل التنمية الوطنية، من جهة، ومن جهة أخرى على أنها تكييف لآليات السوق المالية لتمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من الخدمات التي يقدمها دون الحاجة إلى تلبية شروط الإدراج التعجيزية الخاصة بالسوق الرسمية، بغية تنشيط قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والإسهام في حل مشاكله التمويلية.<sup>1</sup>

وعليه، فالسوق البديلة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سوق منظمة، تحكمها مجموعة من القوانين واللوائح والتنظيمات التي تضمن السير الحسن لها بما يكفل تحقيق الأهداف المرجوة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق عرض أوراقها المالية للاكتتاب، وبما يضمن حقوق ومصالح المستثمرين في الأوراق المالية المصدرة من طرفها.

تشبه السوق البديلة تلك المتعلقة بالمؤسسات الكبيرة (السوق الأولية)، من حيث طبيعة التنظيم والمعايير المتبعة في تسييرها، إلا أنها تختلف عنها في كونها موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبمطلبات إدراج أقل، كون هذه المؤسسات غير قادرة على تحمل التكلفة الكبيرة لعملية الإدراج في السوق، كما أنها غير قادرة على الوفاء بمتطلبات الشفافية والإفصاح المفروضة من طرف الجهات المسؤولة عن مراقبة وضمان السير الحسن للبورصة.<sup>2</sup>

### 2-2- أهمية السوق البديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تساهم بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو ما يعرف بالسوق البديلة في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلد، من خلال جمع وتعبئة المدخرات المحلية وتوجيهها نحو الصناعات والمؤسسات، ما

<sup>1</sup> Djamel eddine Sahnoun, Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME -Le cas de la Tunisie-, Revue Des économies nord Africaines, N°6, 2009, P: 85.

<sup>2</sup> خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة -دراسة إستشرافية-، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2007-2008، ص: 86.

يمكنها من تمويل احتياجاتها وتطبيق خططها التوسعية بما يتماشى وحاجيات الاقتصاد الوطني من مختلف السلع والخدمات.

إصدار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأصولها المالية بغية الحصول على الأموال متوسطة وطويلة الأجل من شأنه أن يساهم في توسيع قاعدة الاستثمار بالأدوات المالية، ما يزيد من اتساع وعمق سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين الماليين خيارات أكبر بشأن إدارة محافظهم الاستثمارية.

كما تساهم كذلك السوق البديلة في تحسين مناخ الاستثمار في البلد، ما يساهم في تحسين الصورة الاقتصادية للبلد، وبالتالي جذب رؤوس أموال إضافية من شأنها أن تساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

### 2-3- خصائص السوق البديلة

تمتاز السوق البديلة بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من أسواق الأوراق المالية، والتي يمكن إيجازها في الآتي:

- سوق موجهة لتلبية الحاجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- شروط وإجراءات القيد فيها مبسطة وميسرة بما يتماشى وخصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تكلفة إدراج أقل نسبياً من نظيرتها في السوق الرسمية، ما يمنح هذا البديل التمويلي أفضلية على التمويل البنكي خاصة فيما يتعلق بتكلفة التمويل.

### 3- تعريف الدخول إلى البورصة

الأمر ليس نفسه في حالة إدراج أسهم أو سندات في سوق الأوراق المالية بالنسبة للمؤسسة المصدرة، ففي حالة قرض سندي سواء كان موجها لعامة الجمهور أو لمجموعة معينة منهم، فإن المصدر يعرض حيازة هذه السندات من خلال اتباع مجموعة من الإجراءات التنظيمية والتي تهدف إلى بيع هذه السندات عن طريق ما يسمى بالنداء العلني للدخول.

أما في حالة الأسهم، فإن المساهمين الحاليين يعرضون فتح حلقة المساهمين أمام مستثمرين جدد عن طريق زيادة رأس مال المؤسسة أو بيع جزء من الأسهم الحالية للمساهمين من خلال الاكتتاب العام في السوق الأولية عن طريق النداء العلني للدخول.<sup>1</sup>

وبالتالي، تصبح الأوراق المالية للمؤسسة مسعرة في البورصة عندما يتم عرض هذه الأوراق لأول مرة في سوق الأوراق المالية من خلال طلب الدخول إلى البورصة، والذي يتم عادة وفق آلية الاكتتاب العام.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Joseph Antoine et Marie-Claire, **Op-Cit**, 1998, P : 72.

<sup>2</sup> Tarek Miloud, **Les introductions en bourse, la structure de propriété et la création de Valeur**, Institut d'Administration et de gestion, Faculté des sciences économiques, sociales et politiques, Université catholique de Louvain, Bruxelles, Belgique, p: 85.

#### 4- مزايا ومساوئ دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة

تتيح السوق البديلة مجموعة من المزايا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة فيها، كما تحمل في طياتها بعض السلبيات، والتي يمكن ذكرها في الآتي:

#### 4-1- مزايا دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسوق البديلة

من بين أهم المزايا التي تتيحها عملية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسوق البديلة ما يلي:

- الحصول على الأموال اللازمة من أجل تمويل نموها وتطورها وبتكلفة مناسبة.
- تنوع مصادر تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من خلال مساهمين جدد.<sup>1</sup>
- تتيح عملية الدخول إلى السوق البديلة للمساهمين في المؤسسة إمكانية تقييم أصول المؤسسة، كما توفر لهم السيولة ما يسهل من إمكانية خروجهم أو تحويلهم.<sup>2</sup>
- يسمح الدخول إلى البورصة بالتقييم المستمر لأصول المؤسسة، ما يسمح بمعرفة درجة كفاءة تسيير المؤسسة وحوكمتها.
- تحسين صورة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لدى عامة المستثمرين والمستهلكين، ما يمكنها من الدخول إلى أسواق جديدة والاستحواذ على نسب سوقية أكبر.
- إتاحة الفرصة لعمال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من أجل المساهمة في رأس مال الشركة، ما يجعلهم فخورين ومحفرين على العطاء أكثر.<sup>3</sup>
- الاستفادة من المزايا التحفيزية الموجهة لتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الدخول إلى البورصة ومنها الإعفاءات الضريبية.

#### 4-2- مساوئ الدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة

- مثلما توفر السوق البديلة عدة مزايا للمؤسسات الراغبة في الدخول إليها، فإن لها بعض المساوئ على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومنها:<sup>4</sup>
- ضرورة تقديم المعلومات المتعلقة بالوضعية المالية والتسييرية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة وبصفة دورية ومنتظمة.
  - صعوبة تسيير تسعير الأوراق المالية للمؤسسة في البورصة، حيث إن هذه الأسعار تتغير بتغير نشاط المؤسسة والمعلومات المفصح عنها وكذا التوزيعات المحتملة على المساهمين، إضافة إلى التقلبات التي تطرأ على السوق.

<sup>1</sup> Éric Stéphan, **La relation capital-risque/PME: fondements et pratiques**, 1<sup>ère</sup> édition, Edition De Boeck & Larcier, 2003, Bruxelles, Belgique, P: 182.

<sup>2</sup> Jean Redis, **Finance entrepreneuriale: Le créateur d'entreprise et les investisseurs en Capital**, 1<sup>er</sup> Edition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2009, P: 148.

<sup>3</sup> Joseph Antoine et Marie-Claire, **Op-Cit**, 1998, P : 74.

<sup>4</sup> Éric Stéphan, **Op-Cit**, 2003, P: 183.

- يعتبر الدخول إلى البورصة عملية معقدة، تعتمد أساسا على اختيار التوقيت الجيد والمناسب والذي يمكن المؤسسة من تحقيق أهدافها فيما يخص فتح أو رفع رأسمالها، أو طرح سندات في السوق.
- تكلفة الإدراج المتمثلة في كلفة اللجنة المسؤولة عن الإدراج، العمولات والأتعاب لمختلف الأطراف المتدخلة في العملية، الإشهار والاتصال وصعوبة التحكم فيها قد يجعل من هذه العملية مكلفة بالنسبة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

### المطلب الثاني: طرق وإجراءات قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة

تمر عملية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق البديلة عبر تحقيق مجموعة من شروط الإدراج المفروضة من طرف اللجان المسؤولة عن تسيير السوق، كما أن المؤسسة ملزمة باحترام قواعد وطرق الإدراج.

#### 1- شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة

السوق البديلة سوق موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي تراعي في ذلك خصوصياتها ومميزاتها من حيث حجمها ورأس المال الموجه للاستثمار. ويمكن إجمال الشروط المتعلقة بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذه السوق من خلال عقد مقارنة مع الشروط العادية للإدراج في السوق الرسمية التونسية كالاتي:

#### 1-1- المقارنة من حيث الحجم

يمكن أبراز المقارنات من حيث الحجم في الآتي:

**الجدول رقم (07): المقارنة بين شروط الإدراج في السوق الرئيسي والسوق البديل على أساس الحجم**

السوق الرئيسية	السوق البديلة
رأس المال الأدنى أكبر من 3 مليار دينار تونسي	لا يوجد رأس مال أدنى
المؤسسة لا بد أن تكون ناشطة في السوق	المؤسسات الناشطة أو قيد التأسيس
ضرورة وجود دليل للإجراءات التنظيمية، التسييرية وإعداد الكشوف المالية	ضرورة وجود دليل للإجراءات التنظيمية، التسييرية وإعداد الكشوف المالية
ضرورة وجود خلية للمراجعة الداخلية، وخطية مراقبة التسيير	ضرورة وجود خلية للمراجعة الداخلية، وخطية مراقبة التسيير

**Source :** Salah Esayal, président du conseil du marché financier en Tunisie, **L'expérience Tunisienne en matière de marché financier**, Intervention en journée scientifique organisée par la Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Alger le 25 Avril 2013, P : 21.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، التسهيلات المقدمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل الدخول إلى البورصة، حيث إن هذا النوع من المؤسسات ليس مطالبا برأس مال أدنى من أجل القيد في البورصة، كما أنه يمكن كذلك تمويل المؤسسات الناشطة فعليا أو تلك التي هي في طور التأسيس وبحاجة إلى رأس مال لبدء نشاطها.

**1-2- المقارنة من حيث توزيع الأسهم**

يمكن توضيح الفرق من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (08): المقارنة بين شروط الإدراج في السوق الرئيسية والسوق البديلة على أساس حملة الأسهم**

السوق الرئيسية	السوق البديلة
توزيع الأسهم على 200 مساهم عام عند تاريخ التسعير كآخر أجل	توزيع الأسهم على 100 مساهم عام أو 05 مساهمين مؤسستين عند تاريخ التسعير كآخر أجل

**Source :** Salah Esayal, président du conseil de marché financier en Tunisie, **Op-cit**, Alger le 25 Avril 2013, P : 22.

يتضح من الجدول أعلاه أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مطالبة بتوزيع أسهما على 100 مساهم عام أو 05 مستثمرين مؤسستين عن تاريخ التسعير من أجل قبول أوراقها المالية في التداول، على عكس المؤسسات الأخرى المطالبة بتوزيع أسهما على ما يفوق 200 مساهم عام من أجل قبول تسعيرها في السوق الرسمية.

**1-3- المقارنة من حيث الفعالية والنتائج المحققة**

يشترط لدخول المؤسسات إلى السوق الرسمية تحقيق نتائج إيجابية في السنتين الأخيرتين من نشاط المؤسسة، حيث يجب أن تحقق المؤسسة ربحا حتى يكون بإمكانها إدراج أسهما في التداول، على عكس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهئة الإشراف على السوق لا تشترط تحقيق أرباح في السنوات السابقة من أجل الدخول إلى البورصة بغية تسهيل إجراءات الدخول وتشجيع المؤسسات على ذلك.<sup>1</sup>

يشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل عملية الدخول إلى السوق البديلة تعيين مرافق لها في العملية، تكون مهمته إرشاد المؤسسة وتقديم النصح لها خلال مختلف مراحل عملية الإدراج، كما يتكفل بضمان سيولة وبقاء الأوراق المالية للمؤسسة حيز التداول.<sup>2</sup>

**2- إجراءات إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة**

تمر عملية إدراج أسهم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة عبر العديد من المراحل الواجب أخذها بعين الاعتبار، وهي كالآتي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Salah Esayal, président du conseil de marché financier en Tunisie, **Op-cit**, Alger le 25 Avril 2013, P : 23.

<sup>2</sup> شوقي جباري ومصطفى قمان، السوق المالية كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - مع الإشارة لحالة الجزائر-، مجلة التنظيم والعمل، فريق البحث حول الهندسة الوظيفية وتطوير المنظمات، جامعة معسكر، الجزائر، العدد الخامس، ص: 13.

<sup>3</sup> Jean Redis, **Op-cit**, 2009, P : 151.

**2-1- تحضير عملية الدخول**

يجب على المؤسسة تحضير فترة ما قبل الدخول إلى السوق المالية، من خلال تكييف شكلها القانوني مع متطلبات اللجان المسؤولة عن السوق (في الغالب شركة مساهمة)، العدد الأدنى من المساهمين، رأس المال الأدنى والعدد الأدنى من الأوراق المالية المعروضة للاكتتاب.

يجب على المؤسسة كذلك تحديث النظام المالي والمحاسبي لها، مع ضمان إعداد تقارير دورية حول الوضعية المالية للمؤسسة.

**2-2- اختيار المرافق للمؤسسة**

يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وقبل الشروع في إجراءات القيد أن تقوم باختيار مرافق لها، يكون من بين البنوك والمؤسسات المالية أو الوسطاء الناشطين في السوق المالية، تكون مهمته تسهيل عملية بيع الأوراق المالية للمؤسسة في السوق المالية بما يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من هذه العملية.

يقوم هذا المرافق عادة بتشكيل نقابة مكونة من مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية بغية تسهيل عملية بيع الأسهم أو السندات المصدرة من طرف المؤسسة بطريقة تمكن من توزيع المخاطر المرتبطة بتوظيف الأصول المالية واستهداف أكبر شريحة ممكنة من الزبائن.<sup>1</sup>

**2-3- اختيار السوق**

تقوم المؤسسة باختيار السوق التي تناسب خصوصياتها وميزاتها، وتمكنها من تحقيق أهدافها التمويلية بأقل جهد وأدنى تكلفة. وبالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن السوق البديلة هي التي تمكنها من ذلك، كون شروط الإدراج فيها موجهة خصيصا لتناسب مميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة من حيث الحجم، كما تمكنها من رفع الأموال المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة مقارنة مع السوق الرئيسية.

**2-4- تقييم أصول المؤسسة وتحديد سعر الدخول**

تعتبر هذه المرحلة جد مهمة في عملية إدراج أسهم المؤسسة للتداول العام في سوق الأوراق المالية، كون أنها تسمح بتحديد السعر الذي سيتم من خلاله عرض هذه الأوراق للاكتتاب العام في السوق، وبالتالي تعتبر من محددات نجاح أو فشل عملية الإدراج في السوق.

في العادة، يقوم مرافق المؤسسة أو رئيس الصف بعملية تقييم أصول المؤسسة، بغية تحديد سعر السهم الواحد، ويعتمد في ذلك على مجموعة من الطرق المعروفة مثل التدفقات النقدية المستحدثة، طريقة الموجودات الصافية للمؤسسة، طريقة المضاعف وغيرها من الطرق التي سيتم ذكرها لاحقا.<sup>2</sup> كما أن تحديد قيمة المؤسسة يمكن أن يكون باستعمال توليفة للطرق سالفة الذكر.<sup>3</sup>

تحدد قيمة السهم الواحد بقسمة قيمة المؤسسة الناتجة عن التقييم على عدد الأسهم الحالية للمؤسسة، والذي يمثل عادة سعر الإصدارات الجديدة.

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, **Op-Cit**, 2010, P : 284.

<sup>2</sup> **Idem**, P : 285.

<sup>3</sup> Joseph Antoine et Marie-Claire, **Op-Cit**, 1998, P : 76.

**2-5- تقدير الطلب المحتمل على الأوراق المالية**

تتم في هذه المرحلة محاولة تقدير الطلب المحتمل لمختلف المستثمرين في السوق بغية التأكد من إمكانية بيع كل الأوراق المالية عند إصدارها، كما أن مرافق المؤسسة يتصل ويتشاور مع نقابة الإصدار من أجل تغطية عملية الإصدار في حال عزوف المستثمرين عن شراء أصول المؤسسة.

تتم مراجعة السعر الأولي للأسهم انطلاقاً من نتائج هذه الدراسة، حيث إذا كان الطلب مرتفعاً فإن السعر يتجه نحو الارتفاع، والعكس بالعكس.

**2-6- الحصول على تأشيرة اللجنة الموكلة بمراقبة عمل السوق**

بعد إعداد ملف الدخول إلى البورصة، تقدم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة طلبها إلى اللجنة المشرفة على السوق بغية الحصول على موافقتها على طرح أسهمها أو سنداتهما للاكتتاب العام في السوق البديلة، حيث تعمل هذه اللجنة على التأكد من صحة المعلومات المذكورة في مذكرة المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة وموافقتها لشروط الإدراج المنصوص عليها في القوانين واللوائح المنظمة لعمل البورصة.

**2-7- تنفيذ عملية الدخول إلى البورصة وتوزيع الأسهم الجديدة على حاملها**

يتم في هذه المرحلة طرح أسهم أو سندات المؤسسة للاكتتاب العام في السوق البديلة، وتوزيع الأوراق المالية على حاملها الجدد الذين يكتسبون صفة مساهم في حالة شراء أسهم للمؤسسة، أو صفة الدائن في حالة شراء سندات.

انطلاقاً من هذه المرحلة، تكون الأصول المالية للمؤسسة قابلة للتداول في البورصة، ويخضع تحديد سعرها لعوامل العرض والطلب عليها من طرف المستثمرين الماليين.

**3- طرق الإدراج في البورصة**

يتم عادة إدراج أسهم المؤسسات في البورصة بثلاث طرق رئيسية تتمثل في الآتي:

**3-1- العرض بسعر مغلق**

تعتمد هذه الطريقة على طرح عدد معين من أسهم المؤسسة في السوق بسعر محدد مسبقاً، حيث يتم استقبال طلبات الشراء التي توافق هذا السعر فقط. وفي حالة الطلب على أسهم المؤسسة أكبر من العرض، يمكن للمؤسسة القيام بطرح أسهم إضافية ولكن بسعر أعلى من سعر الاكتتاب الأول.<sup>1</sup>

**3-2- العرض عن طريق المزاد**

في هذه الحالة لا يتم تحديد سعر أولي لأصول المؤسسة، إنما تتم مقابلة الطلب المعبر عنه من طرف المستثمرين والعرض المقدم من طرف المساهمين في شكل مزاد علني من أجل تحديد الأسعار التوازنية التي يتم بها عقد الصفقات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Éric Stéphan, **Op-Cit**, 2003, P: 187.

<sup>2</sup> Patrick della Faille, **Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises: une approche juridique, Economique et financière**, Edition de Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique, 2001, P: 392.

## 3-3- التسعير المباشر

يتم وفق هذه الطريقة بيع المؤسسة المصدرة لأصولها المالية مباشرة عن طريق وسطاء ماليين مكلفين بتوظيف هذه الأوراق المالية، ويتم البيع من خلال السعر الأدنى الذي يتم تحديده من طرف المؤسسة خلال عملية الدخول إلى البورصة.<sup>1</sup>

## 4- تكلفة إدراج في السوق البديلة

تناولت العديد من الدراسات والنظريات التكاليف والمكاسب المتعلقة بالدخول إلى البورصة، ولعل من أهمها تلك التي قام بها باقانو وآخرون (Pagano et autres) سنة 1998، حيث ربط بين كل تكلفة أو مكسب بالنموذج الأكثر تمثيلا نظريا وتطبيقيا.<sup>2</sup>

حسب هذه النظريات، يمكن تقسيم العوامل التي من الممكن أن تؤثر عند دخول المؤسسة إلى البورصة إلى ثلاث فئات: الأولى تتعلق بالخصائص المالية للمؤسسة، مثل حجم المؤسسة، مستوى المديونية، مصاريف البحث والتطوير، تكلفة التمويل، معدل النمو والمخاطر. أما الثانية فهي متعلقة بالخصائص التنظيمية للمؤسسة كتركيز الملكية وهيكله الرقابة. أما الفئة الثالثة فتتعلق بمتغيرات خارجية كمؤشر السوق المالية.<sup>3</sup>

ويمكن توضيح النظريات المفسرة للتكاليف والمكاسب المتعلقة بالدخول للبورصة من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (09): أهم النظريات المتعلقة بتكلفة ومكاسب الدخول إلى البورصة.

النتائج التجريبية		النموذج	
النتائج بعد الدخول إلى البورصة	النتائج المتوقعة عند الدخول إلى البورصة		
<b>الخانة 1: تكلفة الدخول إلى البورصة</b>			
علاقة عكسية ما بين الفعالية التشغيلية وهيكله الملكية	احتمال ضعيف للمؤسسات الصغيرة	Leland Et ( بيل و ليلاند ) 1977 (Pyle)	الاختيار المعاكس والخطر الأخلاقي
	احتمال ضعيف للمؤسسات ذات الحجم الصغير	ريتير (Ritter) 1987	التكلفة الثابتة
	المؤسسات المنتمية لقطاع التكنولوجيا العالية أقل عرضة	كومبل (Campbell) 1979، يوشا (Yosha) 1995	فقدان الخصوصية

<sup>1</sup> Éric Stéphan, **Op-Cit**, 2003, P: 187.

<sup>2</sup> Tarek Miloud, **Op-Cit**, P: 80.

<sup>3</sup> **Idem**, P: 80.

الخانة 2: مكاسب الدخول إلى البورصة			
التغلب على قيود المديونية	احتمال مرتفع للمؤسسات ذات المستوى الكبير من الاستثمارات و/أو الديون		المديونية/ إمكانية المديونية كبيرة
التنوع	باقانو (Pagano) 1993	احتمال مرتفع للمؤسسات ذات الخطر الكبير	المساهم يقلل فائدته من خلال الرقابة
الرقابة من خلال السوق المالية	هولمسترون وتريرو (Holmstrone et Triroe) 1993 باقانو وروول (Pagano et) 1998 (Roell)	احتمال مرتفع بالنسبة للمؤسسات ذات الإمكانيات الاستثمارية الكبيرة	استعمال متكرر لعقود تحفيزية على أساس الأسهم
أنصاف متعددة من الاستثمارات المتاحة	مرتون (Merton) 1987	تشنتت هيكله الملكية	
منح سلطة أكبر للمؤسسة عند التفاوض مع البنوك	راجان (Rajan) 1992	احتمال مرتفع للمؤسسات ذات العائد المرتفع على رأس المال	انخفاض معدلات الفائدة
الطريقة المثلى لنقل السيطرة	زينقلاس (Zingales) 1994	نقل مرتفع للسيطرة	
استخدام التقييم السيئ	ريتير (Ritter) 1991	تخفيض التقييم عند الدخول إلى البورصة: عدم ارتفاع الاستثمارات	

Source : Tarek Miloud, Op-cit, P : 92.

#### 4-1- الاختيار المعاكس

عدم تناظر المعلومات ما بين المستثمرين ومصدري الأوراق المالية حول القيمة الحقيقية للمؤسسة عند الدخول للبورصة تؤثر سلبا على سمعة المؤسسة الباحثة على إصدار أسهم جديدة، ما يؤثر على نجاح عملية الإصدار. تكلفة الاختيار المعاكس مشكل حقيقي يواجه المستثمرين الشباب والمؤسسات الصغيرة ذات المسار المهني القليل. ففي حالة الاختيار المعاكس، إمكانية الدخول إلى البورصة مرتبطة إيجابيا بعمر و/أو حجم المؤسسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Tarek Miloud, Op-Cit, P p: 92-93.

#### 4-2- التكاليف والأعباء الإدارية

تتوجب عملية الدخول إلى البورصة عديد التكاليف المعتبرة، كمصاريف المسؤول عن إدخال المؤسسة إلى السوق، مصاريف الإدراج، مصاريف قانونية ومصاريف محاسبية. هذه المصاريف لا تتعلق بحجم المؤسسة، وبالتالي فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر تأثراً بهذه المصاريف.<sup>1</sup>

#### 4-3- التغلب على عائق الديون

إتاحة الفرصة أمام المؤسسات من أجل الحصول على تمويل إضافي مختلف عن التمويل البنكي. رفع هذه الأموال الكبيرة من السوق المالية يفيد أكثر المؤسسات التي تملك مشاريع كبرى أو إمكانيات نمو وتطور كبيرة.<sup>2</sup>

#### 4-4- منح سلطة أكبر للمؤسسة عند التفاوض مع البنوك

أشار راجان (Rajan, 1992) إلى أن دخول المؤسسة إلى البورصة وتقديم معلومات للمستثمرين من شأنه أن يخلق نوعاً من المنافسة مع البنك، كما أنه يسمح لها بالتفاوض مع البنك من موقع قوة ما يمكنها من الاستفادة من قروض بمعدلات فائدة منخفضة.<sup>3</sup>

كما تمكن عملية الدخول إلى البورصة من ضمان سيولة الأصول المالية وتنويع المحفظة، إضافة إلى حفاظ الملاك الحاليين على السيطرة داخل المؤسسة من خلال إضافة مساهمين ذوي أقلية لا يمكن لهم التدخل بصفة مؤثرة في القرارات المهمة للمؤسسة.

#### المطلب الثالث: تقييم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وسعر الدخول إلى البورصة

تكتسي عملية تقييم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من أجل الدخول إلى سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة، كون أنها تحدد السعر الذي سيتم من خلاله بيع أسهمها في البورصة، وبالتالي تعتبر من بين أهم المحددات لنجاح عملية الإدراج.

إن اختيار سعر غير مناسب لأسهم المؤسسة من شأنه التأثير على نجاح العملية من جهة، ومن جهة أخرى على تحقيق المؤسسة لأهدافها المرجوة من هذه العملية. فاختيار سعر أعلى من القيمة الحقيقية للمؤسسة ينفر المستثمرين من شراء أسهمها وبالتالي فشل عملية الاكتتاب، أما اختيار سعر أدنى من قيمته الحقيقية فيؤدي إلى تحقيق خسارة للمؤسسة وفقدانها لأموال مهمة كان من الممكن الاستفادة منها.

#### 1- مفهوم تقييم المؤسسة

يمكن تعريف تقييم المؤسسة على أنه محاولة قياس جميع الأصول المملوكة للمؤسسة المادية والمعنوية، عن طريق استخدام مجموعة من الطرق الكمية، والتي تساعد في الأخير على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسة.

تساعد معرفة قيمة المؤسسة على:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Tarek Miloud, Op-Cit, P : 93.

<sup>2</sup> Idem, P : 93.

<sup>3</sup> Ibid, P : 93.

<sup>4</sup> Thierry Meloux, Analyse 360°: Pratique de l'analyse financière de l'entreprise, Edition Books On Demand, Hambourg, Allemagne, 2008, P: 130.

- بيع المؤسسة، أو جزء من أسهمها.
- شراء مؤسسة معينة، أو جزء من أسهمها.
- تقييم الاستثمارات، الاندماج ومعرفة قيمة المبادلة.
- زيادة رأس مال المؤسسة وتنظيمه.
- معرفة قيمة موجودات المؤسسة وإعداد التقارير للإدارة العليا.

## 2- طرق تقييم المؤسسات للدخول إلى البورصة

يمكن التمييز بين ثلاث طرق رئيسية لتقييم المؤسسات كالآتي:

### 1-2- المقاربة الديناميكية

تعتمد هذه المقاربة على استحداث التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والعائد المتوقع على أصول المؤسسة.

استنادا إلى هذه الطريقة، تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن استغلال أصل المؤسسة، مستحدثة بمعدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.<sup>1</sup> استحداث التدفقات النقدية يكون بعد خصم التدفقات الناتجة عن الأصول المالية.<sup>2</sup>

ويمكن حساب قيمة المؤسسة استنادا إلى هذه الطريقة وفق الصيغة الرياضية الآتية:

$$VFP = \sum_{t=1}^n \frac{FCFt}{(1+k)^t} + \frac{Fr}{(1+k)^n} - VD + D$$

حيث إن: VFP: قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة، FCF: التدفقات النقدية المتاحة، k: معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، Fr: القيمة المتبقية للمؤسسة، VD: قيمة الديون، D: متاحات المؤسسة (الصندوق والبنك).

من ميزات هذه الطريقة أنها تأخذ بعين الاعتبار الاتجاهات الاستراتيجية، الاقتصادية والمالية للمؤسسة، توقعات النمو المنتظرة وكذا متطلبات أصحاب رؤوس الأموال حول المردودية المتوقعة. ومن سلبياتها أن قيمة المؤسسة تتغير بتغير معدل الاستحداث المستخدم.<sup>3</sup>

### 2-2- الطرق المعتمدة على المحاسبة

من بين أهم هذه الطرق ما يلي:

#### 1-2-2- طريقة الأصول المحاسبية الصافية

من ميزات هذه الطريقة أنها سهلة الاستعمال، فهي تعتمد على آخر ميزانية محاسبية بعد توزيع النتيجة، حيث أن قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة تساوي قيمة أصولها المادية وفق المعادلة الآتية:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Albert Corhay et Mapapa Mbangala, **Fondements de gestion financière: manuel et applications**,

2<sup>ème</sup> Edition, Edition de l'Université de Leige, Belgique, 2007, P: 147.

<sup>2</sup> Simon Parienté, **Analyse financière et évaluation d'entreprise**, 2<sup>ème</sup> Edition, Edition Pearson education, Paris, France, 2009, P: 226.

<sup>3</sup> Thierry Meloux, **Op-cit**, 2008, P: 131.

<sup>4</sup> Albert Corhay et Mapapa Mbangala, **Op-Cit**, 2007, P: 149.

قيمة الأصول المحاسبية الصافية = مجموع أصول المؤسسة – مجموع الديون والمؤنات.

### 2-2-2- طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ طريقة الأصول المحاسبية الصافية، ولكن مع إدخال تعديلات إضافية على بعض حسابات الميزانية من خلال تقييمها بسعرها السوقي أو قيمة التصفية، إلا أن القيمة السوقية لأصول المؤسسة تمثل أحسن طريقة في هذا الشأن.

تمس التعديلات المحتملة كل من الأصول (الاستثمارات العينية، الحقيقية، المالية، المتداولة) والخصوم (المصاريف الوهمية وقيمة الديون الحالية)، كما يؤخذ بعين الاعتبار كذلك الجوانب الضريبية والجبائية.

### 2-3- طريقة المقارنة

تعتمد هذه الطريقة على المقارنة ما بين مختلف النسب المتعلقة بتسيير المؤسسة، من أجل محاولة الحصول على معامل يمكن من حساب قيمة المؤسسة انطلاقاً من قيمة المؤسسة محل المقارنة، والتي عادة ما تكون مسعرة في البورصة وقيمتها الحقيقية معلومة (قيمة السهم السوقي مضروب في عدد الأسهم).<sup>1</sup>

من بين العناصر التي يتم مقارنتها ما يلي: رقم الأعمال، نتيجة الاستغلال الإجمالية (النتيجة قبل الفوائد والضريبة) والنتيجة الصافية، حيث يتم الحصول على معامل يدعى المعامل البورصي بقسمة هذه العناصر للمؤسسة محل التقييم على نظيرتها من مؤسسة نموذجية مسعرة في البورصة.

### 3- ظاهرة تخفيض أسعار الأسهم عند الدخول إلى البورصة

ظاهرة تخفيض أسعار الأسهم عند الدخول إلى البورصة معروفة، ويمكن شرحها، حيث أثبت شينامور (Chennamur) أن الأصول المالية الخاصة بالمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، بحيث تكون أكثر جاذبية للمستثمرين ما تدفعهم للمساهمة في عملية الدخول إلى البورصة، ويمكن التحكم في عملية التخفيض مع زيادة خبرة المستثمر.

عملية التخفيض نتيجة حتمية لحالة عدم تكافؤ المعلومات، إذ تعتبر كإشارة يرسلها المصدر إلى المستثمر في البورصة من أجل التقليل من خطر الاختيار المعاكس الذي من الممكن أن يقوم به المستثمرون في حالة ما إذا ظنوا أن سعر أسهم المؤسسة مسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية، ما يؤدي إلى عزوفهم عن شراء الأوراق المالية، وبالتالي فشل عملية الإدراج.<sup>2</sup>

وعليه، فالهدف الأول للمؤسسة من تخفيض أسعار أسهمها عن قيمتها الحقيقية هو تشجيع المستثمرين الماليين على اقتناء أسهم المؤسسة بالشكل الذي يضمن لها رفع الأموال المسطرة كهدف من عملية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> Simon Parienté, **Op-cit**, 2009, P: 212.

<sup>2</sup> Géraldine broye et Alain schatt, **Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français**, Revue Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 2, juin 2003, P : 69.

تختلف نسبة تخفيض سعر الدخول إلى البورصة مع نمو وتطور الأسواق المالية، حيث تمت ملاحظة هذه الظاهرة منذ فترة طويلة، وبنسب متغيرة حسب مختلف البلدان، حيث بلغت نسبة 7 % في سنوات الثمانينيات، 15 % ما بين سنوات 1990 و1998 قبل أن تبلغ الذروة بتسجيل نسبة 65 % في زمن فقاعة الانترنت (bulle internet).<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Dominique Dufour et Eric Molay, « **Sous évaluation à l'introduction en bourse et valorisation : l'exemple d'ALTERNEXT** », *International REVIEW of Financial Analysis*, Vol 16, 2008, p 100.

### خلاصة الفصل الثاني

تم من خلال هذا الفصل عرض أهم الجوانب النظرية المتعلقة بسوق الأوراق المالية وتمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تم تقديم لماهية سوق الأوراق المالية من متطلبات إنشائها، تعريفها وكذا دورها في الحياة الاقتصادية، كما تم استعراض أهم تقسيماتها، ومتطلبات تحقيق كفاءتها. كما تم أيضا توضيح أهم الأوراق المالية المتداولة فيها مع إبراز خصوصية كل ورقة مالية على حدة، وأهم المتعاملين فيها بالبيع والشراء والوساطة المالية.

وفي الأخير، تم دراسة السوق البديلة الموجهة والمكيفة وفق المتطلبات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال إبراز أسباب التوجه نحو إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تعريف السوق البديلة، أهم المزايا والمساوئ الناتجة عن دخول هذه المؤسسات إلى البورصة، كما تم كذلك عرض شروط وأهم إجراءات القيد في البورصة، وكذا التكلفة والمكاسب التي تحققها المؤسسة من الدخول إلى البورصة، ليتم في الأخير عرض أهم طرق تقييم المؤسسات من أجل الدخول في البورصة وأهمية هذه النقطة في نجاح عملية الإدراج ككل.

وقد تم من خلال هذا الفصل الخلاص إلى النتائج الآتية:

- تكتسي سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاديات الحديثة خاصة تلك المتوجهة أكثر نحو اقتصاد السوق، حيث تمثل مركزا لجمع وتعبئة الادخار الوطني وتوجيهه بكفاءة وفعالية نحو تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة من خلال تلبية الحاجيات التمويلية لمختلف الفاعلين في الساحة الوطنية (الدولة والمؤسسات).
- تعتمد كفاءة السوق بالدرجة الأولى على مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة والتي من الممكن أن تؤثر على الأسعار الحالية والمستقبلية لمختلف الأصول المالية المتداولة.
- نظرا للأهمية الكبيرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات الحديثة، وبغية حل مشاكلها التمويلية، فقد تم إنشاء سوق مالية خاصة بها (السوق البديلة)، مكيفة لتراعي ميزات خاصة من حيث شروط الإدراج والتداول، والتي تم تخفيفها لتناسب هذه المؤسسات.
- تتطلب عملية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة تعيين مرافق لها من بين الناشطين في السوق (البنوك، المؤسسات المالية، ...إلخ) تكون مهمته ترقية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، العمل على تلبيتها لشروط الإدراج، وضمان بقائها وديمومتها على مستوى السوق.
- تقوم المؤسسات من أجل الدخول إلى البورصة بتقييم أصولها من خلال مجموعة من الطرق المتداولة في هذا الشأن، وهذا بغية تحديد سعر الإدراج، الذي عادة ما يخفض عن قيمته الحقيقية من أجل ضمان نجاح عملية الإدراج.

## الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية حول التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الأول: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول ذات التوجه البنكي؛  
المبحث الثاني: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول ذات التوجه نحو أسواق  
رأس المال؛  
المبحث الثالث: دراسة حالة بعض الدول الناشئة.

## الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية حول التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### المقدمة

أصبحت مختلف الاقتصاديات العالمية تعتمد على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحريك العجلة الاقتصادية، ودفع وتيرة التنمية المحلية، لما لها من دور جوهري في خلق الثروة واستغلال المدخرات المحلية في الجوانب الإنتاجية، كما أنها تسهم بدرجة كبيرة في توفير مناصب شغل قارة، وتعمل على التوازن ما بين مختلف مناطق الوطن باعتبار أن أغلبها يمتاز بصفة محلية.

وبازدياد أهميتها ودورها الاقتصادي، طورت الدول المتقدمة وسارت على نهجها الدول النامية والسائرة في طريق النمو عدة آليات لدعمها، وتوفير متطلبات تطويرها وتوسعها. ومن بين هذه الآليات فتح سوق مالية بديلة أو ثانية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تعمل على جمع وتعبئة المدخرات المحلية، وتوجيهها نحو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في التوسع والنمو.

تمتاز هذه السوق بأنها موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتراعي خصوصياتها من حيث الحجم وقلة الموارد، كما أنها تمول الناشطة منها والراغبة في توسيع نشاطها وتطويره -عن طريق إصدار أسهم و/أو سندات-، أو تلك الباحثة عن أموال قارة بغية بدء نشاطها.

لقد تم من خلال الفصل الأول من هذا الباب عرض أهم المفاهيم المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال عرض أهم التعاريف المتبناة من قبل بعض الدول والمنظمات الدولية، خصائصها، أهميتها، ودورها الاقتصادي، وكذا سبل وطرق تمويلها.

أما الفصل الثاني، فقد خصص لدراسة سوق الأوراق المالية، وكذا أهم المصادر التمويلية التي تتيحها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سواء تلك المتعلقة بأصول الملكية من خلال إصدار أسهم، أو تلك المتعلقة بالمدىونية كالقروض السندية.

أما هذا الفصل، فسيخصص لدراسة واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية في بعض دول العالم، المتقدمة منها والناشئة، المعتمدة على النظام المالي في تمويلها للاقتصاد أو تلك المرتكزة على النظام البنكي.

### المبحث الأول: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول ذات التوجه البنكي

اهتمت كل الدول على اختلاف توجهاتها الاقتصادية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وسعت إلى تشجيعها وتسهيل نشاطها، باعتماد مجموعة من الآليات والسبل الهادفة إلى ترقيتها، وتوفير الدعم المالي اللازم لها، ومن أوجه ذلك إنشاء سوق مالية بديلة موجهة خصيصا لها بغية تمكينها من تخطي أهم العقبات التي تواجهها وتعيقها عن تأدية الدور المنوط بها.

وسيتم من خلال هذا المبحث، عرض تجربتين فيما يتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق فتح سوق مالية بديلة موجهة خصيصا لتلبية حاجياتها المالية، لدول تعتمد أساسا على النظام البنكي في تمويل اقتصادها، وهذا من خلال إبراز الدور الاقتصادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهمتها في القضاء على البطالة والرفع من الطاقة الإنتاجية، وكذا أهم الأرقام المتعلقة بالسوق البديلة من حيث حجم الأموال المرفوعة، المتداولة وعدد المؤسسات المدرجة.

#### المطلب الأول: دراسة التجربة الفرنسية

اهتمت فرنسا كغيرها من باقي دول العالم، بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ما أدى إلى تعاضد دورها الاقتصادي خاصة فيما يخص التشغيل، حيث إنها تعتبر أكبر ممتص لليد العاملة المؤجرة،<sup>1</sup> إضافة إلى مساهمتها في الرفع من القيمة المضافة، هذا وتمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يفوق 99,8 % من مجموع المؤسسات الفرنسية.<sup>2</sup>

وعليه، سيتم من خلال هذا المطلب، عرض التجربة الفرنسية فيما يتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق فتح سوق مالية بديلة موجهة خصيصا لتلبية حاجياتها المالية، وهذا من خلال إبراز الدور الاقتصادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهمتها في القضاء على البطالة والرفع من الطاقة الإنتاجية، وكذا أهم الأرقام المتعلقة بالسوق البديلة من حيث حجم الأموال المرفوعة، المتداولة وعدد المؤسسات المدرجة.

#### 1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا ومساهمتها الاقتصادية

شهدت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تطورا هائلا في فرنسا، سواء من حيث العدد، أو من حيث مساهمتها في النشاط الاقتصادي، وعليه سيتم من خلال هذه النقطة عرض تطور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا، وكذا دورها على مستوى التنمية الاقتصادية من خلال مساهمتها في التشغيل، رقم الأعمال والقيمة المضافة.

##### 1-1- التعريف الفرنسي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتمد فرنسا كغيرها من الدول الأخرى على عدة معايير كمية من أجل تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعرفها على أنها تلك المؤسسات التي توظف أقل من 250 عامل، ورقم

<sup>1</sup> Bertrand Duchéneaut, Enquête sur les PME françaises: identités, contextes, chiffres, Edition MAXIMA, Paris, France, 1995, P: 53.

<sup>2</sup> L'Organisation de coopération et de développement économiques, Le financement des PME en des entrepreneurs 2012, Publication de l'OCDE, 2013, P: 102.

أعمالها السنوي لا يتجاوز الخمسين (50) مليون أورو، أو مجموع خزيرتها السنوية لا يتجاوز 43 مليون أورو.<sup>1</sup>

## 2-1- تطور إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عرف إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المصغرة حركية كبيرة في فرنسا خلال السنوات الأخيرة، حيث عرف تزيادا كبيرا ما بين سنوات 2000 و2011، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم (02): تطور إنشاء المؤسسات الفرنسية ما بين 2000 و2011.



Source : KPMG, Panorama de l'évolution des PME depuis 10 ans, 2011, P : 02

يلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه، النمو المتواصل في عدد إنشاء مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومصغرة فرنسية جديدة خلال الفترة 2011-2000، حيث بلغ معدل النمو الإجمالي خلال الفترة 2010-2000 ما يقارب 188%، أي بمعدل نمو سنوي متوسط قارب 6%. مع تسجيل انخفاض في سنة 2011 بنسبة 11%.

يلاحظ الارتفاع الكبير في عدد المؤسسات الجديدة في سنة 2009 بنسبة نمو فاقت 75%، وهذا راجع إلى إنشاء النظام الأساسي للمقاول الذاتي وفقا لقانون تحديث الاقتصاد الصادر في سنة 2008.

مقارنة بباقي الدول الأوروبية الأخرى، يعد معدل إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة في فرنسا -بحسب بقسمة عدد المؤسسات الجديدة على العدد الإجمالي للمؤسسات- من بين الأكبر أوروبيا، حيث فاق في سنة 2009 نسبة 15,35% مع مؤسسة الجديدة، كما بلغ نفس المعدل 8,31% في ألمانيا (297391 مؤسسة جديدة)، 7,19% في إسبانيا (267546 مؤسسة جديدة)، 7,22% في إيطاليا (325139 مؤسسة جديدة) و10,09% في بريطانيا (238765 مؤسسة جديدة).<sup>2</sup>

تتعلق النسبة العظمى من المؤسسات الجديدة بمؤسسات مصغرة لا يتعدى عدد العمال بها العشرة (10) عمال، حيث جاوزت 99,6% في سنتي 2012 و2013. أما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد

<sup>1</sup> Article 3 du décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008 relatif aux critères permettant de déterminer la catégorie d'appartenance d'une entreprise pour les besoins de l'analyse statistique et économique.

<sup>2</sup> KPMG, Panorama de l'évolution des PME depuis 10 ans, 2011, P : 02.

بلغت نسبتها 0,4 % خلال نفس السنتين، أي ما مقداره 21 998 مؤسسة خلال سنة 2012، و21 527 مؤسسة خلال سنة 2013.<sup>1</sup>

أما من حيث الشكل القانوني، فتغلب المؤسسات ذات الشخصية الطبيعية بما يفوق 70 % من مجموع المؤسسات الجديدة، وأقل من 30 % خاص بالمؤسسات ذات الشخصية المعنوية.

تحتل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة العاملة في قطاع التجارة (الجملة والتجزئة)، النقل والإيواء والمطاعم أكبر نسبة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية، حيث تفوق نسبتها 36 % من مجموع المؤسسات، وتوظف ما يفوق 35 % من مجموع العاملين فيها. وتأتي في المرتبة الثانية قطاع الصناعات التحويلية، بما يفوق 18 % من عدد المؤسسات و 22 % من عدد العمال، ويأتي في المركز الثالث قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 15 % من مجموع المؤسسات، ويوظف ما يزيد عن 14 % من العمال. كما أن الأنشطة الخاصة المتعلقة بالجانب العلمي والتقني تحتل مكانة هامة، فهي تفوق 15 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتوظف ما يزيد عن 16 % من مجموع العاملين.<sup>2</sup>

تركز أنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بهذه الجوانب أساسا، يشرح عدم مساهمتها الكبيرة في جانب التصدير، إذ أن الأنشطة السابقة موجهة خصيصا لتلبية الطلب الداخلي،<sup>3</sup> ما يجعل من مساهمتها في مجال التصدير لا تتعدى 10 % من مجموع رقم أعمالها المحقق.<sup>4</sup>

### 1-3- تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية ومساهمتها الاقتصادية

يمكن توضيح وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بباقي المؤسسات من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (10): خصائص المؤسسات الفرنسية مع نهاية سنة 2011

المجموع	المؤسسات المصغرة *	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المؤسسات ذات الحجم المتوسط **	المؤسسات الكبيرة ***	
المؤسسات باعتبار الناشطة في القطاعات المالية والتأمينات					
3 144 065	3 001 329	137 534	4 959	243	عدد المؤسسات
3 303 592	3 014 756	210 320	47 863	30 653	عدد الوحدات القانونية
14 934	2 925	4 153	3 363	4 493	عدد العمال الأجراء بالآلاف

<sup>1</sup> Institut national de la statistique et études économique (INSEE), **Démographie des sociétés et des entreprises individuelles**, consulté le 25/01/2015,

[http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg\\_id=0&ref\\_id=t15f151](http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&ref_id=t15f151)

<sup>2</sup> **PME 2014 : Rapport sur l'évolution des pme**, la documentation française, publie par Bpifrance, 2014, P : 26.

<sup>3</sup> **Idem**, P :23.

<sup>4</sup> [http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg\\_id=0&ref\\_id=ip1321#inter4](http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&ref_id=ip1321#inter4), consulté le: 25/01/2014.

13 322	2 539	3 654	3 048	4 081	عدد العمال بالدوام الكامل بالآلاف
<b>المؤسسات دون الناشطة في القطاعات المالية والتأمينات</b>					
3 092 676	2 951 600	136 068	4 794	214	عدد المؤسسات
3 237 174	2 963 702	207 383	46 689	19 400	عدد الوحدات القانونية
14 135	2 884	4 115	3 289	3 847	عدد العمال بالآلاف
12 582	2 501	3 619	2 981	3 480	عدد العمال بالدوام الكامل بالآلاف
3 763	552	788	1 039	1 384	رقم الأعمال (مليار أورو)
1 036	220	234	237	344	القيمة المضافة خارج الضريبة

**Source :** Institut national de la statistique et études économiques, Les catégories d'entreprise en France : de la micro-entreprise à la grande entreprise, consulté le 25/07/2014, <sup>1</sup>[http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref\\_id=if4](http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=if4)

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن عدد المؤسسات الناشطة في فرنسا بنهاية سنة 2011 بلغ ما يفوق ثلاثة ملايين ومائة ألف مؤسسة (3 144 065)، توظف ما يقارب 15 مليون عامل (14 934 000). تمثل منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة ما نسبته 99,83 % أي ما يفوق 3 138 863 مؤسسة، وتوظف ما يفوق 47,40 من عدد العمال أي أكثر من 7 078 000 عامل، وتقوم هذه النسبة 69,91 % من العمالة في حال احتساب العمال الناشطين في المؤسسات ذات الحجم المتوسط.

بالنسبة لرقم الأعمال، تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة بما يفوق 35,61 % من رقم الأعمال الإجمالي، لترتفع هذه النسبة بما يفوق 63,22 % من رقم الأعمال الإجمالي بأخذ المؤسسات ذات الحجم المتوسط بعين الاعتبار.

نفس الشيء ينطبق على معيار القيمة المضافة، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة تساهم بما يفوق 43,82 % من القيمة المضافة الإجمالية، لترتفع هذه النسبة إلى ما يفوق 66,70 % من إجمالي القيمة المضافة باحتساب المؤسسات ذات الحجم المتوسط.

النسب سالفة الذكر تبرز الدور الكبير للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النشاط الاقتصادي الفرنسي، إذ أنها تساهم بقسط كبير في حل مشكلة البطالة من خلال العدد الكبير من العمال الذين تستقطبهم. كما أنها تساهم في توفير مختلف متطلبات أفراد المجتمع من مختلف السلع والخدمات، وهو ما

\* **المؤسسات المصغرة:** هي المؤسسات التي توظف أقل من 10 عمال، ورقم أعمالها أ مجموع ميزانيتها لا يفوق 10 مليون أورو.  
 \*\* **المؤسسات ذات الحجم المتوسط:** هي المؤسسات التي توظف أقل من 5000 عامل ورقم أعمالها أقل من 1500 مليون أورو، ومجموع ميزانيتها لا يفوق 2000 مليون أورو.  
 \*\*\* **المؤسسات الكبيرة:** هي المؤسسات غير المصنفة في الفئات السابقة (المصغرة، الصغيرة والمتوسطة وذات الحجم المتوسط).

يبرزه رقم أعمالها المرتفع. إضافة إلى أنها تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي للدولة من خلال مساهمتها الكبيرة في الرفع من القيمة المضافة.

المؤشرات السابقة تعكس من جهة أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالنسبة للاقتصاد الفرنسي، ومن جهة أخرى إلى الاهتمام الكبير الذي توليه السلطات العليا لهذا النوع من المؤسسات، الشيء الذي يبرز في مختلف الآليات الداعمة لهذه المؤسسات، والرامية إلى ترقيتها وتطويرها، ومنها إنشاء سوق مالية خاصة بها لمساعدتها على تمويل احتياجاتها وفتح آفاق جديدة لنموها وتوسعها.

## 2- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية عن طريق السوق المالية

سيتم من خلال هذه النقطة، عرض أهم الصعوبات التي تحول دون حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل البنكي، واقع سوق الأوراق المالية الرئيسية، وكذا مساهمة السوق البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 2-1- إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية

رغم أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا تمثل الأغلبية العظمى بما يفوق 99,8 % من مجموع المؤسسات الناشطة، إلا أن حصتها فيما يتعلق بالقروض البنكية المحصل عليها لا تزال جد ضعيفة، إضافة إلى أنها في تناقص مع الزمن، حيث إن حصة هذه الأخيرة لا تتجاوز 26,2 % من مجموع القروض المقدمة للمؤسسات، كما أن القروض القصيرة المستخدمة الموجهة لها انخفضت من 21,7 % سنة 2007 إلى 17,7 % سنة 2010.<sup>1</sup>

المقارنة ما بين معدلات الفائدة المدفوعة على القروض ذات المبالغ المرتفعة والقروض ذات المبالغ الأقل، يدفع إلى ملاحظة شروط منح القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث إنها لا تدفع معدلات فائدة أكبر من نظيرتها من المؤسسات الكبيرة فقط، بل أن الفرق في معدلات الفائدة المدفوعة يميل إلى الارتفاع.<sup>2</sup>

دراسة حديثة قام بها البنك المركزي الأوروبي واللجنة الأوروبية حول شروط منح الائتمان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية أثبتت أن معدل رفض طلبات القروض تراجع من 12 % سنة 2009 إلى 10 % سنة 2010.<sup>3</sup>

شروط الإقراض هذه، وصعوبات الحصول على التمويل البنكي، يدفع بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البحث عن مصادر تمويلية أخرى، تمكنها من تلبية احتياجاتها المالية، وتراعي خصوصياتها وميزاتها، ومن أمثلة ذلك سوق الأوراق المالية البديلة أو الثانية.

### 2-2- شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية في السوق البديلة

تمتاز السوق البديلة بشروطها المبسطة عن تلك السوق الرسمية، والمكيفة وفق خصائص وميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستجابة لمتطلباتها، وتتمثل هذه الشروط في الآتي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> L'Organisation de coopération et de développement économiques, **Op-Cit**, 2012, P p: 102-103.

<sup>2</sup> **Idem**, P: 103.

<sup>3</sup> **Ibid**, P: 103.

<sup>4</sup> Serge Peffer, **Op-Cit**, 2010, P: 158.

- الإدراج في السوق البديلة مفتوح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تثبت على الأقل سنتين من النشاط.

- ضرورة اعتماد مرافقين في عملية الدخول إلى البورصة طيلة فترة مكوثها في السوق، من أجل مساعدتها في عملية الإدراج، ومتابعة تحركات أسهمها (في حالة عدم اعتماد مرافقين في عملية الإدراج تتكفل المؤسسة بضمان التوظيف الخاص بها)<sup>1</sup>.

- عدم وجود قيود فيما يخص رأس المال الأدنى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل الإدراج.

- ينبغي أن لا تقل قيمة الأسهم المدرجة للتداول عن 2,5 مليون أورو.

- لا يوجد شرط على ضرورة عرض حسابات المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وفق المعايير الحديثة (IAS /IFRS).

الملاحظ، مقارنة مع شروط الإدراج الخاصة بالمؤسسات الكبيرة في السوق الرسمية، يسر شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحفيزها على الدخول إلى السوق لتمويل احتياجاتها، فلا يوجد رأس مال أدنى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أن شروط إعداد القوائم المالية وتلك المتعلقة بالشفافية والإفصاح مخففة، إضافة إلى نقص التكاليف المتعلقة بالإدراج في السوق وتسعير الأصول المالية.

### 2-3- وضعية السوق المالية الرئيسية الفرنسية

يمكن إبراز وضعية سوق الأوراق المالية الفرنسية خلال الفترة 2001-2005 من خلال الجدول

أدناه:

الجدول رقم (11): تطور سوق الأوراق المالية الفرنسية (مليار أورو)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	
الإصدارات	الأسهم	9,2	15,1	22,8	10,6	14,0
	السندات	85,6	91,4	122,7	103,1	126,8
عدد المؤسسات المدرجة (Eurolist*)	936	873	817	787	749	
عدد المؤسسات المدرجة خلال السنة الجارية (بورصة باريس)	-	-	07	24	42	
رأس المال البورصي للمؤسسات المدرجة	2114,1	1745,8	1884,0	1960,9	2349,5	
قيمة العمليات	1118,5	1009,4	884,1	1001,2	1108,7	

Source : Rapport annuel du Autorité des marchés financiers en France, 2005, P p : 23, 28.

\* تضم المؤسسات المدرجة في السوق النظامية (الأولية، السوق الثانوية، السوق الجديدة) والمخصصة للمؤسسات الكبرى ذات رأس المال البورصي المرتفع.

<sup>1</sup> Emmanuel Boutron et autres, Alternext : un bilan après 5 années d'exercice, Paris, France, Janvier 2013, P : 9.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه الديناميكية التي تسير عليها سوق الأوراق المالية الفرنسية، وكذا مساهمتها على مستوى تجميع المدخرات وتوجيهها نحو تمويل الاقتصاد الوطني، سواء من خلال إصدار أسهم أو سندات جديدة، إذ بلغت ما يفوق 14 مليار أورو سنة 2005 بالنسبة للأسهم، و 126,8 مليار أورو بالنسبة للإصدارات الجديدة من السندات.

أما من حيث عدد المؤسسات الناشطة في البورصة، فبلغ 749 مؤسسة بنهاية سنة 2005 مع تسجيل 42 حالة إصدار جديدة، يقابلها ما قيمته 2 349,5 مليار أورو كرأس مال للمؤسسات المدرجة، وما يفوق 1 108,7 مليار أورو كمعاملات على مختلف الأوراق المالية المتداولة.

إن هذه الديناميكية التي تطبع سوق الأوراق المالية الرئيسية والإمكانات المالية الكبيرة التي تتيحها لمختلف المؤسسات الكبيرة، من شأنه تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ولوج هذه السوق بغية إتاحة مصادر مالية جديدة أمامها.

#### 2-4- السوق البديلة الفرنسية وتمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سيتم من خلال هذه النقطة، عرض إمكانية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية عن طريق السوق البديلة بالاعتماد على سوق ألترناكس (Alternext).

ألترناكس سوق مالية منظمة موجهة خصيصا لمراعاة خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية، تم إنشاؤها في 17 ماي 2005، على أمل استقطاب أكبر قدر ممكن من هذه المؤسسات.<sup>1</sup>

ما بين 17 ماي 2005، تاريخ إنشائه و 31 ديسمبر 2013، تم دخول 168 مؤسسة صغيرة ومتوسطة إلى هذه السوق، ويمكن إبراز تطور عدد المؤسسات المدرجة من خلال الجدول الآتي:

#### الجدول رقم (12): تطور عدد المؤسسات المدرجة في ألترناكس خلال الفترة 2005-2013

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد المؤسسات المدرجة	-	63	99	105	102	133	153	151	150

**Source :** Etude sur les défaillances et les performances 2005-2013 dans les PME-ETI cotées, [www.pme-bourse.fr/fileadmin/medias/Etudes/Etude\\_OFEM.pdf](http://www.pme-bourse.fr/fileadmin/medias/Etudes/Etude_OFEM.pdf), Consulté le 28-07-2014. Voir aussi : Observatoire du financement des entreprises par le marché, Rapport 2013, P : 15, publiée sur [www.pme-bourse.fr](http://www.pme-bourse.fr)

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ التطور المتنامي في عدد المؤسسات المدرجة في السوق بداية من سنة 2005، حيث قفز عدد المؤسسات من 63 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في 2006 إلى 150 مؤسسة مع نهاية سنة 2013.

يمتاز سوق ألترناكس بأنه سوق منوع خاصة من حيث نشاط المؤسسات المدرجة وليس موجهة لفئة واحدة من المؤسسات، حيث أن 23% من المؤسسات المدرجة في سنة 2010 تنتمي للقطاع الصناعي، وكذلك الحال بالنسبة للمؤسسات التكنولوجية (23%)، المؤسسات الناشطة في قطاع الخدمات

<sup>1</sup> Paul Jacque Lehmann, **Op-Cit**, 2005, P: 36.

بنسبة 17%، المؤسسات الناشطة في قطاع السلع الاستهلاكية بنسبة 13%، متنوعة بكل من المؤسسات الناشطة في قطاع الصحة، الخدمات المالية، الاتصال، البترول والغاز، الخدمات لمختلف الإدارات، ومؤسسات المواد الأساسية بنسبة 8، 7، 3، 2، 2، 1% على الترتيب.<sup>1</sup>

بالنسبة لحجم الأموال المرفوعة خلال عملة الإدراج، جاوز هذا الرقم 988 مليون أورو خلال الفترة 2005-2010، 772 مليون أورو كان من خلال النداء العلني للدخار لعامة الجمهور، منها 71% متعلقة برفع رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة (27% بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية، 17% لكل من مؤسسات السلع الاستهلاكية والخدمات، 16% للمؤسسات التكنولوجية، و12، 5، 4، 1، 1% لكل من المؤسسات الصحية، الخدمات المالية، البترول والغاز، الاتصال والخدمات لمختلف الإدارات على التوالي). أما الباقي (216 مليون أورو) فقد كان من خلال التوظيفات الخاصة، منها 95,5% خاصة بالإصدارات الجديدة (27% للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في قطاع الخدمات، 23% للمؤسسات التكنولوجية، 14% للمؤسسات الصناعية، 13% لمؤسسات السلع الاستهلاكية، و10، 7، 6% لكل من المؤسسات الناشطة في قطاع الصحة، البترول والغاز والخدمات المالية على التوالي).<sup>2</sup>

أما فيما يخص السندات خلال الفترة 2005-2010، فقد شهدت السوق عشرة (10) إصدارات لسندات تسمح لحاملها بالمشاركة في رأس مال المؤسسة بقيمة إجمالية تقارب 150 مليون أورو، 06 منها سندات قابلة للتحويل و04 عبارة عن سندات بحق الاكتتاب. كما شهد السوق كذلك إصدار 03 سندات عادية بقيمة 79 مليون أورو.

تختلف تكاليف الدخول إلى البورصة من مؤسسة إلى أخرى على حسب حجمها وحجم الأموال المستهدفة من العملية. فمؤسسة Exhont Therapeutics الناشطة في قطاع الصحة، كانت مستعدة لدفع عمولة ما بين 940000 و950000 أورو من أجل جمع مبلغ ما بين 2 690 000 و3 557 525 أورو في 2005، أي بمعدل 34% و26% من حجم الأموال المرفوعة على الترتيب.<sup>3</sup>

أما مؤسسة Collectis الناشطة دائما في المجال الصحي، فقد كانت مستعدة لدفع مبلغ 1,4 و1,7 مليون أورو من أجل رفع مبلغ مالي ما بين 16 و21,16 مليون أورو على التوالي، أي بمعدل ما بين 8,75% و8%.<sup>4</sup>

كانت الظروف مشابهة بالنسبة لكلتا المؤسستين عند الإدراج في السوق، كما أنهما معرضتان لنفس المخاطر، وبالتالي فإن حجم الإصدار هو المحدد لتكلفة الدخول إلى البورصة، حيث تقل تكلفة الدخول إلى البورصة كلما زادت الأموال المرفوعة من عملية الإدراج.

#### المطلب الثاني: دراسة التجربة اليابانية للتمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

اهتمت اليابان بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وسعت لإيجاد المناخ المناسب لها من أجل نموها وتطورها وتوسيع مجالات نشاطها، وهذا لما حققته هذه المؤسسات على المستوى الاقتصادي

<sup>1</sup> Emmanuel Boutron et autres, **Op-Cit**, 2013, P : 12.

<sup>2</sup> **Idem**, P : 16.

<sup>3</sup> **Ibid**, P : 22.

<sup>4</sup> **Ibid**, P : 22.

والاجتماعي، إذ تسهم بقدر كبير في التشغيل وتوفير متطلبات المجتمع الياباني من مختلف السلع والخدمات، وكذا دورها في الرفع من القيمة المضافة للاقتصاد المحلي.

وعليه، سيتم من خلال هذا المطلب، عرض أهم الأرقام المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية، وكذا دور السوق المالية البديلة (Mothers market) في توفير التمويل الذي يتلاءم وخصوصية هذا النوع من المؤسسات.

### 1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اليابان

سيتم من خلال هذه النقطة، عرض التعريف الياباني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا أهم الأرقام المتعلقة بعددها ومساهمتها الاقتصادية في التشغيل، رقم الأعمال والقيمة المضافة.

#### 1-1- التعريف الياباني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتمد اليابان في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على معيار عدد العمال وحجم رقم أعمالها، كما أنها تميز في هذا بين مجموعة من القطاعات، ويمكن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق النشاط الممارس من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (13): التعريف الياباني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب نوع نشاطها

نوع النشاط	حجم رأس المال (مليون ين)	عدد العمال
قطاع الصناعة وغيره	أقل من 300	أقل من 300 عامل
التجارة بالجملة	أقل من 100	أقل من 100 عامل
التجارة بالتجزئة	أقل من 50	أقل من 50 عامل
قطاع الخدمات	أقل من 50	أقل من 100 عامل

Source: **SMEs in Japan: A new growth driver?**, A report from the Economist Intelligence Unit, 2010, P: 08.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، الاختلاف في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب مجال نشاطها، إذ يتراوح عدد العمال ما بين 50 عاملاً بالنسبة للمؤسسات الناشطة في قطاع التجارة بالتجزئة، و300 في تلك الناشطة في قطاع الصناعة. أما من حيث حجم رأس المال فهو يتراوح ما بين الخمسين مليون ين ياباني بالنسبة لقطاع التجارة بالتجزئة، و الثلاثمائة مليون ين ياباني لتلك المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعة.

#### 1-2- وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة اليابانية ما يزيد عن 99,7 % من مجموع المؤسسات الكلي، بما يفوق 4 198 000 مؤسسة<sup>1</sup> منها مل يزيد 1494 800 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، ويمكن تمثيل تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية خلال الفترة 2009-2012 من خلال الجدول أدناه:

<sup>1</sup> **SME Support**, Organization for Small & Medium Enterprises and Regional Innovation, Japan, 2012, P: 03.

## الجدول رقم (14): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية خلال الفترة 2009-2012.

السنة	2009	2010	2011	2012
عدد المؤسسات (بالآلاف)	1 578.4	1 535.8	1 515.3	1 494.8
نسبة التغير (%)	-	-2.70	-1.30	-1.40

Source: European commission, A recovery on the horizon?, annual report on European SMEs 2012/2013, P : 97.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، العدد المعتبر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية خلال الفترة 2009-2012، إذ قدر سنة 2009 بما يفوق 1 578 400 مؤسسة، لينخفض مع سنة 2012 إلى حوالي 1 494 800 مؤسسة، أي بنسبة انخفاض إجمالية قاربت 5,30%.

تنشط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية في عديد الأنشطة، والتي من أهمها الصناعة، البناء، التجارة سواء بالجملة أو التجزئة، ويمكن عرض أهم مجالات نشاط هذه المؤسسات من خلال الجدول الآتي:

## الجدول رقم (15): مجالات نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية خلال سنة 2006

المجموع	المؤسسات الكبيرة		المؤسسات الصغيرة والمتوسطة				نوع النشاط	
	العدد	%	المصغرة منها					
%	العدد	%	العدد	%	العدد	%	العدد	
100	2 286	0.1	2	91.2	2 085	99.9	2 284	المناجم والمحاجر
100	525 457	0.1	271	94.2	495 193	99.9	525 186	البناء
100	493 380	0.7	3 299	83.9	413 942	99.3	490 081	الصناعة
100	3 935	2.3	89	59.4	2 337	97.7	3 846	الكهرباء، الغاز والماء
100	67 204	1.5	1 023	59.6	40 033	98.5	66 181	الإعلام الآلي والاتصال
100	135 478	0.6	774	71.1	96 363	99.4	134 704	النقل والخدمات الملحقة
100	1 405 011	1.5	21 084	65.9	925 863	98.5	1 383 927	تجارة الجملة والتجزئة
100	88 831	0.4	370	80.0	71 088	99.6	88 461	المالية والتأمينات
100	379 719	0.1	307	94.7	359 462	99.9	379 412	العقارات وتأجير السلع
100	219 470	0.7	1 546	74.3	163 145	99.3	217 924	البحث العلمي والمهني
100	711 733	1.0	6 778	67.7	482 083	99.0	704 955	خدمات الإيواء والأكل
100	480 617	0.3	1 363	87.2	418 948	99.7	479 254	خدمات الترفيهية والترفيه
100	161 287	1.2	1 910	69.3	111 764	98.8	159 377	التعليم والتربية
100	358 997	2.4	8 475	42.4	152 104	97.6	350 522	الرعاية الصحية والاجتماعية

100	33 357	0.9	292	51.6	17 218	99.1	33 065	الخدمات المركبة
100	356 156	2.1	7 636	68.9	245 486	97.9	348 520	باقي الخدمات
100	5 422 918	1.0	55 219	73.7	3 997 114	99.0	5 367 699	المجموع

Source : White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan, 2014, P : 692, Recompiled from MIC, METI, 2012 Economic Census for Business Activity, [http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/download/2014hakusho\\_eng.pdf](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/download/2014hakusho_eng.pdf), date Consulted: 05/08/2014.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن عدد المؤسسات الخاصة الناشطة في اليابان لسنة 2012 قد تجاوز 5 422 918 مؤسسة، منها ما يفوق 5 367 699 مؤسسة مصغرة، صغيرة ومتوسطة ، أي بنسبة فاقت 99 %، في حين أن عدد المؤسسات المتوسطة والمصغرة قد جاوز 1 370 585 مؤسسة، بنسبة مئوية قاربت 25,3 % من إجمالي عدد المؤسسات.

تتركز أنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية في قطاع التجارة بالجملة والتجزئة، بما يفوق نسبة 33,42 % من مجموع هذه المؤسسات، خدمات الإيواء والأكل بنسبة 16,26 %، خدمات الرعاية الصحية والاجتماعية بنسبة 14,48 %، أما قطاع الصناعة فلا يحتل سوى 5,65 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أي ما يعادل 76 139 مؤسسة.

### 1-3- المساهمة الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية بدرجة كبيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية المتوازنة والدائمة في اليابان، من خلال تأثيرها الكبير على مختلف المتغيرات الاقتصادية، والتي من أهمها:<sup>1</sup>

- توظف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة في اليابان ما يقارب 24 330 621 عامل منتظما وهذا خلال سنة 2012، أي بنسبة مئوية فاقت 62,7 % من مجموع عمال القطاع الخاص، 18 405 070 عامل ينشطون في مؤسسات صغيرة ومتوسطة، أما المؤسسات الكبيرة فتوظف ما يعادل 37,3 % من العمال، أي ما يقارب 14 451 983 عامل.

- تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المصغرة بقدر مهم في القيمة المضافة الإجمالية للاقتصاد الياباني، إذ أن المؤسسات التي توظف أقل من 300 عامل تحقق قيمة مضافة تقارب 51 574 بليون ين ياباني، بنسبة فاقت 56,3 % من مجموع القيمة المضافة للقطاع الخاص.

- تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية بما يزيد عن 50 % من الناتج المحلي الإجمالي.

- تسهم كذلك في تنشيط التجارة الخارجية اليابانية من خلال مساهمتها في ما يقارب 53,8 % من إجمالي الصادرات اليابانية.

<sup>1</sup> White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan, 2014, P p: 696- 711, Recompiled from MIC, METI, 2012 Economic Census for Business Activity, [http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/download/2014hakusho\\_eng.pdf](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/download/2014hakusho_eng.pdf), Consulted on 08/02/2013.

## 2- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق البديلة

اهتمت اليابان بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وسعت إلى توفير المناخ الاقتصادي الملائم لنموها وتطورها، واستحدثت في سبيل ذلك مجموعة من الآليات الداعمة لها، ولعل من أهمها استحداث سوق أوراق مالية بديلة موجهة خصيصا لتلبية حاجياتها المالية مع مراعاة خصوصيتها وميزاتها، حيث تم في سنة 1999 إنشاء السوق البديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحت تسمية سوق الأسهم ذات النمو المرتفع والناشئة (Market of the high-growth and emerging stocks) Mothers.

### 1-2- التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية من الشروط التعجيزية المفروضة عليها من طرف البنوك عند التقدم بغية الحصول على قروض بنكية بمختلف أنواعها (طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل)، ورغم كونها تمثل ما يفوق 99 % من مجموع المؤسسات إلا أن نسبة القروض المحصلة من طرفها تبقى جد محدود مقارنة بما تحصل عليه المؤسسات الكبيرة، إذ يقدر مجموع القروض المحصلة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما بين 12 % و 30 % من مجموع القروض المقدمة للمؤسسات.<sup>1</sup>

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كذلك من المعاملة التفضيلية من طرف البنوك لصالح المؤسسات الكبيرة، إذ أن معدل إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون أكبر من ذلك الذي يطبق على المؤسسات الكبيرة، ما يحملها نفقات إضافية في سبيل سعيها لتغطية احتياجاتها المالية المختلفة. ورغم مساهمتها الكبيرة على المستوى الاقتصادي خاصة فيما يتعلق بخلق مناصب شغل دائمة، إلا أنها تبقى تعاني من قلة مواردها المالية، ما استوجب ضرورة تقديم حلول فعلية، تساعد على تجميع الأموال التي تحتاجها، والتي من بينها السوق المالية اليابانية البديلة.

### 2-2- شروط الإدراج في السوق المالية البديلة اليابانية

شروط الإدراج في السوق المالية البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية (Mothers) مخففة لتلائم خصائص هذا النوع من المؤسسات فيما يتعلق بقدراتها المالية وكذا تطبيقها للمعايير المحاسبية والإفصاح المالي. ويمكن عرض أهم هذه الشروط في الآتي:<sup>2</sup>

- لا يشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المتميزة بالنمو الكبير تحقيق ربح خلال السنوات التي تسبق سنة دخولها إلى السوق المالية، على عكس السوق الرئيسية التي تستوجب تحقيق 400 مليون ين ياباني في السنة التي تسبق سنة الإدراج و100 مليون ين ياباني في السنتين اللتين تسبق سنة الإدراج، أي بمجموع ربح في السنوات الثلاث التي تسبق سنة الدخول قدره 600 مليون ين ياباني.
- لا يشترط حد أدنى فيما يتعلق بالأصول الصافية التي تملكها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة، على عكس المؤسسات الكبيرة التي يشترط أن تملك ما مقداره واحد بليون ين ياباني.

<sup>1</sup> L'Organisation de coopération et de développement économiques, **Op-Cit**, P: 26.

<sup>2</sup> Junichi Ujii, **Japanese financial market**, Published by Woodhead publishing limited, Abington, England, 2<sup>nd</sup> edition, 2002, P: 389.

- يشترط أن يتم توزيع الأسهم الجديدة على 300 مساهم جديد على الأقل (800 مساهم جديد بالنسبة للمؤسسات الكبيرة).
- أن لا تقل عدد الحصص المدرجة للبيع عن طريق النداء العلني للبيع عن 500 حصة (4000 حصة بالنسبة لإدراج المؤسسات الكبيرة في السوق الرئيسية)<sup>1</sup>.
- لا يشترط حد معين على نسبة الأسهم المستقرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (أقل من 75 % بالنسبة للمؤسسات الكبيرة).
- لا يشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية سنوات نشاط معينة من أجل الدخول إلى السوق البديلة (03 سنوات بالنسبة للمؤسسات الكبيرة).
- لا يشترط تقديم تقارير نصف سنوية أو فصلية حول نشاط المؤسسة والنتائج المحققة.

### 2-3- وضعية السوق البديلة اليابانية وتمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ساهمت السوق البديلة اليابانية (Mothers market) ومنذ تأسيسها في سنة 1999 في جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لمرعاة خصوصيتها وميزاتها خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج فيها، وبالتالي ساهمت بشكل فعال في توفير مصادر تمويلية بديلة لها، تمكنها من تنويع رأس مالها، وتضمن لها الديمومة والاستمرار في نشاطها، وهذا مع تحملها لتكلفة جد معقولة مقارنة بالإدراج في السوق الرئيسية.

ويمكن عرض تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية المدرجة في السوق البديلة من خلال الجدول الآتي:

**الجدول رقم (16): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية المدرجة في سوق Mothers**

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004	2006
عدد المؤسسات المدرجة	02	29	36	43	72	122	150	185

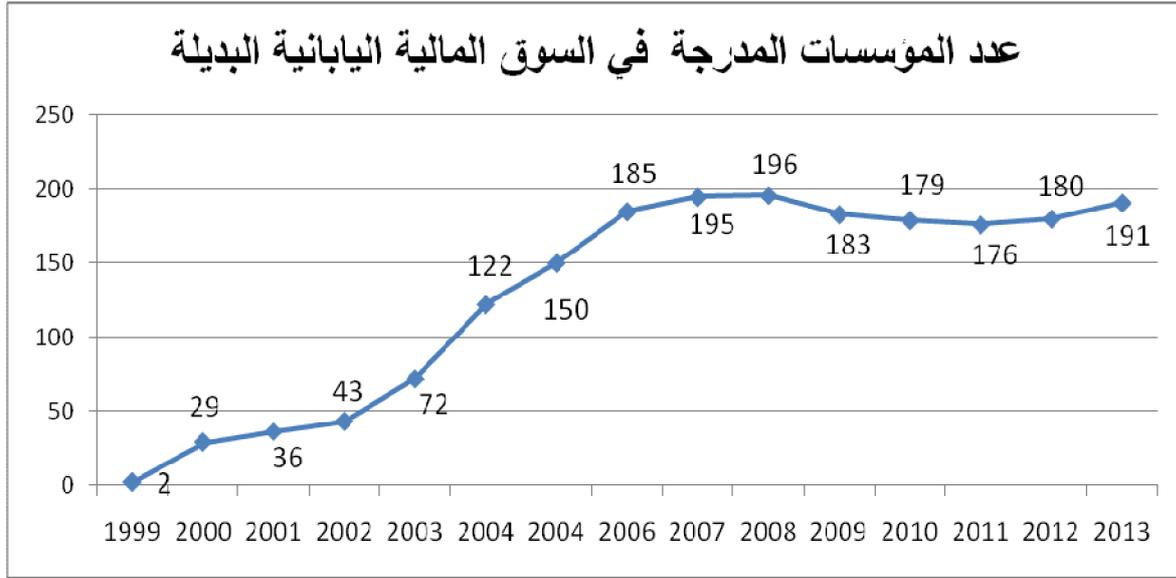
السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد المؤسسات المدرجة	195	196	183	179	176	180	191

**Source :** Japanese financial market website, date consulted : 13/08/2014, <http://www.jpx.co.jp/english/listing/stocks/co/tvdivq0000004xgb-att/tvdivq0000017jt9.pdf>

ويمكن تمثيل الجدول أعلاه من خلال الشكل البياني الآتي:

<sup>1</sup> Sarthi capital advisors, **SME capital market watch**, 7<sup>th</sup> edition, 2013, P: 02, see: <http://www.sarthiwm.in/admin/uploads/newsletter/8.pdf>, date consulted: 10/02/2014.

الشكل رقم (03): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية المدرجة في سوق Mothers



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه والشكل البياني النمو المستمر في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليابانية المدرجة في السوق البديلة Mothers وهذا بدء من سنة انطلاقته في 1999، إذ قفز عدد المؤسسات المدرجة من مؤسستين سنة 1999، إلى ما يفوق 191 مؤسسة صغيرة ومتوسطة مع نهاية سنة 2013.

أما فيما يخص القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق المالية البديلة اليابانية Mothers فقد تجاوز قيمة 3, 331 2 بليون ين ياباني مع نهاية سنة 2013،<sup>1</sup> ما يبرز الدور الهام الذي تمارسه في جمع وتعبئة المدخرات المحلية، وتوزيعها نحو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ما يسهم في توفير الأموال اللازمة لنشاطها وتوسعها.

ما يمكن ملاحظته من خلال التجربة الفرنسية واليابانية، أنه ورغم مساهمة السوق البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها تبقى محدودة خاصة فيما يتعلق بالمؤسسات المدرجة في السوق، مقارنة مع باقي الأسواق العالمية الأخرى مثل سوق NASDAQ بالولايات المتحدة الأمريكية وسوق الاستثمارات البديلة AIM<sup>2</sup> ببريطانيا، حيث تستقطبان 631 و1517 مؤسسة على التوالي.

**المبحث الثاني: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بعض الدول ذات التوجه نحو أسواق رأس المال**

سيخصص هذا المبحث لدراسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة في الدول ذات التوجه نحو الأسواق لتمويل مختلف احتياجات أعوانها الاقتصاديين (الدولة

<sup>1</sup> Sarthi capital advisors, **SME capital market watch**, 7<sup>th</sup> edition, 2013, P: 02, see:

<http://www.sarthiwm.in/admin/uploads/newsletter/8.pdf>, date consulted: 15/02/2014.

<sup>2</sup> AIM : Alternative Investment Market

ومختلف المؤسسات ذات العجز المالي)، وهذا من خلال عرض كل من تجربتي الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق سوق NASDAQ وسوق NYSE، وسوق AIM في بريطانيا.

### المطلب الأول: التجربة الأمريكية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق البديلة

سيتم من خلال هذا المطلب محاولة إلقاء الضوء على التجربة الأمريكية فيما يخص ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال عرض أهم الأرقام المتعلقة بعدد هذا النوع من المؤسسات ونموه، إضافة إلى مساهمته على مستوى الاقتصاد الأمريكي، وكذا تمويل هذه المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة NASDAQ و NYSE.

#### 1- وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية -التي توظف أقل من خمسمائة (500) عامل- في توظيف ما يزيد عن 50 % من عمال القطاع الخاص، كما أنها تسهم في استحداث ما يزيد عن 65 % من الوظائف الجديدة للقطاع الخاص، وهذا راجع إلى عددها الكبير جدا مقارنة مع باقي المؤسسات، إذ أنها تمثل ما يفوق 99 % من مجموع المؤسسات الأمريكية.<sup>1</sup>

#### 1-1- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن عرض تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الجدول أسفله:

#### الجدول رقم (17): تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المعيار	مؤسسات التصدير والخدمات		كل أنواع الصناعات	الفلاحة
	القيمة المعتادة	القيمة القصوى		
عدد العمال	أقل من 500 عامل	أقل من 500 عامل	أقل من 500 عامل	أقل من 500 عامل
الإيرادات السنوية	أقل من 7 مليون دولار	أقل من 25 مليون دولار	-	أقل من 250000 دولار

Source: United States International Trade Commission, **Small and medium-sized enterprises: U.S and E.U export activities, and barriers and opportunities experienced by US firm**, USITC Publication, Washington, July 2010, P: 2.2.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية يختلف باختلاف نوع النشاط الذي تمارسه، كما أنه تم الاعتماد على معيار عدد العمال في المؤسسة إضافة إلى الإيرادات السنوية من أجل تحديد حجم هذه المؤسسات.

إضافة إلى المعايير الكمية، يجب مراعاة استقلالية المؤسسة من حيث الملكية وطبيعة الإدارة عند تعريف هذا النوع من المؤسسات (المعايير النوعية).

<sup>1</sup> Aseem Grover and Kati Suominen, **2014 Summary – State of SME Finance in the United States**, TradeUp, 2014, P: 02.

[http://www.growadvisors.com/uploads/2/7/9/9/27998715/state\\_of\\_sme\\_finance\\_in\\_the\\_united\\_states\\_tradeup\\_2014.pdf](http://www.growadvisors.com/uploads/2/7/9/9/27998715/state_of_sme_finance_in_the_united_states_tradeup_2014.pdf), date consulted: 15/02/2014.

**1-2- تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية**

يمكن توضيح تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 1991 و2008 من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (18): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الـو.م.أ خلال الفترة 1991-2008**

السنة	1991	1992	1993	1994	1995	1996
عدد المؤسسات	5 051 025	5 095 356	5 193 642	5 276 964	5 369 068	5 478 047

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002
عدد المؤسسات	5 541 918	5 579 177	5 607 743	5 652 544	5 657 774	5 697 759

السنة	2003	2004	2005	2006	2007	2008
عدد المؤسسات	5 767 127	5 885 784	5 983 546	6 022 127	6 049 655	5 930 132

Source : <http://www.census.gov/epcd/susb/2008/us/US--.HTM>, date consulted : 20/08/2014.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، التطور والنمو المستمر في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية خلال الفترة 1991-2008، إذ قفز من 5 051 025 مؤسسة سنة 1991، إلى ما يقارب 5 930 132 مؤسسة سنة 2008، أي بمعدل نمو إجمالي قارب 17,40%، أي بمعدل نمو سنوي متوسط قارب الواحد بالمائة (1%).

كما يمكن عرض عدد المؤسسات بناء على عدد عمالها خلال سنة 2008 من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (19): عدد المؤسسات في الـو.م.أ حسب عدد العمال خلال سنة 2008**

النسبة	عدد المؤسسات	عدد العمال
61,01	3 617 764	من 1 إلى 4 عمال (بما في ذلك بدون عمال)
17,61	1 044 065	من 5 إلى 9 عمال
10,68	633 141	من 10 إلى 19 عامل
8,88	526 307	من 20 إلى 99 عامل
1,52	90 386	من 100 إلى 499 عامل
0,31	18 469	أكثر من 500 عامل
100	5 930 132	العدد الكلي للمؤسسات

Source : <http://www.census.gov/epcd/susb/2008/us/US--.HTM>, date consulted : 22/08/214.

تسيطر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المصغرة على عدد المؤسسات الأمريكية الناشطة في القطاع الخاص، إذ تتجاوز نسبتها 99,69% من مجموع المؤسسات، وهذا بما يقارب 5 911 663 مؤسسة، أما المؤسسات الكبيرة فلا تتجاوز نسبتها 0,31%، أي ما يعادل 18 469 مؤسسة.

أما من حيث قطاع النشاط الذي تنشط فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية، فهو على النحو الآتي:

**الجدول رقم (20): مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية خلال سنة 2008.**

النسبة	العدد	نوع النشاط
0,37%	21 911	الفلاحة، الغابات والصيد
0,36%	21 288	المناجم والمحاجر، البترول والغاز
0,10%	5 756	الخدمات
12,84%	761 474	البناء
4,75%	281 644	الصناعة
5,54%	328 784	تجارة الجملة
11,69%	693 137	تجارة التجزئة
2,87%	169 937	النقل والإيواء
1,23%	72 749	الإعلام الآلي
4,27%	253 388	المالية والتأمينات
4,78%	283 642	العقارات وخدمات التأجير والاستئجار
13,01%	771 725	الخدمات المهنية، العلمية والتقنية
0,47%	27 609	إدارة الشركات والمؤسسات
5,60%	332 190	الخدمات الإدارية والدعم
1,33%	78 620	خدمات التعليم
10,47%	620 965	الرعاية الصحية والمساعدة الاجتماعية
1,95%	115 376	الفن والترفيه والاستجمام
8,04%	476 854	السكن وخدمات الأكل
11,25%	667 019	الخدمات الأخرى
0,22%	12 924	الغير مصنفة أعلاه
<b>100</b>	<b>5 930 132</b>	<b>المجموع</b>

Source : Source : <http://www.census.gov/epcd/susb/2008/us/US--.HTM>, date consulted : 23/08/2014.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه تنوع مجالات نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية وتلك المصغرة، حيث تأتي في المقدمة كل من الخدمات المهنية، العلمية والتقنية بنسبة فاقت 13,01 %،

قطاع البناء بنسبة 12,84 %، تجارة التجزئة بنسبة 11,69 %، الرعاية الصحية والمساعدة الاجتماعية بنسبة 10,47 %.

### 1-3- المساهمة الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية بشكل كبير في تطوير الاقتصاد الأمريكي، وتحقيقه لمعدلات نمو معتبرة، من خلال مساهمتها الفعالة على مستوى كل من:

- تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية في تحقيق التنمية والرفاهية لمختلف أفراد المجتمع، إذ أنها تشارك بما يعادل 65 % من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي، في حين تبلغ هذه النسبة 60 % في كل من الصين واليابان و52 % في دول الإتحاد الأوروبي.<sup>1</sup>

- تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية في التصدير، حيث أنها تصدر ما مقداره 30 % من مجموع الصادرات الأمريكية خلال الفترة ما بين 1997 و2007، حيث أنه خلال هذه الفترة قفزت صادرات هذه المؤسسات من 152,9 بليون دولار سنة 1997 إلى 306,6 بليون دولار سنة 2007 (أي بمعدل نمو قارب 105,5 %).<sup>2</sup>

- تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية أكبر مستحدث لمناصب شغل جديدة، إذ أنها تسهم في خلق ما يقارب 65 % من المناصب الجديدة، كما أنها توظف قرابة 50 % من عمال القطاع الخاص الأمريكي.<sup>3</sup>

### 2- دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سعت الولايات المتحدة الأمريكية لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتوفير بيئة خصبة لها، من خلال مجموعة من الإجراءات والهيئات الموجهة خصيصاً لدعمها، وتذليل الصعوبات التي تواجهها، ومن بين أوجه الدعم هذه، إنشاء سوق مالية بديلة، تراعي خصوصيتها، وتساعد على رفع الأموال التي تحتاجها لنشاطها واستمراريتها.

#### 1-2- شروط إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية

من خلال دراسة أجراها البنك الفدرالي الأمريكي، تبين أن البنوك والمؤسسات المالية متشددة ومتصلبة إزاء منح مختلف أنواع القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر منها عندما يتعلق الأمر بالمؤسسات الكبيرة. كما أن معدلات الفائدة المطبقة عليها أكبر هو الآخر من معدلات الفائدة على القروض الممنوحة للمؤسسات الكبيرة.

هذه المعاملة التفضيلية من طرف البنوك والمؤسسات المالية اتجه الشركات الكبيرة تشرح عدم حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على القروض اللازمة لتمويل احتياجاتها، إذ أن نسبة هذه المؤسسات التي حصلت على قروض بمختلف أنواعها سنة 2010 كان في حدود 29 % فقط من إجمالي

<sup>1</sup> Maximilian ROBU, **The dynamic and importance of SMEs in economy**, The USV Annals of Economics and Public Administration, Volume 13, Issue 1(17), 2013, P : 87.

<sup>2</sup> United States International Trade Commission, **Small and Medium-Sized Enterprises: Overview of Participation in U.S. Exports**, Investigation No. 332-508, USITC Publication 4125, P : 3-1.

<sup>3</sup> Aseem Grover and Kati Suominen, **Op-cit**, TradeUp, 2014, P: 02.

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ لم تتعدى قيمة القروض الممنوحة لها 652 259 مليون دولار مقابل قروض إجمالية قاربت 2 251 300 مليون دولار.<sup>1</sup>

### 1-2- الأسواق المالية البديلة في الولايات المتحدة الأمريكية

تملك الولايات المتحدة الأمريكية العديد من الأسواق المالية الكبرى، على غرار بورصة نيويورك وبورصة NASDAQ الموجودتان بمدينة نيويورك، إضافة إلى بعض البورصات الجهوية (شيكاغو، ميامي، سينسيناتي).

أما فيما يخص الأسواق المالية البديلة الموجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإنه توجد سوقان ماليتان أساسيتان في الولايات المتحدة الأمريكية، وهما:<sup>2</sup>

- بورصة أمريكا (The American Stock Exchange AMEX)، التي تعد جزء من بورصة نيويورك (New York Stock Exchange NYSE)، والتي أصبحت بمثابة السوق المالية البديلة لبورصة نيويورك في سنة 2008، حيث يقسم هذا السوق إلى أربعة أجزاء على حسب شروط ومتطلبات الإدراج في كل سوق.

- سوق NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)، حيث أن هذه السوق حتى وإن لم تكن مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية مباشرة، إلا أنها تجمع العديد من المؤسسات التكنولوجية التي تكون عادة حديثة التأسيس.

إضافة إلى هاتين السوقين المهمتين، يمكن إضافة سوق بورصة نيويورك (NYSE)، التي تضم العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المهمة.

### 1-3- دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية إلى السوق البديلة

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية من رد فعل عنيف جراء الأزمة المالية التي ضربت مختلف أسواق الأوراق المالية سنة 2008، ففي سنة 2009، سجلت 61 عملية إدراج جديدة فقط، مع تسجل أثر سلبي فيما يخص إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. أما فيما يخص القيمة المتوسطة لحجم الأموال المرفوعة من طرف هذه المؤسسات، فقد ارتفعت إلى حدود 140 مليون دولار في حين كانت لا تتجاوز عتبة العشرة (10) ملايين دولار في سنوات التسعينيات.<sup>3</sup>

في العشرين سنة الأخيرة، تمثل عمليات دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية إلى مختلف الأسواق المالية البديلة والرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية ما يقارب نصف عمليات الإدراج الكلية،<sup>4</sup> ما يعطي صورة واضحة عن مدى مساهمة هذه الأسواق في جمع وتعبئة الادخار المحلي وتوجيهه نحو هذه المؤسسات لتلبية حاجياتها التمويلية، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، إلى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية في توسع الأسواق المالية وزيادة نشاطها وعمقها من

<sup>1</sup> L'Organisation de coopération et de développement économiques, **Op-Cit**, P: 82.

<sup>2</sup> Gérard Rameix et Thierry Giami, **Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier**, ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Novembre 2011, P : 87.

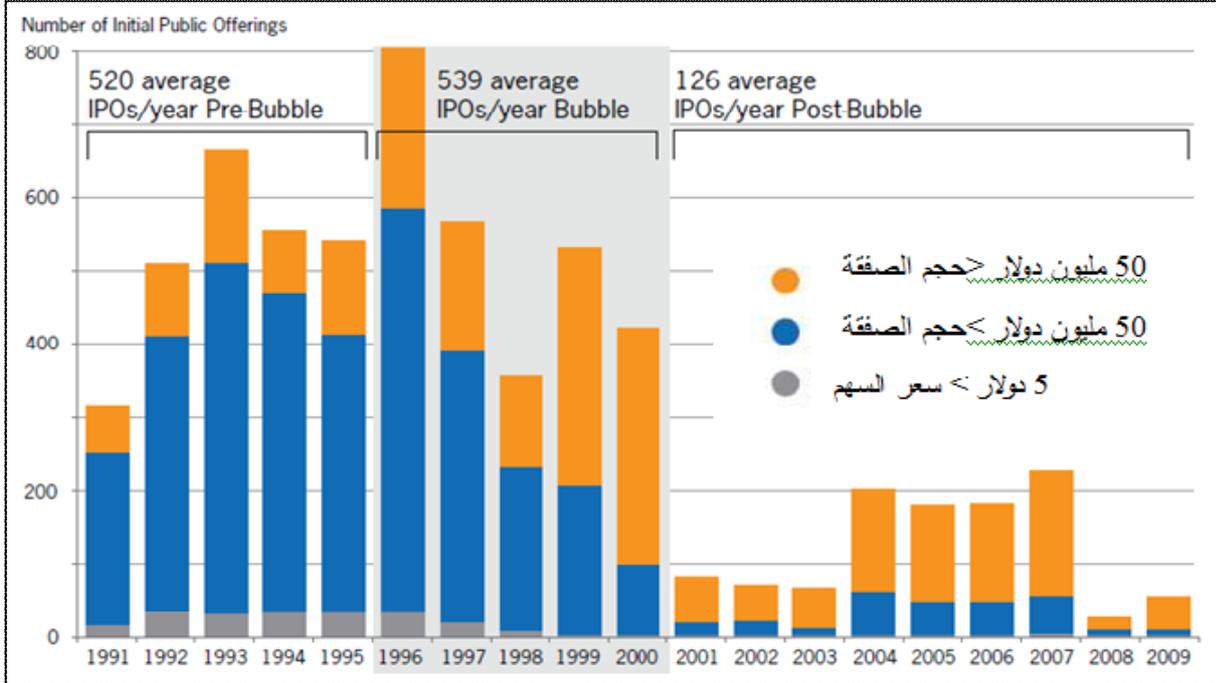
<sup>3</sup> Gérard Rameix et Thierry Giami, **Op-Cit**, Novembre 2011, P: 89.

<sup>4</sup> **Idem**, P: 89.

خلال توفير منتجات مالية تتيح لمختلف المستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية بما يعظم العائد المتوقع ويقلص من درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار في هذه الأوراق.

ويمكن توضيح عدد عمليات الإدراج حسب حجم الأموال المرفوعة من طرف المؤسسات خلال الفترة ما بين 1991 و2009 من خلال الشكل أدناه:

**الشكل رقم (04): عدد عمليات الإدراج على أساس حجم الأموال المرفوعة خلال الفترة 1991-2009**



Source : Gérard Rameix et Thierry Giami, **Op-cit**, Novembre 2011, P : 89.

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه، الانخفاض المستمر في عمليات الإدراج في سوق الأوراق المالية عن طريق الطرح الأولي للأوراق المالية لمختلف الفاعلين في السوق، إذ كان يقارب 520 عملية طرح عام للأسهم في الفترة ما بين 1991 و1995، ليرتفع بالغا متوسط 539 عملية خلال الفترة 1996-2000، حيث إنه وبداية من سنة 1996 أين بلغت عمليات الإدراج أقصى حد لها في حدود 800 عملية طرح عام أولي، بدأت في التراجع بصفة ملحوظة، إلى غاية سنة 2001، أين عرفت هبوطا حادا مسجلة أقل من 50 عملية إدراج جديدة، وهذا قبل اعتماد تشريعات<sup>1</sup> Sarbanes-Oxley في سنة 2002.

انخفاض حاد سجل كذلك سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، وهذا رجع إلى الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري)، التي ضربت مختلف أسواق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، قبل أن تشمل أغلب الأسواق العالمية.

تتحمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية في العادة تكلفة ما بين 300 000 و500 000 دولار من أجل الدخول إلى السوق البديلة وتسعير أصولها، والمتمثلة أساسا في مختلف أتعاب المدققين، المحامين، أتعاب نقابة الإصدار،... إلخ، وهو ما يمثل حوالي 7 % من مجموع الأموال المرفوعة من

<sup>1</sup> تشريعات تتعلق بالمحاسبة المالية للشركات وحماية المستثمرين، حوكمة المؤسسات، التدقيق والمسؤولية.

عملية الإدراج، وتكون عادة تكلفة إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق NASDAQ أقل من نظيرتها في بورصة نيويورك NYSE.

### المطلب الثاني: دراسة التجربة البريطانية

بازدياد التوجه نحو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سعت بريطانيا إلى تشجيعها وحل مشاكلها التمويلية من خلال سوق الأوراق المالية، حيث بادرت إلى إنشاء السوق البديلة للاستثمارات AIM، وهو عبارة عن سوق مالية، موجه لتلبية الحاجيات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع مراعاة خصوصياتها من حيث الحجم وقيمة الأصول المملوكة من طرفها.

#### 1- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية في الاقتصاد المحلي

سيخصص هذا المطلب لتوضيح التعريف البريطاني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا نموها وتطورها، وتوزيعها على مختلف الأنشطة الاقتصادية، ومدى مساهمتها في تقليص البطالة والرفع من القيمة المضافة.

#### 1-1- التعريف البريطاني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتمد بريطانيا في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كغيرها من باقي الدول على معيار عدد العمال، رقم الأعمال السنوي المحقق ومجموع أصولها في الميزانية. ويمكن عرض ذلك من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (21): التعريف البريطاني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نوع المؤسسة	مصغرة	صغيرة	أو	متوسطة
عدد العمال	أقل من 10	أقل من 50		أقل من 250
رقم الأعمال	أقل من 2 مليون جنيه	أقل من 10 مليون جنيه		أقل من 50 مليون جنيه
مجموع الميزانية	أقل من 2 مليون جنيه	أقل من 10 مليون جنيه		أقل من 43 مليون جنيه

Source : Federation of small business, <http://www.fsb.org.uk/stats>, consulté le : 25/08/2014.

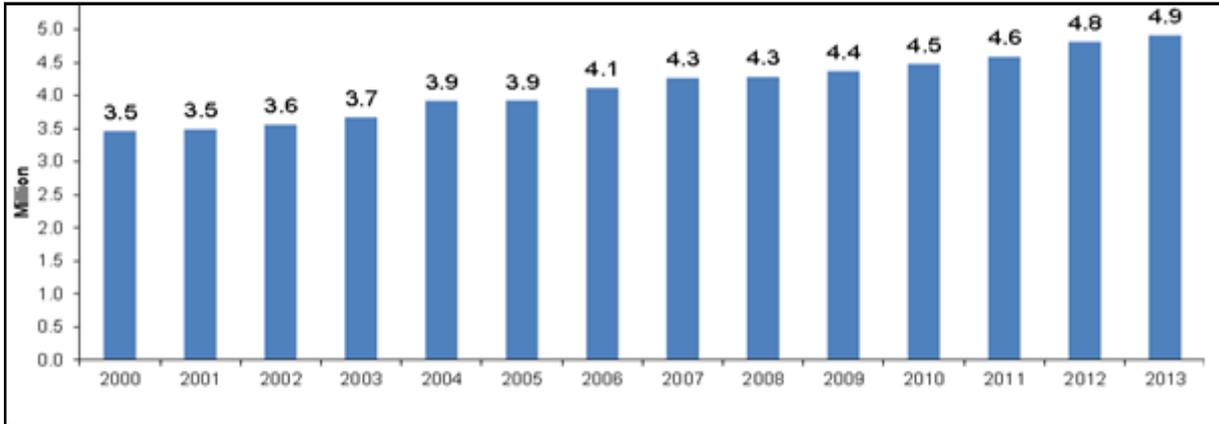
ينبغي كذلك مراعاة مبدأ الاستقلالية عند تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، حيث أنه لا ينبغي أن تكون 25 % من مجموع أسهم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مملوكة من طرف مؤسسة أخرى أو مساهم آخر غير المؤسسة نفسها.<sup>1</sup>

#### 1-2- تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بريطانيا

شهد عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية نموا كبيرا خلال الفترة 2000-2013، ويمكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني الآتي:

<sup>1</sup> Farhad Analoui and Azhdar Karami, Strategic Management in Small and Medium Enterprises, First Edition, Thomson learning edition, 2003, P: 29.

## الشكل رقم (05): تطور عدد مؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية خلال الفترة 2000-2013.



Source : Business Population Estimates 2013, Department of business innovation and skills, **Business population estimates for the UK and regions 2013**, 2013, P : 5, voir : [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/377934/bpe\\_2014\\_statistical\\_release.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/377934/bpe_2014_statistical_release.pdf), Consulté le : 26/08/2014.

يلاحظ من خلال الرسم البياني أعلاه، التزايد المستمر في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية خلال الفترة 2000-2013، حيث ارتفعت من 3,5 مليون مؤسسة سنة 2000، لتبلغ 4,9 مليون مؤسسة سنة 2013، أي بزيادة إجمالية فاقت 40%، وبمعدل نمو سنوي متوسط فاق 2,43%. يلاحظ كذلك أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بريطانيا في حالة تزايد مستمر، حيث أنه بداية من سنة 2000 وإلى غاية سنة 2013، فإن معدل النمو دائما موجب، ما يوحي أن عدد المؤسسات دائما في تزايد، وأن عدد المؤسسات المستحدثة خلال السنة الجارية دائم أكبر من عدد المؤسسات التي من الممكن أن تكون توقفت عن النشاط أو أعلنت إفلاسها. كما يمكن توضيح تقسيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية بناء على عدد العمال من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (22): تقسيم المؤسسات بناء على عدد العمال خلال سنة 2013

رقم الأعمال (مليون جنيه)		عدد العمال بالآلاف		المؤسسات بالآلاف		
النسبة	المبلغ	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
18,1	596 282	31,90	7 762	95,42	4 671	المؤسسات المصغرة 0-9 عمال
14,94	489 999	15,06	3 664	3,80	186	المؤسسات الصغيرة: 10-49 عامل
14,98	491 282	12,32	2 998	0,61	30	المؤسسات المتوسطة 50-250 عامل
48,10	1 577 563	59,28	14 424	99,84	4 887	مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
51,90	1 702 399	40,72	9 907	0,12	6	المؤسسات الكبيرة: أكثر من 250 عامل
100	3 279 961	100	24 332	100	4 895	العدد الكلي للمؤسسات

Source : Business Population Estimates 2013, Department of business innovation and skills, **Business population estimates for the UK and regions 2013**, 2013, P : 5, voir : [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/377934/bpe\\_2014\\_statistical\\_release.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/377934/bpe_2014_statistical_release.pdf), Consulté le : 27/08/2014.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن عدد المؤسسات الناشطة في بريطانيا سنة 2013 قد قارب 4,9 مليون مؤسسة، تمثل منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما مقداره 99,84 %، أي ما يفوق 4,88 مليون مؤسسة، منها 4,67 مليون مؤسسة مصغرة توظف ما بين 0 و 9 عمال أي بنسبة تفوق 95%، أما المؤسسات الصغيرة والتي توظف ما بين 10 و 49 عاملا، فهي تمثل نسبة 3,8 % من مجموع مؤسسات المملكة، في حين أن المؤسسات المتوسطة والتي توظف أقل من 250 عاملا فلا تمثل سوى 0,61 % من مجموع المؤسسات مقابل 0,12 % من المؤسسات الكبيرة.

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يفوق 59 % من عدد العمال الناشطين في القطاع الخاص، حيث توظف ما يزيد عن 14 مليون عامل من أصل 24 مليون عامل في المؤسسات التابعة للقطاع الخاص. موزعة بالنسب الآتية: 31,9، 15,06 و 12,32 % على كل من المؤسسات المصغرة، المؤسسات الصغيرة والمؤسسات المتوسطة الناشطة في بريطانيا.

أما بالنسبة لرقم الأعمال، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية تساهم بما يفوق 48 % من مجموع رقم الأعمال المحقق من طرف المؤسسات الخاصة، تسهم المؤسسات المصغرة بنسبة 18,1 %، أما المؤسسات الصغيرة فتساهم بنسبة 14,94 % من مجموع رقم الأعمال الإجمالي، في حين تساهم المؤسسات المتوسطة بنسبة 14,98 % من رقم الأعمال الإجمالي المحقق من طرف مؤسسات القطاع الخاص.

ترجع المساهمة المعتبرة للمؤسسات المصغرة إلى عددها الكبير، إذ أنها تمثل ما يفوق 95 % من مجموع المؤسسات الخاصة العاملة في بريطانيا، ما يجعل من مساهمتها كبيرة على مستوى التشغيل (بنسبة 31,9 %) أو على مستوى رقم الأعمال (بنسبة 18,1 % من إجمالي رقم العمال للقطاع الخاص).

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فمساهمتها معتبرة رغم أنها لا تمثل سوى 4,41 % من مجموع المؤسسات، فهي تساهم في ما يفوق 27,38 % من حجم العمالة و 29,92 % من حجم رقم الأعمال للقطاع الخاص.

أما المؤسسات الكبيرة فهي تعتمد على خاصية وفورات الحجم، ما يجعلها تستقطب يد عاملة كبيرة بنسبة مساهمة تفوق 40 %، وتساهم في ما يقارب 52 % من رقم الأعمال.

### 1-3-3- المساهمة الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية في قيادة التنمية الاقتصادية، من خلال مساهمتها المعتبرة على مستوى امتصاص اليد العاملة، والرفع من رقم الأعمال الكلي، وكذا مساهمتها الكبيرة في القيمة المضافة الإجمالية. ويمكن إبراز دورها في هذا الشأن في الآتي:

#### 1-3-1- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى التشغيل

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بين أكبر خالقي فرص العمل الجديدة في بريطانيا، حيث أنه من بين 2,61 مليون وظيفة جديدة كل عام في بريطانيا ما بين 1998 و 2010، تسهم المؤسسات الصغيرة (أقل من 50 عاملا) الموجودة حيز النشاط في 34 % من هذه الوظائف، أي حوالي 870 000

وظيفة جديدة. أما المؤسسات المنشأة خلال نفس السنة فتساهم بحوالي 33 % من مجموع الوظائف الجديدة، أي بما يقارب 870 000 وظيفة.<sup>1</sup>

ترجع هذه المساهمة المعتبرة في التخفيض من حدة البطالة من خلال استقطاب اليد العاملة إلى العدد المرتفع من هذا النوع من المؤسسات، إذ تحصي بريطانيا ما يفوق 4,88 مليون مؤسسة صغيرة ومتوسطة، إضافة إلى أن وتيرة إنشاء مؤسسات جديدة مرتفع هو الآخر، إذ تحصي بريطانيا كمتوسط ما بين 200 000 و250 000 مؤسسة جديدة خاصة كل عام.

### 1-3-2- المساهمة في رقم الأعمال الكلي

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المصغرة في إنتاج ما يحتاجه أفراد المجتمع، إضافة إلى مساهمتها على مستوى التصدير، حيث إنها تساهم بما يفوق 1 702 399 مليون جنيه كرقم أعمال إجمالي لسنة 2013، أي بما يفوق 51,90 % من مجموع رقم الأعمال للمؤسسات الناشطة في القطاع الخاص.

### 1-3-3- المساهمة على مستوى القيمة المضافة

ساهمت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المصغرة في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال الدفع بالعجلة التنموية، وهذا راجع إلى تنافسيتها واعتمادها على الابتكار والتجديد المتواصل في خدماتها ومنتجاتها.

إن الارتفاع المستمر لعدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وحتى المصغرة جعل من مساهمتها الاقتصادية جد كبيرة، إذ أنها ساهمت في سنة 2013 بما يفوق 473 بليون جنيه إسترليني كقيمة مضافة، أي ما يعادل 49,8 % من مجموع القيمة المضافة للاقتصاد البريطاني.<sup>2</sup>

الأرقام السابقة، تعكس مدى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد البريطاني، الأمر الذي يكسبها اهتمام مختلف السلطات الاقتصادية والمالية، بغية تشجيعها وإزالة العوائق التي تعترضها وتحد من فعاليتها.

ومن بين الإجراءات التشجيعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية، إنشاء سوق مالية بديلة تدعى سوق الاستثمارات البديلة AIM، مهمتها تسهيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال رفع الأموال التي تحتاجها لنموها وتطورها بطرح مختلف أوراقها المالية للاكتتاب -العام والخاص- في هذه السوق المالية، ما يمكن المؤسسات من تجاوز عقبة التمويل التي تعد من بين أهم المشاكل التي تعترضها.

<sup>1</sup> Business Population Estimates, Department of business innovation and skills, **SMEs: The Key Enablers of Business Success and the Economic Rationale for Government Intervention**, December 2013, P: 10.

<sup>2</sup> Matthew Ward and Chris Rhodes, **Small businesses and the UK economy**, House of commons library, December 2014, P: 7, voir [www.parliament.uk/briefing-papers/sn06078.pdf](http://www.parliament.uk/briefing-papers/sn06078.pdf).

## 2- سوق الاستثمارات البديلة البريطانية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر سوق الاستثمارات البديلة البريطانية من بين انجح أسواق المال الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تمتاز بمعدلات نموها المرتفعة، حيث إنه، ومنذ إنشائها في 19 جوان 1995 قد نجحت في استقطاب عدد معتبر من هذه المؤسسات، إذ بلغ هذا الرقم حوالي 3 100 مؤسسة، مكنها من جمع الأموال لتي تحتاجها لنموها وتوسعها.<sup>1</sup>

### 1-2- التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية

في سنة 2010، ارتفع عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية الباحثة عن التمويل من 23 % خلال الفترة 2007-2008 ليلبلغ 26 % سنة 2010 من خلال دراسة شملت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مدار 12 شهرا.<sup>2</sup> ما يوحي بارتفاع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة، ومن جهة أخرى إلى صعوبة حصول هذه الأخيرة على الأموال اللازمة من مصادرها المختلفة.

وفي المقابل، ارتفع عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لم تستفد من أي قرض إلى 21 % سنة 2010، في حين كان لا يتعدى 8 % في الفترة ما بين 2007 و2008، أي أنه تضاعف ثلاث مرات تقريبا،<sup>3</sup> بسبب الصعوبات التي تواجهها هذه المؤسسات في الحصول على التمويل البنكي اللازم لها من أجل نموها وتوسعها، كون أن ميزات وخصوصياتها خاصة تلك المتعلقة بمحدودية نشاطها وقلة رأس مالها لا تمكنها من توفير الضمانات المطلوبة للحصول على القروض البنكية.

بالنسبة للتمويل البنكي، انخفضت معدلات الفائدة المطبقة على القروض الموجهة لمختلف المؤسسات في الفترة ما بين 2007 و2009 نتيجة انخفاض معدل الفائدة المطبق من طرف البنك البريطاني من 5,5 % سنة 2007 إلى 0,5 % سنة 2009. إلا أنه تبقى دائما القروض الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أعلى تكلفة من تلك المقدمة للمؤسسات الكبيرة نتيجة تطبيق معدلات فائدة أكبر عليها.<sup>4</sup>

كل هذه الشروط تدفع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البحث عن مصادر تمويلية جديدة، تكون قادرة على تلبية احتياجاتها وتراعي خصوصياتها، وتمكنها من تنويع مصادر تمويلها بما يضمن لها البحث عن هيكلتها المالية المثلى.

### 2-2- شروط الإدراج في سوق الاستثمارات البديلة AIM والامتيازات التي يقدمها

يتطلب الإدراج في سوق الاستثمارات البديلة البريطانية مجموعة من الشروط التي ينبغي على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإيفاء بها، من أجل الاستفادة من عدة مزايا.

<sup>1</sup> London Stock Exchange, A guide to AIM, Edition White Page Ltd, London, United Kingdom, 2010, P: 03.

<sup>2</sup> L'Organisation de coopération et de développement économiques, Op-Cit, 2013, P: 151.

<sup>3</sup> Idem, P : 152.

<sup>4</sup> Ibid, P : 152.

## 2-2-1- شروط الإدراج في سوق الاستثمارات البديلة

سوق الاستثمارات البديلة عبارة عن سوق للأوراق المالية موجه خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ليوافق خصوصيتها، ويمكنها من تمويل نفسها بأقل تكلفة وأبسط الشروط. ويمكن عرض مقارنة ما بين شروط الإدراج في السوق الرئيسية وسوق الاستثمارات البديلة البريطانية من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (23): شروط الإدراج في سوق الرئيسية وسوق الاستثمارات البديلة البريطانية

سوق الاستثمارات البديلة AIM	السوق الرئيسية
- لا يوجد حد أدنى للرأس المال الأدنى المطروح للتداول في السوق البديلة	- اعتماد حد أدنى لرأس المال الأدنى المطروح للتداول في البوصة
- لا يوجد حد أدنى لمدة نشاط المؤسسة قبل الإدراج في السوق	- ثلاث سنوات كحد أدنى من النشاط من أجل الدخول إلى السوق الرئيسي
- لا يوجد حد أدنى فيما يخص امتلاك الغير لنسبة في المؤسسة	- ضرورة امتلاك 25 % من أسهم المؤسسة من طرف مساهمين عامين
- لا يشترط الموافقة المسبقة للمساهمين الحاليين لأغلب المعاملات	- يشترط موافقة المساهمين المسبقة لعمليات الاستحواذ الكبيرة والتصرف.
- يشترط تعيين مستشار للمؤسسة من أجل تسيير عملية الإدراج وتسعير أصولها المالية	- يشترط التضامن في بعض العمليات فقط
- لا يشترط الفحص المسبق للوثائق من طرف هيئة السوق في أغلب الظروف (فقط تلك المتعلقة بالإدراج في السوق: نشرة الإصدار)	- يتم تدقيق كل الوثائق من طرف هيئة السوق.

**Source:** London Stock Exchange, **A guide to AIM**, Edition White Page Ltd, London, United Kingdom, 2010, P: 06.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، الشروط المخففة المتعلقة بإصدار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأصولها المالية (الأسهم والسندات) في سوق الاستثمارات البديلة، وهذا من أجل تمكين هذه الأخيرة من دخول السوق وتمويل احتياجاتها المالية الطويلة والمتوسطة الأجل.

لا يشترط الإدراج في السوق البديلة خبرة معينة من طرف المؤسسة، كما أنها ليست مجبرة على تحرير جزء من رأس مالها قبل عملية الإدراج، في المقابل لا بد من تعيين مرافق أو مستشار لها خلال عملية الإدراج لمساعدتها على تسيير تسعير أصولها في السوق.

**2-2-2- الامتيازات التي يمنحها سوق الاستثمارات البديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

- تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية وحتى الأجنبية منها إلى دخول سوق الاستثمارات البديلة بغية الاستفادة من الامتيازات المهمة التي يتيحها لها، ومن أمثلتها ما يلي:<sup>1</sup>
- جمع الأموال الضرورية من أجل توسع الأعمال الخاصة بالمؤسسة.
  - إتاحة فرصة جمع الأموال في المستقبل لضمان مواصلة تنمية المؤسسة وتوسعها.
  - تعزيز قيمة عمال المؤسسة ومسيريها من خلال إتاحة الفرصة لهم للمشاركة في رأس مال المؤسسة.
  - السماح للمؤسسة بالمشاركة وحيازة مؤسسات أخرى جزئياً أو كلياً.
  - تعزيز مصداقية المؤسسة مع مختلف الأطراف المتعاملة معهم في صورة العملاء والموردين.

**2-3- دور سوق الاستثمارات البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

شهدت سوق الاستثمارات البديلة عديد الإصدارات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية والأجنبية منذ نشأتها في 19 جوان 1995، ويمكن توضيح تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق خلال الفترة 1995-2013 من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (24): تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق الاستثمارات البديلة خلال الفترة 1995-2013**

السنة	المؤسسات البريطانية	المؤسسات الأجنبية	المجموع	القيمة السوقية مليون جنيه
19-06-1995	10	0	10	82.2
1995	118	03	121	2 382.4
1996	235	17	252	5 298.5
1997	286	22	308	5 655.1
1998	291	21	312	4 437.9
1999	325	22	347	13 468.5
2000	493	31	524	14 935.2
2001	587	42	629	11 607.2
2002	654	50	704	10 252.3
2003	694	60	754	18 358.5
2004	905	116	1021	31 753.4
2005	1 179	220	1 399	56 618.5
2006	1330	304	1 634	90 666.4

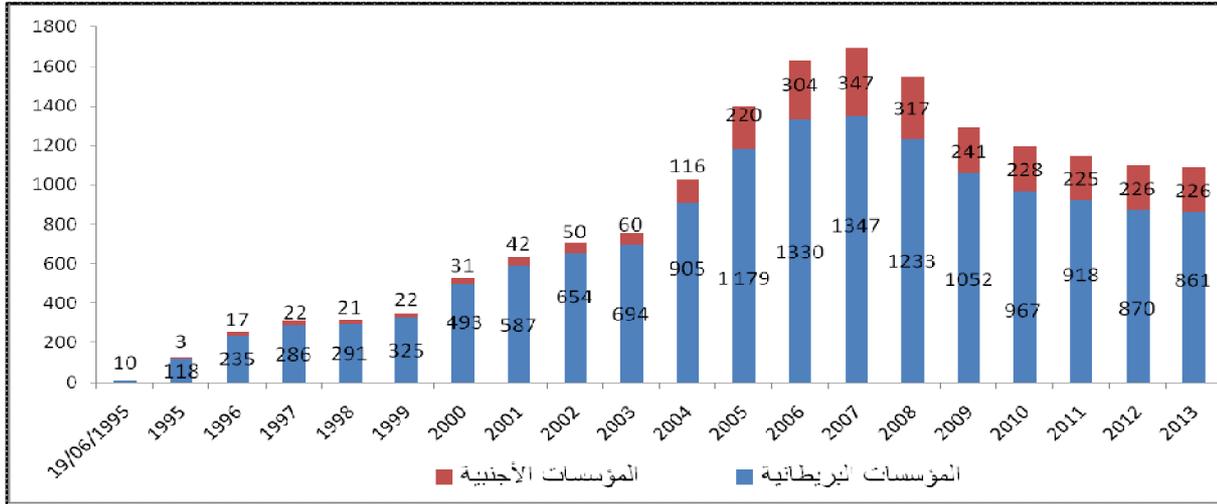
<sup>1</sup> London Stock Exchange, **Op-Cit**, 2010, P: 18.

97 561.0	1 694	347	1347	2007
37 731.9	1 550	317	1233	2008
56 632.0	1 293	241	1052	2009
79 419.3	1 195	228	967	2010
62 212.7	1 143	225	918	2011
61 747.7	1 096	226	870	2012
75 928.6	1 087	226	861	2013

Source: London stock exchange group, **AIM Factsheet**, December 2013, P: 2.

ويمكن تمثيل الجدول أعلاه من الشكل البياني الآتي:

الشكل رقم (06): تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق الاستثمارات البديلة البريطانية ما بين 1995-2013



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن سوق الاستثمارات البديلة البريطانية قد انطلق في العمل في 19 جوان 1995 من خلال دخول 10 مؤسسات محلية، ليرتفع العدد وخلال نفس السنة إلى 121 مؤسسة منها 3 مؤسسات أجنبية. وقد عرف عدد المؤسسات المدرجة في السوق نموا كبيرا ومتواصلا بداية من إنشاء السوق في سنة 1995 وإلى غاية سنة 2007، إذ قفز عدد المؤسسات المدرجة من 10 مؤسسات صغيرة ومتوسطة لحظة فتح السوق إلى 1 694 مؤسسة صغيرة ومتوسطة سنة 2007، منها 347 مؤسسة أجنبية.

بداية من سنة 2008، بدأ عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في سوق الاستثمارات البديلة في الانخفاض التدريجي، إذ بلغ 1 550 مؤسسة في 2008، واستقر في حدود 1 087 مؤسسة محلية وأجنبية في سنة 2013، أي أن الفترة ما بين 2007 و2013 شهدت انخفاضا في عدد المؤسسات المدرجة في السوق قدره 547 مؤسسة.

يمكن إرجاع سبب الانخفاض في عدد المؤسسات المدرجة في السوق إلى الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، والتي ضربت مختلف الاقتصاديات العالمية، الأمر الذي أدى إلى حدوث إضطرابات في أسعار الأصول المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما استوجب انسحاب عدد منها لعدم قدرتها على تسيير مثل هذه الظروف الطارئة، هذا من جهة، ولعدم قدرتها على تحمل تبعات الأزمة المالية من جهة أخرى.

يمكن إرجاع سبب الانخفاض في عدد المؤسسات المدرجة في السوق كذلك إلى تحول بعض المؤسسات من سوق الاستثمارات البديلة إلى السوق الرئيسية، حيث في سنة 2010 شهد سوق الاستثمارات البديلة تحول 141 مؤسسة مدرجة في السوق البديلة إلى السوق الرئيسية،<sup>1</sup> الأمر الذي يعكس مدى نجاعة المؤسسات المدرجة في السوق البديلة على الاستغلال الأمثل لمواردها، ما مكنها من النمو والتوسع لتتمكن من الاستجابة لشروط الإدراج في السوق الرئيسية الذي يعتبر موجهها أساسا للمؤسسات الكبيرة.

فيما يتعلق بحجم الأموال المرفوعة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الاستثمارات البديلة البريطانية، فقد بلغت ما يفوق 49 438 مليون جنيه إسترليني مع نهاية جوان 2007 من خلال 2 802 عملية إدراج (2 365 مؤسسة بريطانية و437 مؤسسة أجنبية)، منها 28 158 مليون جنيه من خلال التوظيف الموجهة لعامة الجمهور عن طريق النداء العلني للادخار، أي بنسبة 56,95 % من مجموع الأموال المرفوعة من طرف مختلف المؤسسات المدرجة في السوق والموجهة لتلبية حاجياتها المالية.<sup>2</sup>

يلاحظ من خلال الأرقام أعلاه، قدرة سوق الاستثمارات البديلة البريطانية على مساعدة مختلف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -المحلية والأجنبية- على رفع الأموال التي تحتاجها من أجل نموها وتوسعها وتطبيق خططها على أرض الواقع، وهذا من خلال شروط إدراج بسيطة وميسرة تناسب ميزاتها وخصوصياتها.

تمتاز سوق الاستثمارات البديلة البريطانية بتقديم تمويل يناسب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة من حيث التكلفة، إذ أن متوسط تكلفة النداء العلني للادخار في هذه السوق تقارب 3 856 500 دولار أمريكي، في حين أن نفس العملية تكلف ما يفوق 5 173 000 دولار في سوق NASDAQ الأمريكي،<sup>3</sup> أي بفارق 1 316 500 دولار، ما يوحي بالميزات التي تمنحها سوق الاستثمارات البديلة البريطانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كل أنحاء العالم، الأمر الذي جعل منها أكبر سوق من نوعها في العالم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

<sup>1</sup> <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents>, consulté le 28/02/2014.

<sup>2</sup> London stock exchange, **From local to global: the rise of AIM as market for growing companies**, September 2007, P: 49, see [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com), consulted le 01/03/2014.

<sup>3</sup> **Idem**, consulted le 01/03/2014.

يستقطب سوق الاستثمارات البديلة البريطانية كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كان قطاع نشاطها، ما يخلق نوعا من التوازن داخل السوق من حيث تعدد أنشطة المؤسسات وتنوعها، الأمر الذي يتيح للمستثمرين في السوق مزيدا من الخيارات فيما يتعلق بتكوين محافظهم الاستثمارية.

#### 2-4- مكانة سوق الاستثمارات البديلة

يمكن القول أن توجه بريطانيا نحو تمويل اقتصادها من خلال سوق الأسواق المالية كان له الأثر الكبير على سوق الاستثمارات البديلة AIM، إذ يعد من بين أكبر الأسواق المتخصصة في تمويل وتداول الأصول المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى العالم، ويمكن عرض مقارنة ما بين أهم الأسواق العالمية البديلة من حيث عدد المؤسسات المدرجة والقيمة السوقية لها من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (25): مقارنة ما بين أهم الأسواق المالية البديلة خلال سنة 2006

الدولة	السوق البديلة	المؤسسات المحلية	المؤسسات الأجنبية	مجموع المؤسسات	القيمة السوقية (مليون دولار)
بريطانيا	AIM	1 328	306	1 634	177 464
ألمانيا	Entry Standard	70	6	76	-
أوروناكس	Alternext	73	2	75	4 531
اسبانيا	Nuevo Mercado	10	1	11	11 176
إيطاليا	Mercato Expandi	26	0	26	13 621
إيرلندا	Irish Enterprise	19	4	23	3 250
OMX	Investor & NM List	34	0	34	1 030
تورنتو	TSX Ventures	2 244	0	2 244	47 161
هونغ كونغ	Growth Enterprise	198	0	198	11 429
كوريا	KOSDAQ	962	0	962	77 563
صنغفورا	SESDAQ	129	40	169	6 415
اليابان	Mothers	185	2	187	32 543

Source: London stock exchange, **From local to global: the rise of AIM as market for growing companies**, September 2007, P: 59, see [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com), consulted le 03/09/2014.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، القيمة التي يحتلها سوق الاستثمارات البديلة البريطانية مقارنة بباقي الأسواق البديلة الأخرى عبر العالم، إذ أنه سجل مع نهاية سنة 2006 ما يعادل 1 634 مؤسسة محلية وأجنبية، محتلا بذلك المرتبة الثانية بعد سوق تورنتو (TSX Ventures) الذي سجل 2 244 مؤسسة محلية مدرجة في السوق. أما من حيث القسمة السوقية فقد حل سوق AIM أولا من خلال قيمة سوقية فاقت 177 464 مليون دولار أمريكي، بمتوسط قدر بمبلغ 109 مليون جنيه للمؤسسة الواحدة، متقدما

بفارق كبير عن باقي الأسواق الأخرى، إذ حل في المرتبة الثانية سوق كوريا (KOSDAQ) بمجموع 77 563 مليون دولار أمريكي، وحل ثالثا سوق تورنتو (TSX Ventures) بمبلغ 47 161 مليون دولار أمريكي.

من خلال دراسة تجربة سوق الاستثمارات البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يتبين مدى مساهمة السوق البديلة (الثانية) في جمع وتعبئة المدخرات المحلية، وتوجيهها نحو تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يساعدها على النمو والتطور من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية المنشودة.

اعتماد الاقتصاد البريطاني أكثر على التمويل من خلال أسواق المال منح سوق الاستثمارات البديلة قبولاً واسعاً لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية والأجنبية على حد سواء، كما أن انتشار ثقافة الاستثمار المالي ساعد هذا السوق الناشئ على النمو والتطور، وتوفير المتطلبات التمويلية لمختلف المؤسسات الراغبة بالدخول إليه.

### المبحث الثالث: دراسة حالة بعض الدول ذات الأسواق المالية الناشئة

سارت الدول الناشئة والسائرة في طريق النمو على خطى الدول الكبرى فيما يتعلق بإنشاء سوق بديلة للأوراق المالية، يكون مخصصاً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وموجهاً لتلبية احتياجاتها المالية، بغية إتاحة آفاق أكبر لها، ومنحها الفرصة للنمو والتوسع وتطبيق برامجها ومخططاتها المستقبلية.

وعليه سيخصص هذا المبحث لدراسة تجربة من تجارب الدول النامية فيما يتعلق بإنشاء هذا النوع من الأسواق المالية استجابة لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا من خلال عرض أهم الأرقام المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهمتها الاقتصادية، ودور السوق البديلة في تمويلها، هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى عرض بعض الملاحظات والاستنتاجات المتعلقة بدراسة مختلف الحالات التي تم التطرق إليها من خلال هذا الفصل.

### المطلب الأول: دراسة التجربة التونسية

قامت تونس سنة 2007 بإنشاء سوق بديلة موجهة للاستجابة لخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تقليص شروط الإدراج في السوق وكذا التكلفة المتعلقة به، وهذا من أجل تشجيع هذا النوع من المؤسسات على الدخول إلى السوق لرفع الأموال التي تحتاجها لتطبيق خططها على المدى المتوسط والطويل، وكذا تنويع مصادر تمويلها لتجنب الاعتماد على مصدر واحد فقط.

وعليه، سيخصص هذا المطلب لدراسة التجربة التونسية فيما يتعلق بالتمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس ومساهمتها الاقتصادية

يعتمد الاقتصاد التونسي كغيره من الاقتصاديات العالمية بدرجة كبيرة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ أنها تمثل ما يفوق 92 % من مجموع المؤسسات التونسية، حيث إن لها دوراً هاماً في الارتقاء بالاقتصاد المحلي وحل مختلف المشاكل التي تعترضه، خاصة المتعلقة بالبطالة واستخدام المدخرات المحلية.

**1-1- التعريف التونسي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

يعتمد المشرع التونسي في تعريفه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على معيار حجم الأصول الصافية وكذا عدد العمال المشغلين من طرف المؤسسة، إذ يعتبر أي مؤسسة على أنها صغيرة ومتوسطة إذا كانت:<sup>1</sup>

- قيمة الأصول الثابتة الصافية للمؤسسة لا تتعدى الأربعة (04) ملايين دينار تونسي.
- ولا يتعدى عدد عمالها الثلاثمائة (300) عامل.

**1-2- تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية**

شهد عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية الناشطة في القطاع الخاص التونسي نموا معتبرا خلال السنوات الأخيرة، إذ تضاعف عددها خلال الفترة ما بين 1996 و2013 من 354 912 مؤسسة سنة 1996 إلى 654 524 مؤسسة سنة 2013. ويمكن توضيح تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية خلال هذه الفترة من خلال الجدول الآتي:

**الجدول رقم (26): تطور عدد المؤسسات الخاصة التونسية خلال الفترة 1996-2013**

عدد العمال	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
0 (رب العمل فقط)	294 374	300 739	320 727	300 705	303 202	319 874	336 569	373 515	391 469
من 1 إلى 2	38 760	38 385	39 029	43 927	47 101	47 151	49 751	36 884	38 013
من 3 إلى 5	9 921	9 630	9 996	11 517	12 313	12 448	13 071	12 952	13 256
من 6 إلى 9	4 072	4 034	4 176	4 694	4 990	5 062	5 238	5 155	5 330
<b>المؤسسات الصغيرة</b>	<b>347 127</b>	<b>352 788</b>	<b>373 928</b>	<b>360 843</b>	<b>367 606</b>	<b>384 535</b>	<b>404 629</b>	<b>428 506</b>	<b>448 068</b>
من 10 إلى 19	3 154	3 339	3 504	3 892	4 067	4 042	4 296	4 161	4 244
من 20 إلى 49	2 368	2 371	2 473	2 768	2 898	2 968	3 139	2 989	3 047
<b>المؤسسات الصغيرة</b>	<b>5 522</b>	<b>5 710</b>	<b>5 977</b>	<b>6 660</b>	<b>6 965</b>	<b>7 010</b>	<b>7 435</b>	<b>7 150</b>	<b>7 291</b>
من 50 إلى 99	1 027	1 113	1 144	1 200	1 290	1 410	1 397	1 335	1 372
من 100 إلى 199	725	732	769	841	896	908	939	947	948
أكثر من 200	511	928	559	593	629	695	712	714	723
<b>المؤسسات المتوسطة والكبيرة</b>	<b>2 263</b>	<b>2 773</b>	<b>2 472</b>	<b>2 634</b>	<b>2 815</b>	<b>3 013</b>	<b>3 048</b>	<b>2 996</b>	<b>3 043</b>
<b>المجموع</b>	<b>354 912</b>	<b>361 271</b>	<b>382 377</b>	<b>370 137</b>	<b>377 386</b>	<b>394 558</b>	<b>415 112</b>	<b>438 652</b>	<b>458 402</b>

<sup>1</sup> Article 21 bis du décret n°77-608 du 27 juillet 1977, modifié et complété par les textes subséquents et notamment par le décret n°2005-2397 du 31 Août 2005.

عدد العمال	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
0 (رب العمل فقط)	410 645	434 848	447 619	466 997	490 728	516 794	523 071	546 464	574 650
من 1 إلى 2	38 398	39 782	41 851	43 290	44 543	46 294	45 139	44 402	44 081
من 3 إلى 5	13 361	13 673	14 280	14 682	15 382	15 824	15 661	16 485	17 171
من 6 إلى 9	5 408	5 497	5 678	5 990	6 377	6 646	6 344	6 609	6 806
<b>المؤسسات المصغرة</b>	<b>467 812</b>	<b>493 800</b>	<b>509 428</b>	<b>530 959</b>	<b>557 030</b>	<b>585 558</b>	<b>590 215</b>	<b>613 960</b>	<b>642 708</b>
من 10 إلى 19	4 235	4 365	4 519	4 797	4 954	5 113	5 064	5 136	5 029
من 20 إلى 49	3 053	3 022	3 183	3 347	3 397	3 481	3 467	3 558	3 475
<b>المؤسسات الصغيرة</b>	<b>7 288</b>	<b>7 387</b>	<b>7 702</b>	<b>8 144</b>	<b>8 351</b>	<b>8 594</b>	<b>8 531</b>	<b>8 694</b>	<b>8 504</b>
من 50 إلى 99	1 340	1 409	1 464	1 529	1 553	1 642	1 627	1 615	1 573
من 100 إلى 199	942	938	952	965	949	977	1 040	1 029	960
أكثر من 200	707	750	779	808	812	826	809	804	779
<b>المؤسسات المتوسطة والكبيرة</b>	<b>2 989</b>	<b>3 097</b>	<b>3 195</b>	<b>3 302</b>	<b>3 314</b>	<b>3 445</b>	<b>3 476</b>	<b>3 448</b>	<b>3 312</b>
<b>المجموع</b>	<b>478 089</b>	<b>504 284</b>	<b>520 325</b>	<b>542 405</b>	<b>568 695</b>	<b>597 597</b>	<b>602 222</b>	<b>626 102</b>	<b>654 524</b>

المصدر: إحصائيات تونس، إحصائيات من الفهرس الوطني للمؤسسات، 2014، ص: 16.  
<http://www.ins.nat.tn>، تاريخ المشاهدة: 2014-09-05.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، النمو والتطور المستمر في عدد المؤسسات الخاصة التونسية خلال الفترة 1996-2013، إذ قفز من 354 912 مؤسسة سنة 1996 إلى 654 524 مؤسسة بنهاية سنة 2013، أي بنسبة نمو إجمالية فاقت 84 %، ومسجلا معدل نمو سنوي متوسط في حدود 3,46 %.

الملاحظ من خلال الجدول أعلاه سيطرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على عدد المؤسسات الخاصة التونسية، ففي سنة 2013 قدر عدد المؤسسات المصغرة بحوالي 642 708 مؤسسة، أي ما يفوق نسبة 98 % من مجموع المؤسسات الخاصة التونسية، وترتفع هذه النسبة إلى ما يفوق 99,88 % من مجموع المؤسسات عند احتساب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أغلب المؤسسات المصغرة عبارة عن أعمال يقوم بها رب العمل منفردا، إذ أنها لا توظف عمال إضافيين، حيث قدرت نسبتهم بحوالي 89,41 % من مجموع المؤسسات المصغرة سنة 2013، و بما يعادل 87,80 % من مجموع المؤسسات الخاصة.

مقارنة بما تم التطرق إليه في المبحثين الأول والثاني، يبقى عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية جد محدود إذا ما قورن بعددها في فرنسا وبريطانيا على سبيل المثال، إذ أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة التونسية بنهاية سنة 2011 البالغ 602 222، لا يتعدى بكثير عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمصغرة الفرنسية المستحدثة في ذات السنة والمقدر بحوالي 538 182 مؤسسة (بلغ عددها بنهاية سنة 2011 ما يقارب 3 001 329 مؤسسة)، كما بلغ عدد المؤسسات

البريطانية ما يفوق 4,6 مليون مؤسسة، وهو ما يعكس النقص الذي تعاني منه تونس في عدد هذا النوع من المؤسسات.

### 3-1- أنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية

يمكن عرض أهم الأنشطة التي تنشط فيها المؤسسات الخاصة التونسية خلال سنة 2013 من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (27): مجال نشاط المؤسسات الخاصة التونسية خلال سنة 2013

عدد المؤسسات		القطاع
النسبة	العدد	
0,45	2 915	الزراعة والصيد
11,67	76 365	الصناعة
38,30	250 681	التجارة بالجملة والتجزئة
3,86	25 267	تصليح السيارات والأجهزة المنزلية
4,96	32 458	البناء
15,52	101 591	النقل والتخزين
4,81	31 493	الإيواء والإطعام
2,37	15 482	الإعلام الآلي والاتصال
0,27	1 754	الأنشطة المالية والتأمينات
0,60	3 958	الأنشطة العقارية
5,97	39 069	الأنشطة الخاصة، العلمية والتقنية
2,38	15 547	أنشطة الدعم والإدارة
3,43	22 448	التعليم، الصحة والنشاط الاجتماعي
0,96	6 254	تصليح أجهزة الإعلام الآلي والسلع الخاصة
3,35	21 904	الأنشطة الأخرى الخاصة
1,12	7 338	الأنشطة الأخرى
<b>100,00</b>	<b>654 524</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: إحصائيات تونس، إحصائيات من الفهرس الوطني للمؤسسات، 2014، ص: 16. <http://www.ins.nat.tn>، تاريخ المشاهدة: 2014-09-06.

الملاحظ من خلال الجدول أعلاه، سيطرة المؤسسات العاملة في مجال التجارة سواء بالجملة أو التجزئة على العدد الكلي للمؤسسات، إذ فاقت نسبتها 38,30 % من إجمالي المؤسسات، أي ما يعادل 250 681 مؤسسة، وجاء في المركز الثاني مؤسسات النقل والتخزين من خلال 101 591 مؤسسة بنسبة 15,52 %، أما مؤسسات القطاع الصناعي فحلت ثالثا بنسبة 11,67 % من إجمالي عدد المؤسسات، أي ما يعادل 67 365 مؤسسة. لتتوزع النسبة المتبقية (31,51 %) على بقية القطاعات الأخرى.

مقارنة بنظيرتها في بريطانيا، تتركز أغلب المؤسسات التونسية الخاصة في قطاع التجارة، إضافة إلى النقل والتخزين، وهي قطاعات لا تنتج قيمة مضافة كبيرة للاقتصاد، على عكس نظيرتها في بريطانيا، إذ يحتل قطاع البناء، الأنشطة العلمية والتقنية، الرعاية الصحية والصناعة مكانة هامة، ما يسهم في تعزيز القيمة المضافة للاقتصاد البريطاني والرقى به أكثر نحو تحقيق معدلات نمو معتبرة.

#### 1-4- المساهمة الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية في تنشيط الاقتصاد الوطني نظرا لعددتها المعتبر، إذ أنها تمثل ما يفوق 99 % من إجمالي المؤسسات التونسية، وهذا من خلال مساهمتها الكبيرة على مستوى مختلف المجاميع الاقتصادية للدولة، إذ أنها تساهم بما يزيد عن 20 % من الناتج الداخلي الخام التونسي، إضافة إلى أنها تنشئ ما يفوق 30 % من إجمالي القيمة المضافة للاقتصاد التونسي، أما من حيث مساهمتها على مستوى رقم الأعمال فهي تتخطى نسبة 40 % من إجمالي رقم الأعمال للاقتصاد التونسي.<sup>1</sup>

إضافة إلى ما سبق، تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية من أهم آليات امتصاص اليد العاملة وبالتالي التخفيف من حدة البطالة، إذ أنها تسهم على سبيل المثال بنسبة 20,5 % من اليد العاملة الناشطة في قطاع الصناعة، أما قطاع الفلاحة والصيد البحري فيسهم كذلك في توظيف ما نسبته 22 % من اليد العاملة التونسية، إضافة إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية تسهم في خلق مناصب شغل جديدة بنسبة تتراوح ما بين 40 و50 %.<sup>2</sup>

#### 2- السوق البديلة التونسية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تم إنشاء السوق المالية البديلة التونسية في ديسمبر من سنة 2007، وهذا بهدف إتاحة الفرصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من هذا النوع من التمويل الذي أثبتت فعاليته في العديد من الدول المتقدمة، وهذا بغرض ترقية وتنشيط هذا النوع من المؤسسات، الذي يكتسي أهمية بالغة في الاقتصاديات الحديثة.

وعليه، سيتم من خلال هذه النقطة عرض شروط الإدراج في هذا السوق، وكذا مساهمته في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية.

#### 1-2- شروط الإدراج في السوق البديلة التونسية

تمتاز السوق البديلة التونسية ببساطة شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيها، وهذا بغية السماح لها بالدخول إلى البورصة والاستفادة من ميزات المهمة، ناهيك عن رفع الأموال التي تلبي احتياجاتها التمويلية، وفيما يلي أهم شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية في السوق البديلة:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Moustapha Kassé, **Apport des PME dans le développement économique**, papier présenté au Union des Entreprises pour l'Emergence du Sénégal –UDEES, Chambre de Commerce Dakar 29 mai 2012, P : 08.

<sup>2</sup> **Idem**, P : 08.

<sup>3</sup> Salah Essayal, président du conseil de marché financier en Tunisie, **L'expérience Tunisienne en matière de marché financier**, Intervention en journée scientifique organiser par la Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Alger le 25 Avril 2013, P p : 21-23.

- لا يشترط رأس مال أدنى على عكس السوق الرئيسية (03 مليار دينار تونسي).
- يمكن للمؤسسات الناشطة أو تلك التي هي في طور التأسيس الدخول إلى السوق البديلة.
- ضرورة اعتماد دليل يوضح الإجراءات التنظيمية، التسييرية وطرق إعداد القوائم المالية.
- ضرورة وجود خلية للرقابة الداخلية، وخلية مراقبة التسيير.
- توزيع الأسهم على 100 مساهم عام أو 05 مساهمين مؤسستين عند تاريخ التسعير كآخر أجل (200 بالنسبة للمؤسسات الكبيرة في السوق الرئيسية).
- لا تشترط تحقيق أرباح في السنوات السابقة من أجل الدخول إلى السوق البديلة.
- يشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل عملية الدخول إلى السوق البديلة تعيين مرافق لها في العملية، تكون مهمته إرشاد المؤسسة وتقديم النصح لها خلال مختلف مراحل عملية الإدراج، كما يتكفل بضمان سيولة وبقاء الأوراق المالية للمؤسسة حيز التداول.
- يتضح من خلال ما سبق، التسهيلات المقدمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية بغية تسهيل إدراجها في السوق البديلة، حيث إن هذا النوع من المؤسسات ليس مطالباً برأس مال أدنى من أجل القيد في البورصة، كما أنه يمكن كذلك تمويل المؤسسات الناشطة فعلياً أو تلك التي هي في طور التأسيس وبحاجة إلى رأس مال لبدء نشاطها، إلا أنه لا بد لها من تعيين مرافق من أجل تسهيل إجراءات قيدها في السوق المالية، وضمن تسيير وسيولة أصولها.

## 2-2- وضعية سوق الأوراق المالية التونسية

تم إنشاء سوق الأوراق المالية التونسية في فيفري من سنة 1969 في شكل مؤسسة عمومية، الهدف منها فتح آفاق جديدة للمؤسسات الوطنية بغية تمويل احتياجاتها المالية، وفتح قناة لتمويل الاقتصاد الوطني. وشهدت السوق عديد عمليات إعادة الهيكلة والتطوير، ومنها إصدار القانون عدد 117 لسنة 1994، والمتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، إنشاء بورصة الأوراق المالية في نوفمبر 1995، العمل بنظام التداول الإلكتروني في أكتوبر 1996، إطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997، إطلاق السوق البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ديسمبر 2007.<sup>1</sup>

شهدت بورصة تونس نشاطاً مهماً مقارنة ببعض البورصات العربية، إذ ارتفع عدد المؤسسات المدرجة فيها من 59 مؤسسة بنهاية سنة 2012 إلى 71 مؤسسة مدرجة بنهاية سنة 2013، ما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية لرأس مال المؤسسات المدرجة من 13 780 مليون دينار تونسي سنة 2012 إلى ما يفوق 14 093 مليون دينار تونسي بنهاية سنة 2014، أي بمعدل نمو سنوي قارب 2,30%، تحتل منها المؤسسات المالية المدرجة في البورصة والمقدر عددها بحوالي 27 مؤسسة أكثر من نصف القيمة السوقية بنسبة 50,8%، متبوعة بمؤسسات السلع الاستهلاكية بنسبة 18,6%، المؤسسات الصناعية بنسبة 12,1%، ومؤسسات الخدمات بنسبة 11,3%.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> <http://www.bvmt.com.tn/fr/content/pr%C3%A9sentation>, date de consultation : 08/09/2014.

<sup>2</sup> Bourse des valeurs mobilières de Tunis, **Rapport annuel 2013**, P p: 19-20.

إضافة إلى القيمة السوقية، شهد حجم التعاملات في بورصة القيمة المنقولة التونسية تطورا كبيرا هو الآخر، إذ بلغ ما يزيد عن 3 885 مليون دينار تونسي، بنسبة نمو فاقت 32,6 % مقارنة مع السنة السابقة (2 930 مليون دينار في سنة 2012).<sup>1</sup>

شهدت سنة 2013 ما مقداره 12 عملية إدراج في بورصة القيم المنقولة التونسية لسنة 2013، كلت جميعها بالنجاح، إذ تمكنت المؤسسات المصدرة لمختلف أصولها المالية من بيعها سواء لعامة الجمهور أو للبنوك والمؤسسات المالية، وبالتالي جمع ما تحتاجه من أموال لتمويل مختلف عملياتها على المدى البعيد، هذا التوجه نحو سوق الأوراق المالية كبديل لتمويل مختلف المؤسسات راجع إلى صعوبة الحصول على القروض البنكية وبمبالغ مهمة وكذا تكلفتها الغير مناسبة لبعض المؤسسات، هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى ارتفاع الثقافة البورصية لدى مختلف أطراف المجتمع التونسي من جهة أخرى.<sup>2</sup>

هذه الديناميكية التي تعرفها بورصة القيم المنقولة التونسية، سمحت لمختلف الأطراف الفاعلة بالتفكير في إنشاء وتوسيع سوق الأوراق المالية لتتمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من الخدمات والميزات التي تتيحها، وتشجيعا لها، وترقية لهذا القطاع الذي ما فتى يحقق نتائج جد مهمة فيما يخص مساهمته الاقتصادية على مستوى الناتج المحلي، رقم الأعمال والتشغيل، وهو ما تحقق في أواخر سنة 2007 من خلال إنشاء السوق البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 2-3- وضعية السوق البديلة التونسية

السوق المالية البديلة التونسية عبارة عن سوق للأوراق المالية، خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاؤها في ديسمبر من سنة 2007، تماشيا مع التطورات المالية الدولية، وكذا استجابة للاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية.

الدخول إلى السوق البديل التونسي يكون عن طريق ما يسمى LE LISTING SPONSOR، الذي يتدخل من أجل مساعدة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على تحضير دخولها إلى السوق، وكذا طوال مدة مكوثها فيه. كم أنه يجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمان حد أدنى لسيولة أصولها المالية من خلال إبرام اتفاقيات مع صناع السوق LE MARKET MAKER (يكون في العادة من بين البنوك والمؤسسات المالية أو من بين أعوان الصرف).

شهدت السوق البديلة التونسية استقطاب 05 مؤسسات جديدة في سنة 2013، قامت بإدراج أسهمها للاكتتاب العام في السوق، ليرتفع بذلك العدد الكلي للمؤسسات المدرجة فيها إلى 09 مؤسسات صغيرة ومتوسطة بنهاية سنة 2013، أي أكثر من نصف عمليات الإدراج خلال الفترة 2007-2012.<sup>3</sup> (قدر بحوالي 13 مؤسسة بنهاية سنة 2014).<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Bourse des valeurs mobilières de Tunis, **Op-cit**, P : 21.

<sup>2</sup> **Idem**, P : 25.

<sup>3</sup> **Ibid**, P: 26.

<sup>4</sup> <http://www.bvmt.com.tn/fr/marches?group=200>, date de consultation : 10-09-2014.

سمحت عمليات الإدراج هذه إلى توسيع السوق خاصة من حيث نسبة تمثيل مختلف القطاعات الاقتصادية، إذ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة فيه تنتمي إلى القطاع التكنولوجي، الصناعي، الإيجار وكذا قطاع المنسوجات.<sup>1</sup>

تمتاز عمليات الإدراج في السوق البديلة التونسية بكثرة الطلب على الأسهم المصدرة، إذ قدر معدل الاستجابة لطلبات النداء العلني للادخار ما بين 1,2 و 21,4 مرات من عدد الأسهم المعروضة للبيع من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ما يعكس مدى الإقبال الكبير على مختلف الأوراق المالية في السوق البديلة سواء من طرف الجمهور أو البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

قامت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة في سنة 2013 والمقدر عددها بخمس مؤسسات (LAND'OR, NEW BODY LINE, AE-TECH, SYPHAX AIRLINES, SOTEMAIL) بطرح ما يزيد عن 9 314 334 سهم، سواء للاكتتاب العام لعامة الجمهور أو عن طريق الاكتتاب الخاص الموجه لمختلف المتعاملين الماليين في سوق الأوراق المالية (بنوك، مؤسسات مالية،... إلخ)، وقد نجحت في بيع كل الأسهم المعروضة للاكتتاب العام.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق، يلاحظ الحركية التي تسير عليها سوق الأوراق المالية التونسية، سواء ما تعلق بالسوق الرسمية الموجهة للمؤسسات الكبيرة، أو تلك السوق البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكيف أنها تسهم بشكل كبير في تمويل احتياجات المؤسسات التي ترغب في اعتماد هذا البديل لتمويل احتياجاتها.

ورغم أن السوق البديلة لا يزال في بداياته في تونس، إلا أنه نجح في استقطاب بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ أن حركية السوق الرسمية وتوسعها سمح لها باكتساب ثقة هذه المؤسسات والجمهور العام، ما يفسر الإقبال الكبير على مختلف أسهم المؤسسات المصدرة.

### المطلب الثاني: نتائج واستنتاجات

لقد تم من خلال هذا الفصل استعراض بعض الحالات الدولية المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة، تتعلق هذه الحالات بدول ذات التوجه البنكي في تمويل اقتصادياتها (فرنسا واليابان)، دول تعتمد على الأسواق المالية في تمويل مختلف احتياجات أعوانها الاقتصاديين (الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا)، وحالة لدولة ناشئة ويتعلق الأمر بالحالة التونسية.

و من خلال ما سبق، يمكن عرض بعض الملاحظات كالاتي:

#### 1- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من خلال دراسة الحالات السابقة، يمكن الخلاص إلى بعض الملاحظات المتعلقة بتعريف المؤسسات الصغيرة كالاتي:

- من خلال الحالات الخمس السابقة، يلاحظ عدم وجود تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ أن كل دولة من الدول الخمس المدروسة (فرنسا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا

<sup>1</sup> Bourse des valeurs mobilières de Tunis, **Op-Cit**, P: 27.

<sup>2</sup> **Idem**, P : 78.

وتونس) تعتمد تعريفا مغايرا لتعريف الدول الأخرى، وهو ما تم إبرازه من خلال دراسة الفصل الأول من الباب الأول لهذه الرسالة، إذ تعتبر مسألة تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بين المسائل التي لم تلق الإجماع إلى حد الساعة.

- تعتمد كل الدول المدروسة على مجموعة من المعايير في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتختلف هذه المعايير من دولة إلى أخرى، وكذلك حسب نشاط هذه المؤسسات، إلا أن أهم هذه المعايير هو عدد العمال في المؤسسة، الذي يعتبر العامل المشترك في كل تعريفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمختلف الحالات المدروسة.

- تعتبر المعايير الكمية من بين أهم المعايير المستخدمة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف الدول، ومن بين أهمها عدد العمال، رقم الأعمال، مجموع الميزانية، رأس المال المستثمر وكذا مجموع الأصول الثابتة للمؤسسة.

- تعتمد بعض الدول على تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما اختلف نوع نشاطها (فرنسا، بريطانيا وتونس)، إلا أن البعض الآخر (الولايات المتحدة الأمريكية واليابان) يراعي نوع النشاط أو الصناعة التي تمارسها هذه المؤسسات من أجل تعريفها، فالحدود القصوى لعدد العمال، رقم الأعمال ومجموع الميزانية يختلف بين المؤسسات الناشطة في القطاع الصناعي عن تلك الناشطة في القطاع الفلاحي.

- تراعي مختلف الدول في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الوضعية الاقتصادية للدولة، إذ أنه كلما ازدهر الاقتصاد الوطني كلما ارتفعت الحدود القصوى لمختلف المعايير المعتمدة في تعريف هذا النوع من المؤسسات.

## 2- وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من خلال دراسة الحالات السابقة، يمكن عرض أهم الملاحظات الآتية:

- تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الغالبية العظمى من مجموع المؤسسات في كل البلدان محل الدراسة، إذ تتجاوز نسبتها 99 % من إجمالي المؤسسات الناشطة، وهو ما يعكس التوجه الكبير نحو هذا النوع من المؤسسات الذي من شأنه المساهمة بدرجة كبيرة في تحقيق النمو والرفاهية الاقتصادية لمختلف البلدان.

- من بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تمثل المؤسسات المصغرة وبالأخص تلك التي لا توظف أي عمال غير رب العمل نسبة معتبرة من مجموع هذا النوع من المؤسسات.

- تنشط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف المجالات الاقتصادية تقريبا ولكن بنسب متفاوتة، ومن بين أهم القطاعات المفضلة لهذا النوع من المؤسسات تجارة الجملة والتجزئة، القطاع الصناعي، الخدمات وتكنولوجيات الإعلام والاتصال.

- تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقسط معتبر في تحقيق التنمية الاقتصادية المتوازنة، من خلال تأثيرها الكبير على مختلف المتغيرات الاقتصادية، إذ أنها تساهم بشكل كبير في توفير مناصب شغل وبالتالي القضاء على البطالة، كما أنها تعمل على توفير مختلف متطلبات أفراد المجتمع من السلع والخدمات، إضافة إلى مساهمتها الكبيرة على مستوى القيمة المضافة الإجمالية والنتائج المحلي للدولة، ناهيك عن مساهمتها في ترقية التجارة الخارجية من خلال صادراتها في مختلف المجالات.

### 3- شروط إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

انطلاقاً من عرض مختلف الحالات السابقة، تبين أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعاني من الممارسات التفضيلية للبنوك اتجاه المؤسسات الكبيرة، إذ أن هذه الأخيرة تستفيد من القروض البنكية بمختلف أنواعها بنسب قليلة جداً مقارنة بالمؤسسات الكبيرة رغم أنها تمثل الغالبية الساحقة من مجموع المؤسسات (أكثر من 99 % من مجموع المؤسسات)، كما أنها ملزمة بدفع معدلات فائدة أكبر من تلك التي تدفعها نظيراتها من المؤسسات الكبيرة.

يمكن إرجاع ذلك إلى طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سواء من حيث حجمها أو من حيث طبيعة ملكيتها، إذ أن حجم هذه المؤسسات يقف عائقاً أمام حصولها على القروض البنكية بسبب عدم قدرتها على تقديم الضمانات الكافية التي تطلبها البنوك وبالتالي إلزامها على دفع معدلات فائدة أكبر من غيرها، كما أن طبيعة ملكية هذه المؤسسات والتي غالباً ما تكون عائلية تقلل من نسبة حصولها على القروض البنكية، إذ يفضل ملاكها الاعتماد على المدخرات الشخصية والاقتراض من الوسط العائلي بدل اللجوء إلى جهات خارجية طلباً للتمويل اللازم لها (بنوك ومؤسسات مالية).

سعت مختلف دول العالم إلى إيجاد حلول من أجل تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الحصول على القروض البنكية، وبمعدلات فائدة مناسبة، وهذا من خلال استحداث بنوك خاصة بإقراض هذا النوع من المؤسسات، أو مؤسسات مالية تقوم بضمان القروض الموجهة لهذه المؤسسات.

### 4- وضعية سوق الأوراق المالية الرئيسية

يختلف مستوى نشاط (عمق واتساع) سوق الأوراق المالية من دولة لأخرى، حسب درجة التقدم الاقتصادي للدولة، وكذا طبيعة النظام الاقتصادي السائد (التوجه نحو التمويل البنكي أو اقتصاديات الأسواق).

من خلال دراسة الحالات السابقة، يلاحظ أن سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا أكثر نشاطاً من نظيرتها في كل من فرنسا واليابان، وهذا رغم التطور الاقتصادي الكبير لكل الدول السابقة، إلا أن طبيعة النظام الاقتصادي السائد في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، والمرتكز على التوجه نحو الأسواق المالية لتمويل اقتصادياتها قد ساهم بشكل كبير في زيادة نشاط السوق المالية في هذه الدول، وهو ما تجلّى في العدد الكبير من المؤسسات المدرجة في السوق وكذا مختلف الأوراق والأدوات المالية المتداولة فيه.

بالنسبة لسوق الأوراق المالية التونسية، ورغم أنها سوق فتية وناشئة، إلا أنها تمكنت من فرض نفسها في الاقتصاد التونسي، وأصبحت تمثل ملاذاً للمؤسسات الراغبة في تمويل مختلف احتياجاتها على المدى المتوسط والطويل، إذ أنها تضم ما يفوق السبعون مؤسسة (71 مؤسسة بنهاية سنة 2013)، على عكس العديد من دول العالم.

توجه مختلف أنواع المؤسسات إلى هذا البديل التمويلي المهم من بين أهم أسباب نشاط وتوسع سوق الأوراق المالية، إذ أنه بدون الأوراق والأدوات المالية التي تصدرها هذه المؤسسات، فإنه لا وجود لهذه السوق، كذلك انتشار الثقافة البورصية وحس الاستثمار المالي للمدخرات بين مختلف الأفراد له دور حاسم في نجاح وتوسع سوق الأوراق المالية.

## 5- وضعية السوق البديلة

يرتبط مستوى نشاط سوق الأوراق المالية البديلة الموجهة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدرجة نشاط وحركية السوق الرئيسية الموجهة للمؤسسات الكبرى، إذ إنه كلما كانت السوق الرئيسية نشطة وفعالة وتضم عدد المؤسسات والأوراق المالية كلما سارت السوق البديلة في نفس الاتجاه، حتى وإن لم يكن بنفس عدد المؤسسات والأدوات المالية المتداولة.

وفي هذا الإطار، ومن خلال التجارب المدروسة سابقا من خلال هذا الفصل، فإن توجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا نحو التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة أكبر منه في فرنسا واليابان، اللتان تمتازان بمحدودية سوقيهما الماليين مقارنة بها في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا (من خلال عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالية الرئيسية).

كذلك، تخفيف شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة والتكلفة المتدنية لعملية الإدراج، من شأنه أن يشجع هذه المؤسسات على الدخول إلى السوق، خاصة في ظل سعيها لتنويع هيكلتها المالية، والاستفادة من الميزات الذي يتيحها هذا النوع من التمويل.

بالنسبة للتجربة التونسية، فقد شهدت سوق الأوراق المالية البديلة ومنذ تأسيسها سنة 2007 نشاطا مهما، إذ قدر عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية المدرجة في السوق في سنة 2013 بحوالي خمس (05) مؤسسات، تمكنت من بيع كافة الأسهم المطروحة للاكتتاب العام، وبالتالي رفع الأموال التي تحتاجها من أجل استمرار وتوسيع أنشطتها. كما يلاحظ كذلك على التجربة التونسية الطلب المرتفع من طرف الأفراد على مختلف الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ما يعكس الإقبال الكبير للأفراد على الاستثمار المالي، الأمر الذي يشجع أكثر هذه المؤسسات على الدخول إلى السوق البديلة وطرح عدد أكبر من أوراقها المالية.

### خلاصة الفصل الثالث

لقد تم من خلال هذا الفصل دراسة بعض التجارب الدولية المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة، تم فيها إبراز مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد المحلي، ومن ثم واقع تمويلها عن طريق السوق البديلة في كل من فرنسا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وتونس.

ومن خلال ما سبق، أمكن الخلاص إلى بعض المؤشرات المهمة والتي يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية البديلة عليها، والتي يمكن إيجازها في العناصر الآتية:

- تعتبر قوة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بين أهم عوامل نجاح سوق الأوراق المالية البديلة، إذ أنه كلما كانت المساهمة الاقتصادية لهذه المؤسسات على مستوى الناتج المحلي، القيمة المضافة وخلق مناصب شغل كبيرة، كلما كانت الوضعية الاقتصادية والمالية لهذه المؤسسات جيدة، وبالتالي يعزز من إمكانية نجاح سوق الأوراق المالية البديلة في حال تم تبنيها من طرف السلطات المالية للدولة.

- تخفيف إجراءات قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة من بين أهم عوامل نجاح هذه السوق، إذ أن طبيعة وخصوصية هذه المؤسسات لا تمكنها من الاستجابة لشروط الإدراج في السوق الرئيسية، وبالتالي وجب تكييف هذه الشروط لتحفيز المؤسسات على الدخول إلى السوق.

- شروط الإقراض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وصعوبة الحصول على القروض البنكية هو الآخر من بين الأسباب الدافعة للمؤسسات إلى البحث عن مصادر تمويلية جديدة ومنها السوق البديلة، وبالتالي زيادة نشاط وحركية هذه السوق.

- نشاط وحركية السوق الرئيسية من بين أهم محددات نجاح السوق البديلة، إذ أنه كلما كانت السوق الرئيسية نشطة كلما زاد احتمال نجاح السوق البديلة.

- تعتبر تكاليف الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة من بين أهم محددات نجاح هذه السوق من عدمها، إذ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تبحث دائماً عن البدائل التمويلية التي تلبى احتياجاتها وفق أحسن الشروط فيما يتعلق بالتكلفة والوقت.

- يعد توجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نحو السوق البديلة من أجل تمويل احتياجاتها هو الآخر من بين أهم محددات نجاح هذه السوق، إذ أنه كلما توجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نحو السوق البديلة بكثر كلما زاد نشاط وحركية هذه السوق.

- انتشار الوعي والثقافة البورصية لدى الأفراد من شأنه هو الآخر المساهمة في نشاط وتوسع السوق البديلة، إذ أن إقبال الأفراد على الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من شأنه تحفيزها على إصدار أوراق مالية أكثر، كما يشجع المؤسسات الأخرى على الولوج إلى السوق.

- يعتبر المرافق للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في عملية الدخول إلى سوق الأوراق المالية من بين الآليات المستحدثة في السوق البديلة، حيث تؤدي دوراً مهماً في نجاح أو فشل عملية الإدراج، إذ أنه يحدد سعر الدخول، كما أنه يقوم باختيار الزمن المناسب لطرح الأسهم للاكتتاب العام.

خاتمة الباب الأول

### خاتمة الباب الأول

لقد تم من خلال هذا الباب التطرق إلى ثلاثة فصول، جاء الأول منها بعنوان ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها، تم من خلاله معالجة إشكالية تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال تحديد أهم الصعوبات التي تحول دون وجود تعريف موحد لها، وكذا أهم المعايير النوعية والكمية المستعملة في تعريفها، إضافة لعرض أهم التعاريف المتبناة من قبل بعض الدول والهيئات العالمية، كما تم من خلال هذا الفصل كذلك عرض أهم الأشكال القانونية التي تأخذها هذه المؤسسات، وكذا مساهمتها ودورها على المستوى الاقتصادي والاجتماعي للدولة. ليتم التعرّيج بعدها إلى أهم المصادر التمويلية المتاحة أمامها وكذا المعايير التي تستعملها للمفاضلة بينها.

أما الفصل الثاني، والذي جاء بعنوان سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد تمت معالجته من خلال ثلاثة مباحث، خصص الأول منها لعرض أهم مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية، تعريفها وأهم وظائفها، هيكلتها ومتطلبات تحقيق كفاءتها. أما المبحث الثاني فتطرق لعرض أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق وكذا المتدخلون في السوق من خلال مختلف الأوامر التي يصدرونها، أما المبحث الثالث فتناول إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة، وهذا بتحديد ماهية الدخول إلى البورصة، طرق وإجراءات قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، تقييم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحديد سعر بيع أصولها المالية للمكثبين في السوق.

في حين خصص الفصل الثالث والأخير من هذا الباب لعرض بعض التجارب الدولية والمتعلقة بالتمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كل من فرنسا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وتونس، إذ تم في كل حالة عرض أهم الأرقام المتعلقة بوضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال عددها، مجالات نشاطها ومساهمتها الاقتصادية، ليتم بعدها عرض شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة، أهم الأرقام المتعلقة بسوق الأوراق المالية الرئيسية والبديلة، وكذا مدى مساهمة هذه الأخيرة في تمويل هذا النوع من المؤسسات.

ومن خلال ما سبق، يمكن استخلاص الآتي:

- أولت مختلف الدول اهتماما كبيرا بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا للتطور الكبير الذي يعرفه، ومساهمته المتزايدة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومن بين سبل الدعم الحديثة تكييف آليات الإدراج في سوق الأوراق المالية لتتلاءم وخصوصية هذه المؤسسات.
- تؤدي سوق الأوراق المالية البديلة دورا مهما في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتوفير مختلف احتياجاتها المالية، وبتكلفة جد مقبولة، إذ تقوم بجمع وتعبئة المدخرات المحلية، وتوجيهها نحو هذه المؤسسات بما يضمن نموها وتطورها.
- سعت مختلف الدول وعلى رأسها تلك المتقدمة اقتصاديا إلى إنشاء سوق بديلة للأوراق المالية، تكون موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تراعي ميزاتها وخصائصها، وتمكنها من رفع الأموال الضرورية لاستمراريتها ونموها.

**الباب الثاني: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة  
والمتوسطة الجزائرية - تحليل سلوك هذه المؤسسات اتجاه  
البورصة-**

**الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛**

**الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛**

**الفصل الثالث: تحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتجاه التمويل البورصي.**

## الباب الثاني: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - تحليل سلوك هذه المؤسسات اتجاه البورصة-

### مقدمة الباب الثاني

بعد أزمة انهيار أسعار البترول التي ضربت الاقتصاد الجزائري ، وما صاحبها من تبعات كثيرة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي والتي من أهمها التبعية لصندوق النقد الدولي والبنك العالمي وبقية الدائنين، شرعت الجزائر في انتهاج عديد الإصلاحات بغية تنويع الاقتصاد الوطني، والحد من التبعية لقطاع المحروقات، ومن بين أهم هذه الإصلاحات تلك المتعلقة بالمؤسسات الاقتصادية، والرامية إلى منحها الحرية والاستقلالية في التسيير، بغية تعزيز تنافسيتها وتعظيم مخرجاتها ومساهمتها الاقتصادية والاجتماعية، بما يحقق لها النجاعة والفعالية في استغلال الموارد المادية، المالية والبشرية المتاحة لها.

تعزيز استقلالية المؤسسات العمومية نتج عنه استقلالية مالية أيضا، ما يعني أن هذه المؤسسات ملزمة بالبحث عن الأموال واستغلالها بما يعظم لها العائد من وراء ذلك، وهنا كان من واجب السلطات توفير عديد البدائل بغية تمويل هذه المؤسسات وتوفير الدعم اللازم لها، وهو ما تأتي بإنشاء بورصة الجزائر دعما لهذه المؤسسات من الناحية المالية من جهة، ومن جهة أخرى لجمع المدخرات المحلية وتوجيهها نحو القطاعات المنتجة في الاقتصاد الوطني.

ومع تعاضد دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني، سارت الجزائر على نهج الدول المتقدمة اقتصاديا وحتى تلك السائرة في طريق النمو من خلال اعتماد سوق بديلة للأوراق المالية موجهة خصيصا للتكيف مع طبيعة هذه المؤسسات، حيث يراعي خصوصيتها من ناحية الحجم وقلة مواردها من جهة، ويضمن لها تمويل انطلاق نشاطها وتوسعها من جهة أخرى عن طريق عرض أسهمها للاكتتاب العام من خلال العرض العمومي للاكتتاب.

وعليه، سيتم من خلال هذا الباب معالجة واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وكذا أهم الأرقام المتعلقة بنموها ومجال نشاطها ومساهمتها الاقتصادية، إضافة إلى نشأة بورصة الجزائر وأهم الهيئات المسيرة لها، وكذا نشاط مختلف الأسواق الفرعية لها -السوق الرئيسية لسندات الملكية، سوق سندات الدين، سوق سندات الخزينة العمومية والسوق البديلة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-. إضافة إلى تحليل سلوك المؤسسات اتجاه التمويل البورصي والفرص التي تتيحها بورصة الجزائر أمام هذه المؤسسات، وهذا من خلال الفصول الآتية:

**الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛**

**الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛**

**الفصل الثالث: تحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل البورصي.**

## الفصل الرابع: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

المبحث الأول: وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛

المبحث الثاني: التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛

المبحث الثالث: واقع آليات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

## الفصل الرابع: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

### المقدمة

سعت الدولة الجزائرية، وكغيرها من باقي دول العالم إلى العمل على ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قصد الاستفادة من الامتيازات التي تتيحها، والدور الفعال الذي أضحت تقوم به على مستوى مختلف اقتصاديات الدول، خاصة فيما يتعلق بمساهمتها الكبيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة والمتوازنة، من خلال خلق فرص العمل وبالتالي المساهمة في التقليل من حدة البطالة، كما أنها تسهم في توفير مختلف احتياجات أفراد المجتمع من السلع والخدمات، ما يسهم في تقليص الواردات من جهة، ومن جهة أخرى إلى فتح آفاق جديدة لتصدير المنتج المحلي ما يعزز تنويع الاقتصاد الوطني القائم أساسا على قطاع المحروقات.

وفي هذا الاتجاه، تبنت الدولة الجزائرية عديد الخطط والبرامج، وأنشأت مجموعة من الآليات والمنظمات والمؤسسات التي تهدف أساسا إلى توفير البيئة المناسبة لإنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تعمل على مرافقتها انطلاقا من أولى مراحل تأسيسها وإلى غاية بدء نشاطها وتقديمها لمنتجها للسوق، كما لم تغفل الجوانب المتعلقة بتمويل هذه المؤسسات، فأنشأت هيئات خاصة لتمويلها وضمان قروضها، ذلك أن الأموال تعد من بين أهم المعوقات التي تعترض نمو وتطور هذا القطاع الحساس.

وعليه، سيتم من خلال هذا الفصل عرض واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وهذا من خلال المباحث الآتية:

- وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛
- التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛
- واقع آليات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

### المبحث الأول: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

شهدت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تطورات عديدة، سواء من حيث اهتمام السلطات بها، أو من حيث تعريفها، وكذا من حيث عددها ومختلف مجالات نشاطها، إضافة إلى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية الوطنية. وهو ما سيتم إبرازه من خلال هذا المبحث.

#### المطلب الأول: تطور الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

لم يكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تعريف واضح قبل صدور القانون رقم 18/01 المؤرخ في 27 رمضان 1422 هـ، الموافق لـ 12 ديسمبر من عام 2001،<sup>1</sup> والمتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، والذي حدد العتبات الدنيا والقصى لتعريف هذه المؤسسات من خلال مجموعة من المعايير أجزها في عدد العمال، رقم الأعمال السنوي ومجموع حصيلتها السنوية.

والملاحظ في هذا، أن الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر عرف نقلة نوعية سنة 1992 من خلال إنشاء مصالح وزارة منتدبة لدى وزارة الاقتصاد كمرحلة أولى، ومن ثم إنشاء وزارة خاصة بهذه المؤسسات سنة 1993.

#### 1- بعض محاولات تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

شهدت عملية تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر عديد المحاولات، والتي يمكن إيجازها في الآتي:<sup>2</sup>

##### 1-1- المحاولة الأولى

كانت أولى محاولات تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر عن طريق التقرير الخاص ببرنامج تنمية الصناعات الصغيرة والمتوسطة، والذي عرفها على أنها كل وحدة إنتاج مستقلة قانونا وتشغل أقل من 500 عامل وتحقق أقل من 15 مليون دج، واستثماراتها لا تتجاوز 10 مليون دج، وتأخذ أحد الأشكال الآتية:

- المؤسسات التابعة للجماعات المحلية (مؤسسات ولائية وبلدية).
- فروع المؤسسات الوطنية.
- الشركات المختلطة.
- المؤسسات المسيرة ذاتيا.
- المؤسسات الخاصة.

<sup>1</sup> يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص: 53.

<sup>2</sup> رابح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 33-35.

### 1-2- المحاولة الثانية

جاءت هذه المحاولة من طرف المؤسسة الوطنية للهندسة وتنمية الصناعات الخفيفة بمناسبة الملتقى الأول حول الصناعات الصغيرة والمتوسطة، وقد عرفها على أنها كل مؤسسة تشغل أقل من 200 عامل وتحقق رقم أعمال أقل من 10 مليون دج.

### 1-3- المحاولة الثالثة

بعد تسعينيات القرن العشرين، شهدت الجزائر تطورات اقتصادية هامة وتبنت إصلاحات هيكلية عميقة أعطت القطاع الخاص دورا كبيرا ومتزايدا لإحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية في ظل الانفتاح الاقتصادي والعولمة، ورغبة الجزائر في الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، وكذا في ظل الشراكة الأوروبية-متوسطية. وقد انعكس هذا التطور على هذه المؤسسات من خلال تبني الدولة لوزارة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 1993، كان من بين مهامها ما يلي:

- إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تأهيل المؤسسات القائمة وتحديثها والرفع من تنافسيتها.
- تقديم مختلف أنواع المساعدات التقنية، الإنتاجية، التسويقية،...إلخ.
- تقديم المشورة اللازمة وفتح قنوات الاتصال.
- وضع الأطر التنظيمية والتشريعية لعمل هذه المؤسسات.
- القيام بالدراسات، الندوات والملتقيات للتعريف بهذا النوع من المؤسسات.
- جمع وتقديم مختلف الإحصائيات المتعلقة بهذا القطاع.

وفي هذا الإطار، قدمت هذه الوزارة تعريفا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يعد الأحدث ولا يزال العمل قائما به في الجزائر، تضمنه القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 18/01 المؤرخ في 27 رمضان عام 1422 الموافق ل 2001/12/12.

حيث تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق هذا القانون، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/ أو الخدمات التي:<sup>1</sup>

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

يقصد في مفهوم هذا القانون، بالمصطلحات الآتية:

<sup>1</sup> المادة رقم 4 من القانون رقم 01-18 الصادر في 12-12-2001 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص ص: 5-6، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77 الصادر بتاريخ 15-12-2001.

▪ **الأشخاص المستخدمون:** عدد الأشخاص الموافق لعدد وحدات العمل السنوي بمعنى عدد العاملين الأجراء بصفة دائمة خلال سنة واحدة، أما العمل المؤقت أو العمل الموسمي، فيعتبران أجزاء من وحدات العمل السنوي، السنة التي يعتمد عليها هي تلك المتعلقة بأخر نشاط حسابي مقفل.

▪ **الحدود المعتمدة لتحديد رقم الأعمال أو مجموع الحصيلة،** هي تلك المتعلقة بأخر نشاط مقفل مدة اثنتي عشر (12) شهرا.

▪ **المؤسسة المستقلة:** هي كل مؤسسة لا يمتلك رأسمالها بمقدار 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة من مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

كما قام المشرع الجزائري بالفصل بين المؤسسات المتوسطة، الصغيرة والمصغرة فيما يخص عدد العمال ورقم الأعمال السنوي كالآتي:

### 1-3-1- المؤسسة المتوسطة

تعرف المؤسسة المتوسطة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 250 شخصا ويكون رقم أعمالها ما بين 200 مليون و2 مليار دينار جزائري، أو يكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين 100 و 500 مليون دينار.<sup>1</sup>

### 1-3-2- المؤسسة الصغيرة

تعرف المؤسسة المصغرة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 شخصا ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 200 مليون دينار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 100 مليون دينار.<sup>2</sup>

### 1-3-3- المؤسسة المصغرة

تعرف المؤسسة المصغرة بأنها تلك التي تشغل من عامل إلى تسعة عمال وتحقق رقم أعمال أقل من عشرين مليون دينار، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 10 ملايين دينار.<sup>3</sup>

## 2- الهيئات الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

اعتمدت الجزائر عديد الهيئات والمنظمات التي تسهر على دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومرافقتها خلال مختلف مراحل تأسيسها، الأمر الذي مكن من نمو وتطور هذه المؤسسات، ومن بين أهم هذه الهيئات ما يلي:

### 1-2- الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تم إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 05-165 المؤرخ في 03 ماي 2005، و هي مؤسسة عمومية ذات طابع إداري، تتمتع بالشخصية

<sup>1</sup> المادة رقم 5 من القانون رقم 01-18 الصادر في 12-12-2001 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ص: 6، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77 الصادر بتاريخ 15-12-2001.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، المادة رقم 6، ص: 6.

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، المادة رقم 7، ص: 6.

المعنوية والاستقلالية المالية وتقع تحت وصاية الوزير المكلف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي يرأس مجلس التوجيه و المراقبة.<sup>1</sup>

تسهر الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على إنجاز العديد من المهام، والتي من أهمها:<sup>2</sup>

- تنفيذ استراتيجية القطاع في ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تنفيذ البرنامج الوطني لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومتابعته حسن سيره.
- تعزيز الخبرات والاستشارة لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- متابعة وضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث الإنشاء و التوقف و تغيير النشاط.
- إنجاز دراسات حول فروع النشاطات ومذكرات ظرفية ودورية حول التوجهات العامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تحصيل واستغلال ونشر المعلومة المحددة في ميدان نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## 2-2- الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب

استحدثت الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-96 المؤرخ في 8 سبتمبر 1996، وهي موجهة للشباب البالغين من العمر ما بين 19 و 35 سنة، وهي هيئة ذات طابع خاص، وضعت تحت سلطة رئيس الحكومة، يتولى الوزير المكلف بالعمل والتشغيل والضمان الاجتماعي متابعة نشاطاتها، وهي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

وهي تسهر على القيام بالمهام الرئيسية الآتية:<sup>3</sup>

- تقديم الاستشارة ومراقبة الشباب ذوي المشاريع في إطار إنشاء مشاريعهم الاستثمارية.
- تقديم كافة المعلومات الاقتصادية، التقنية، القانونية والتنظيمية المتعلقة بنشاط الشباب الراغبين في إنشاء مشاريعهم الخاصة.
- إنشاء بنك معلومات لمختلف المشاريع المسجلة لدى الوكالة.
- تطوير العلاقات ما بين مختلف الأطراف المساهمين في عملية إنشاء المشاريع (البنوك، مصالح الضرائب، صناديق الضمان الاجتماعي،... إلخ).
- تطوير شراكة ما بين مختلف القطاعات من أجل تحديد مختلف الفرص الاستثمارية.
- ضمان تكوين الشباب حاملي المشاريع.

<sup>1</sup> Site officiel de l'Agence Nationale de Développement de la PME, <http://www.andpme.org.dz/index.php/ar/andpme-2/qui-somme-nous>, Consulté le 10/02/2015.

<sup>2</sup> <http://www.andpme.org.dz/index.php/ar/andpme-2/mission>, Consulté le 10/02/2015.

<sup>3</sup> Site officiel de l'ANSEJ, <http://www.ansej.org.dz/?q=fr/content/le-dispositif-de-soutien-lemploi-des-jeunes>, Consulté le 10/02/2015.

### 2-3- الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة

تأسس الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة سنة 1994 كمؤسسة عمومية للضمان الاجتماعي بموجب المرسوم التنفيذي رقم 94-188 المؤرخ في 26 محرم 1415 هـ الموافق ل 06 جويلية 1994، والمتضمن القانون الأساسي للصندوق الوطني للتأمين عن البطالة (تحت وصاية وزير العمل والتشغيل والضمان الاجتماعي)<sup>1</sup>، يعمل هذا الصندوق على تخفيف الآثار الاجتماعية الناجمة عن تسريح العمال الأجراء في القطاع الاقتصادي وفقا لمخطط التعديل الهيكلي، إضافة إلى مساعدة الأفراد البالغين من العمر ما بين 35 و 50 سنة على إنشاء مؤسساتهم الخاصة (مؤسسات مصغرة، صغيرة ومتوسطة)<sup>2</sup>.

### 2-4- صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أنشئ صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 02-373 المؤرخ في 06 رمضان 1423 الموافق ل 11 نوفمبر 2002 المتعلق بتطبيق القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتضمن للقانون الأساسي لصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو عبارة عن مؤسسة عمومية تحت وصاية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ويتمتع هذا الصندوق بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وقد باشر عملة بصفة رسمية في 14 مارس من سنة 2004.<sup>3</sup>

### 2-5- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار

تم إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار في إطار الإصلاحات التي تمت مباشرتها من خلال الحكومة الجزائرية خلال فترة تسعينات القرن العشرين، وهي موجهة للتكيف مع التغيرات الاقتصادية والاجتماعية للبلاد، كما تهدف لتسهيل، ترقية واصطحاب مختلف المستثمرين الراغبين في إنشاء مؤسسات جديدة أو توسيع تلك القائمة منها، كما تعمل على رسم وتنفيذ سياسات واستراتيجيات التنمية بالتآزر مع مختلف القطاعات الاقتصادية.<sup>4</sup>

### 2-6- الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ANGEM

تم إنشاء الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 04-14 المؤرخ في 29 ذي القعدة عام 1424 الموافق ل 22 يناير سنة 2004، والذي يتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر وتحديد قانونها الأساسي.<sup>5</sup>

وهي تضطلع أساسا بمنح قروض بدون فائدة لعديمي الدخل يتم تسديدها في مدة تتراوح ما بين سنة وخمس سنوات، وهذا من أجل تجسيد مشاريعهم الشخصية على أرض الواقع، كما أنها تقوم بتقديم

<sup>1</sup> المرسوم التنفيذي رقم 94-188 المؤرخ في 26 محرم 1415 هـ الموافق ل 06 جويلية 1994، الجريدة الرسمية رقم 44 الصادر في 07 جويلية 1994.

<sup>2</sup> Site officiel du CNAC, <https://www.cnac.dz/default.aspx?id=250>, Consulté le 10/02/2015.

<sup>3</sup> [http://www.fgar.dz/index.php?option=com\\_content&task=view&id=18&Itemid=29](http://www.fgar.dz/index.php?option=com_content&task=view&id=18&Itemid=29), Consulté le 10/02/2015.

<sup>4</sup> Site officiel du ANDI, <http://www.andi.dz/index.php/ar/missions-de-l-andi>, Consulté le 10/02/2015.

<sup>5</sup> <http://www.angem.dz/portail/index.php/ar/2013-12-07-21-12-12/04-14>, Consulté le 10/02/2015.

الدعم والمساندة لمختلف المستفيدين ومرافقتهم خلال مختلف مراحل تجسيد مشاريعهم مع إعلامهم بكل التسهيلات والإعانات التي توفرها لهم مختلف الأجهزة الحكومية. كما أنها تكلف بإعداد قاعدة بيانات لمختلف الأنشطة والأشخاص المستفيدين من برامجها.<sup>1</sup>

إضافة إلى ما سبق، يمكن إضافة الأجهزة الآتية، والتي تساهم هي الأخرى في دعم وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:<sup>2</sup>

- صندوق ترقية التنافسية الصناعية لتأهيل المؤسسات الصغيرة.
- صندوق المحيط والحفاظ عليه من التلوث.
- صندوق ترقية المحيط.
- صندوق ترقية الصادرات.
- صندوق تطوير منطقة الجنوب.
- صندوق البحث العلمي والتطوير التكنولوجي.
- صندوق التكوين والتدريب المهني.

#### المطلب الثاني: تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

سيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم الأرقام المتعلقة بنمو وتطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أهم الأنشطة التي تمارسها وكذا طبيعتها القانونية.

#### 1- نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

يمكن توضيح تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2006-2013 من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (28): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة 2006-2013

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	*2013
المجموع	376 767	473 592	519 526	587 494	619 072	659 309	711 832	747 934

**Source:** Synthèse effectuée à partir des bulletins d'information statistique de la PME N° 14-23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement (ministère des PME et industrie artisanat).

\*: نهاية السداسي الأول من سنة 2013.

<sup>1</sup> مرسوم تنفيذي رقم 04-14 مؤرخ في 29 ذي القعدة عام 1424 الموافق ل 22 يناير سنة 2004، المتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر، المادة رقم 5.

<sup>2</sup> أيت عيسى عيسى، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: آفاق وقيود"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، العدد السادس، السداسي الأول، 2009، ص: 281.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه النمو المستمر في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2006-2013، حيث إن عددها قفز من 376 767 مؤسسة سنة 2006 إلى 747 934 مؤسسة بنهاية السداسي الأول من سنة 2013، مسجلا معدل نمو إجمالي بلغ 98,51 %، أي بمعدل نمو سنوي متوسط فاق 9,57 %.

كما يمكن عرض تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال نفس الفترة حسب طبيعتها من خلال الجدول أدناه:

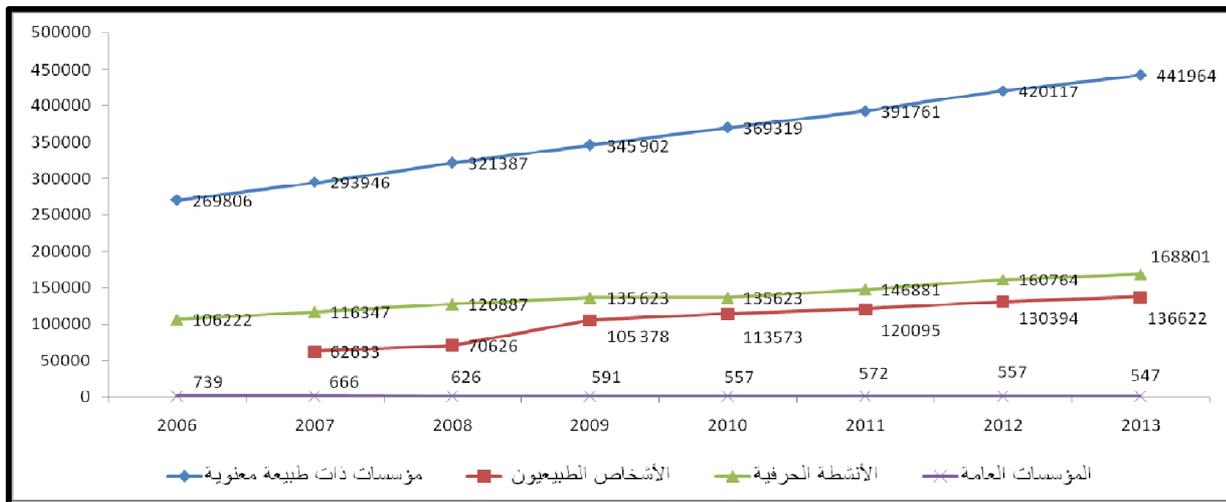
**الجدول رقم (29): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2006-2013 حسب طبيعتها**

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>المؤسسات الخاصة</b>								
مؤسسات ذات طبيعة معنوية	269 806	293 946	321 387	345 902	369 319	391 761	420 117	441 964
الأشخاص الطبيعيون	-	62 633	70 626	105 378	113 573	120 095	130 394	136 622
الأنشطة الحرفية	106 222	116 347	126 887	135 623	135 623	146 881	160 764	168 801
<b>مجموع المؤسسات</b>	<b>376 028</b>	<b>472 926</b>	<b>518 900</b>	<b>586 903</b>	<b>618 515</b>	<b>658 737</b>	<b>711 275</b>	<b>747 387</b>
المؤسسات العامة	739	666	626	591	557	572	557	547
<b>المجموع</b>	<b>376 767</b>	<b>473 592</b>	<b>519 526</b>	<b>587 494</b>	<b>619 072</b>	<b>659 309</b>	<b>711 832</b>	<b>747 934</b>

**Source:** Synthèse effectuée à partir des bulletins d'information statistique de la PME N° 14-23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement (ministère des PME et industrie artisanat).

من خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض الشكل البياني الآتي:

**الشكل رقم (07): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2006-2013**



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

بناء على معطيات الجدول والشكل البياني أعلاه، يلاحظ أن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ينقسم إلى مؤسسات خاصة ومؤسسات ذات طبيعة عمومية، إضافة إلى الأنشطة الحرفية والصناعات التقليدية، حيث تمثل المؤسسات الخاصة (سواء كانت ذات معنوية أو طبيعية) الأغلبية مع نهاية السداسي الأول لسنة 2013 بنسبة 77,35 % من مجموع هذه المؤسسات، متبوعة بالأنشطة الحرفية والصناعات التقليدية بنسبة 22,65 %، لتأتي المؤسسات العامة في المرتبة الأخيرة بنسبة لا تتعدى 0,07 %.

كما يلاحظ أيضا، النمو المستمر في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ذات الطبيعة المعنوية، إذ ارتفع عددها من 269 806 مؤسسة سنة 2006 ليستقر عند 441 964 مؤسسة بنهاية السداسي الأول من سنة 2013، مسجلا ارتفاعا إجماليا محسوسا بلغ ما يقارب نسبة 63,81 %، أي ما يعادل نسبة نمو متوسطة مقدارها 6,80 %.

ويأتي في المرتبة الثانية من حيث العدد الأنشطة الحرفية، التي هي الأخرى سجلت ارتفاعا سرمديا من سنة 2006 إلى غاية سنة 2013، منتقلة من 106 222 مؤسسة سنة 2006 إلى 168 801 مؤسسة صغيرة ومتوسطة سنة 2013، مسجلة ارتفاعا بنسبة إجمالية بلغت 58,91 %، أي ما يعادل 6,37 % كنسبة نمو متوسطة.

واحتلت المرتبة الثالثة من حيث العدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الشخصية الطبيعية، إذ سجلت هي الأخرى ارتفاعا متواصلا من 62 633 مؤسسة سنة 2007 إلى ما مقداره 136 622 مؤسسة بنهاية السداسي الأول من سنة 2013، مسجلة أعلى معدل نمو إجمالي بواقع 118,13 %، أي ما يعادل 10,96 % كنسبة نمو سنوية متوسطة.

أما فيما يخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العامة، فقد عرفت انخفاضا تدريجيا خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى نهاية السداسي الأول من سنة 2013، وهذا رغم عددها الجد محدود، إذ انتقلت من 739 مؤسسة سنة 2006 إلى 547 مؤسسة بنهاية السداسي الأول من سنة 2013، مسجلة انخفاضا إجماليا خلال نفس الفترة قدر بنسبة 25,98 %.

يرجع هذا الارتفاع المستمر في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة إلى الاهتمام والرعاية الذي باتت توليه الدولة الجزائرية لهذا القطاع من خلال عديد سبل وقنوات الدعم الموجهة لتطويره ومرافقته (الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة... إلخ)، وهذا إيماننا منها بقدرة هذا القطاع على الرقي بالاقتصاد الوطني من خلال استحداث مناصب شغل، توفير مستلزمات وحاجيات مختلف أفراد المجتمع وتنويع الاقتصاد الوطني. أما فيما يخص انخفاض عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العامة فهو راجع إلى توجه الدولة نحو اقتصاد السوق من خلال خوصصة المؤسسات القائمة وإعادة تنظيم القطاع العام ككل.

رغم الارتفاع المستمر في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلا أن عددها يبقى جد محدود مقارنة مع الاقتصاديات العالمية الكبرى وحتى تلك السائرة في طريق النمو، حيث إذا تمت مقارنة عددها مع ما تمت دراسته في الفصل الثالث من هذه الرسالة، فإنه لا مجال للمقارنة مع ما تم تحقيقه في تلك الدول (3 144 065 مؤسسة في فرنسا، 5 367 699 مؤسسة في اليابان، 5 930 132 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية، 4 895 000 مؤسسة في بريطانيا و654 524 مؤسسة في تونس).

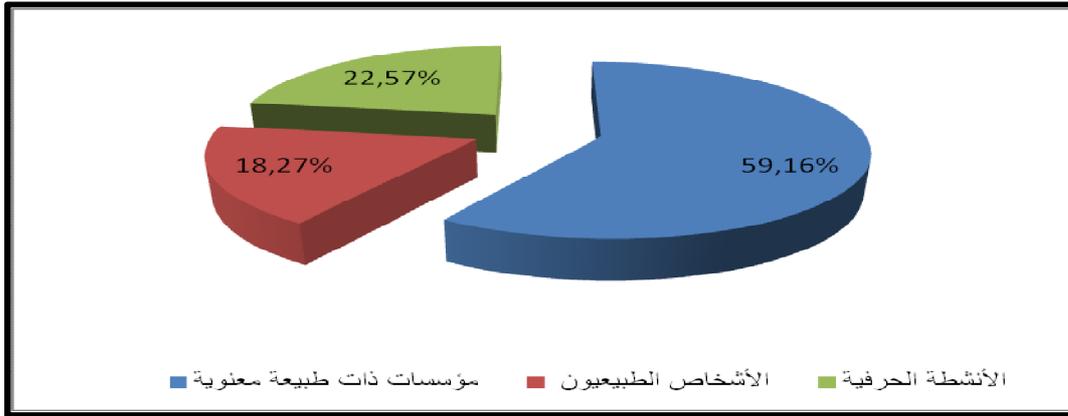
وهذا رغم الإمكانيات الاقتصادية الكبيرة التي تتمتع بها الجزائر والمساحة الشاسعة مقارنة مع دول أخرى وبالأخص الجارة تونس، والتي تمتلك نفس عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقريبا، رغم مواردها الاقتصادية المحدودية ومساحتها الضيقة وعدد سكانها القليل.

ومن هنا، وجب البحث أكثر في سبل ترقية ودعم هذه المؤسسات، وبالأخص نشر الوعي وتحفيز المبادرات الفردية على تجسيد أعمالهم الفردية.

## 2- الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

يمكن توضيح الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مع نهاية السداسي الأول لسنة 2013 من خلال الشكل البياني أدناه:

### الشكل رقم (08): الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه، أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تتمتع بالصفة المعنوية، إذ أن 59,16 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي عبارة عن مؤسسات ذات طبيعة معنوية، تمثل منها المؤسسات الخاصة الأغلبية العظمى بنسبة 99,88 %. أما الأنشطة الحرفية والصناعات التقليدية فقد حلت ثانيا بنسبة 22,57 %، وتأتي في المرتبة الثالثة الأشخاص الطبيعيون بنسبة 18,27 % من إجمالي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

مقارنة مع نهاية السداسي الأول من سنة 2012، ازداد عدد المؤسسات الخاصة بنسبة 8,82 %، مسجلا 60 562 مؤسسة جديدة، تمثل منها المؤسسات ذات الطبيعة المعنوية ما نسبته 56,45 % (أي 34 185 مؤسسة)، أما الأنشطة الحرفية فتأتي ثانيا بنسبة 24,24 % (14 678 وحدة جديدة)، ويأتي أخيرا الأشخاص الطبيعيون بنسبة 19,31 % بواقع 11 699 وحدة جديدة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> **Bulletins d'information statistique de la PME N° 23**, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 11.

## 3- مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

يمكن عرض أهم الأنشطة الاقتصادية التي تنشط فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (30): مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الخاصة

نسبة النمو %	السداسي الأول 2013		السداسي الأول 2012		مجال النشاط
	النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	
7,63	1,01	4 458	1,02	4 142	الفلاحة
10,0	0,50	2 217	0,49	2 014	المحروقات، الطاقة، المناجم والخدمات الملحقة
5,10	33,26	147 005	34,30	139 875	البناء والأشغال العمومية
7,56%	16,03	70 840	16,15	65 859	الصناعات التحويلية
11,00	49,20	217 444	48,04	195 889	الخدمات
<b>8,38</b>	<b>100,00</b>	<b>441 964</b>	<b>100,00</b>	<b>407 779</b>	<b>المجموع</b>

Source : Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 15.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن قطاع الخدمات (النقل والاتصال، التجارة بالجملة والتجزئة، الفنادق والإطعام، الخدمات المقدمة للمؤسسات والعائلات، المؤسسات المالية، الأنشطة العقارية والخدمات المقدمة للإدارات المحلية) يحتل المرتبة الأولى من حيث عدد المؤسسات بما يعادل 217 444 مؤسسة، أي بنسبة 49,20 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة، مسجلا بذلك أعلى نسبة نمو بمعدل 11 % مقارنة مع السداسي الأول من سنة 2012، ويأتي في المرتبة الثانية قطاع البناء والأشغال العمومية بواقع 147 005 مؤسسة (33,26 % من مجموع المؤسسات)، ثم قطاع الصناعات التحويلية بمجموع 70 840 مؤسسة (16,03 %)، ثم كل من قطاع الفلاحة بنسبة 1,01 % (4 458 مؤسسة)، وتأتي في المرتبة الأخيرة المؤسسات الناشطة في قطاع المحروقات، الطاقة، المناجم والخدمات الملحقة بنسبة تعادل 0,50 % أي ما مقداره 2 217 مؤسسة.

ينبغي على السلطات توجيه اهتمامها أكثر نحو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإنتاجية والصناعية من خلال توفير المناخ المناسب لها وأساليب الدعم المختلفة من أجل زيادة عددها أكثر بما يخدم التنمية المحلية والتنوع الاقتصادي للبلاد.

أما فيما يخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية والتي بلغت 547 مؤسسة مع نهاية السداسي الأول فقد تركزت بصفة أكبر في كل من قطاع الفلاحة بواقع 184 مؤسسة، الصناعة بتعداد 160 مؤسسة والخدمات بمجموع 150 مؤسسة، محققين بذلك ما نسبته 33,46، 29,25 و 27,42 % على التوالي. في حين لم تتعد المؤسسات الناشطة في قطاع البناء والأشغال العمومية نسبة 7,68 % (42 مؤسسة)، واحتلت المؤسسات الناشطة في قطاع المناجم والمحاجر المرتبة الأخيرة بنسبة 2,01 % (11 مؤسسة).

## 4- إنشاء وموت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

خلال السداسي الأول من سنة 2013، تم تسجيل 21 847 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خاصة جديدة تتمتع بالصفة المعنوية، وهي موزعة حسب قطاع نشاطها وعدد عمالها حسب الجدول أدناه:  
الجدول رقم (31): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة الخاصة حسب النشاط وعدد العمال

المجموع	مؤسسات متوسطة من 50 إلى 250 عامل	مؤسسات صغيرة من 10 إلى 49 عامل	مؤسسات مصغرة من 1 إلى 9 عمال	قطاع النشاط
13 395	18	161	13 216	الخدمات
61,31	0,13	1,20	98,66	النسبة %
4 783	26	223	4 534	البناء والأشغال العمومية
21,89	0,54	4,66	94,79	النسبة %
3 349	5	59	3 285	الصناعة
15,33	0,15	1,76	98,09	النسبة %
181	0	2	179	الزراعة والصيد
0,83	0,00	1,10	98,90	النسبة %
139	0	2	137	الخدمات الصناعية
0,64	0,00	1,44	98,56	النسبة %
21 847	49	447	21 351	المجموع
100,00	0,22	2,05	97,73	النسبة %

Source : Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 14.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الخاصة التي تتمتع بالصفة المعنوية عبارة عن مؤسسات مصغرة، إذ تمثل نسبتها 97,73 % من مجموع المؤسسات، أي ما يعادل 21 351 مؤسسة من أصل 21 847 مؤسسة جديدة أنشأت في السداسي الأول من سنة 2013. أما المؤسسات الصغيرة فتمثل 2,05 % من مجموع المؤسسات بواقع 447 مؤسسة، أما المؤسسات المتوسطة فلا تتعدى 49 مؤسسة بنسبة لا تتجاوز 0,22 %.

أما بالنسبة للقطاعات التي تنشط فيها هذه الأخيرة، فيحتل قطاع الخدمات المركز الأول بنسبة 61,31 %، البناء والأشغال العمومية بنسبة 21,89 %، الصناعة بنسبة 15,33 %، الزراعة والصيد بنسبة 0,83 % وأخيرا قطاع الخدمات الملحقة بالصناعة بنسبة 0,64 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة.

أما فيما يخص إفلاس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد بلغ خلال السداسي الأول من سنة 2013 ما مقداره 2 661 مؤسسة، منها 2 423 مؤسسة خاصة تتمتع بالصفة المعنوية، 183 مؤسسة ذات شخصية طبيعية و55 نشاط حرفي وصناعة تقليدية.

### المطلب الثالث: المساهمة الاقتصادية والاجتماعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تلعب دورا مهما في الحياة الاقتصادية والاجتماعية الوطنية، خاصة مع تزايد الدعم المقدم لها، وتعدد قنوات ترقيتها ومرافقتها خلال مختلف مراحل تأسيسها ونشاطها، إضافة إلى التوجه المستمر نحو اقتصاد السوق، وما يفرضه من ضرورة وجود مؤسسات تنافسية من شأنها ترقية الاقتصاد الوطني ودعم تنوعه هروبا من التبعية لقطاع المحروقات.

#### 1- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى التشغيل

بلغ عدد العمال الناشطين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ما يعادل 1 915 495 عامل مع نهاية السداسي الأول من سنة 2013، مسجلا ارتفاعا بمقدار 7,83 % مقارنة مع نفس الفترة من سنة 2012.

ويمكن توضيح عدد العمال حسب طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (32): تطور عدد العمال حسب نوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نوعية النمو	السداسي الأول 2013		السداسي الأول 2012		نوع المؤسسة
	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
8,18%	97,59%	1 869 363	97,27%	1 728 046	مجموع المؤسسات الخاصة
7,76%	58,57%	1 121 976	58,61%	1 041 221	الأجراء
8,82%	39,02%	747 387	38,66%	825 686	رب العمل
-4,72%	2,41%	46 132	2,73%	48 415	المؤسسات العامة
7,83%	100	1 915 495	100	1 776 461	مجموع العمال

Source : Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 13.

يتضح من خلال الجدول أعلاه نمو العدد الإجمالي للعمال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية (العامة والخاصة) قافزا من 1 776 461 عاملا مع نهاية السداسي الأول من سنة 2012 إلى ما يعادل 1 915 495 عامل مع نهاية نفس الفترة من سنة 2013، مسجلا بذلك ارتفاعا محسوسا قدر بنسبة 7,83 %.

كذلك، يمكن ملاحظة أن أغلب العمال في هذه المؤسسات تابعين للقطاع الخاص بما يعادل 1 869 363 عاملا (بما فيهم أرباب العمل)، مسجلا ارتفاعا بنسبة 8,18 % مقارنة مع نهاية السداسي الأول لسنة 2012. في حين لم يتعدى عدد العمال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية 46 132

عاملا، بنسبة لا تتعدى 2,41 % من مجموع عمال هذه المؤسسات، ومسجلة انخفاضا بنسبة 4,72 % ما بين 2012 و2013.

بلغ حجم اليد العاملة المشتغلة في الجزائر حسب تعريف المكتب الدولي للعمل مع نهاية شهر سبتمبر من سنة 2013 ما يعادل 10 788 000 عاملا<sup>1</sup> وبذلك تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في توظيف ما نسبته 17,76 % من إجمالي اليد العاملة المشتغلة.

تبلغ مساهمة القطاع الخاص في مجال التشغيل ما نسبته 58,8 % من إجمالي اليد العاملة المشتغلة مع نهاية شهر سبتمبر من سنة 2013،<sup>2</sup> أي ما يعادل 6 343 344 عاملا، ما يرفع مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الخاصة إلى 29,47 % من إجمالي اليد العاملة المشتغلة في القطاع الخاص بواقع 1 869363 عاملا.

بالرغم من النتائج المحققة، إلا أن مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في مجال التشغيل لا تزال محدودة وغير كافية مقارنة مع الاقتصاديات العالمية (69,91 % في فرنسا، 62,7 % في اليابان، 50 % في الولايات المتحدة الأمريكية، 59 % في بريطانيا)، ويرجع ذلك أساسا إلى قلة عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، إضافة إلى كون أغلبها عبارة عن مؤسسات مصغرة توظف عدد جد محدود من العمال.

## 2- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى القيمة المضافة والنتائج الداخلي الخام

يساهم القطاع الخاص بشكل عام، وبخاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة له في تكوين ورفع إجمالي القيمة المضافة، والتي تعد من بين أهم المعايير المستعملة في قياس درجة تقدم ونمو مختلف الاقتصاديات العالمية، ويمكن إبراز تطور القيمة المضافة الوطنية، وكذا مساهمة كل من القطاعين العام والخاص من خلال الجدول أدناه.

<sup>1</sup> Office National des Statistiques, **Activité, Emploi et Chômage au 4eme trimestre 2013**, N° 653, P : 18.

<sup>2</sup> Office National des Statistiques, **Op-Cit**, P : 18.

## الجدول رقم (33): تطور القيمة المضافة خلال الفترة 2009-2014 (مليار دج)

2014		2013		2012		2011		2010		2009		
%	القيمة المضافة											
40,5	5 368,2	43,4	5 573,6	48,5	6 058,0	51,7	5 873,2	48,8	4 714,6	45,4	3 659,6	القطاع العام
59,5	7 883,1	56,6	7 276,8	51,5	6 425,0	48,3	5 482,7	51,2	4 942,2	54,6	4 395,4	القطاع الخاص
100	13 251,3	100	12 850,4	100	12 483,0	100	11 355,9	100	9 656,8	100	8 055,0	المجموع

Source : Office National des Statistiques, Les comptes économiques de 2000 à 2014, N° 70ç, P p: 12- 26.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه النمو المستمر في القيمة المضافة الإجمالية للبلد، ما يعكس الحركية الاقتصادية التي باتت تعرفها الجزائر في السنوات الأخيرة، كما يلاحظ كذلك مدى مساهمة القطاع الخاص بصفة عامة بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في تكوين القيمة المضافة، إذ عرفت ارتفاعا مستمرا إلى غاية سنة 2014 أين بلغت نسبة 59,5 % من إجمالي القيمة المضافة، أي ما يعادل 7 883,1 مليار دج.

يساهم قطاع المحروقات بنسبة كبيرة في القيمة المضافة للقطاع العام، وهو ما يعزز من مساهمة القطاع الخاص في القيمة المضافة خارج قطاع المحروقات كما هو موضح من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (34): تطور القيمة المضافة خارج قطاع المحروقات في الفترة 2009-2014 (مليار دج)

2014		2013		2012		2011		2010		2009		
%	القيمة المضافة											
14,6	1 253,5	13,6	1 073,1	14,7	1 022,3	15,4	941,1	15,8	862,8	16,4	812,3	القطاع العام
85,4	7 340,0	86,4	6 809,4	85,3	5 924,4	84,6	5 172,3	84,2	4 613,7	83,6	4 133,6	القطاع الخاص
100	8 593,5	100	7 882,5	100	6 946,7	100	6 113,4	100	5 476,42	100	4 945,9	المجموع

Source : Office National des Statistiques, Les comptes économiques de 2000 à 2014, N° 709, P : 18.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، ارتفاع نسبة مساهمة القطاع الخاص في مجموع القيمة المضافة بعد حذف مساهمة قطاع المحروقات، إذ بلغت أقصى حدودها سنة 2013 بنسبة مساهمة فاقت 86,4 %،

أي ما يعادل 6 809,4 مليار دج من أصل 7 882,5 مليار دج، وهو ما يعكس الدور الكبير الذي بات يلعبه القطاع الخاص في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والرقى بالاقتصاد الوطني.

ما يمكن ملاحظته كذلك من خلال الجدول أعلاه هو قيمة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري ككل، إذ انخفضت مساهمة القطاع العام سنة 2014 بعد حذف المحروقات من 40,5 % إلى ما يقارب 14,6 %، وهذا راجع إلى القيمة الكبيرة التي تمثلها في الاقتصاد الوطني، إذ تبلغ ما مقداره 4 657,8 مليار دج في نفس السنة، أي ما يعادل 35,14 % من إجمالي القيمة المضافة.

نفس الأمر ينطبق على الناتج الداخلي الخام، إذ أن القطاع الخاص يساهم بنسبة كبيرة في تكوينه، بلغت حدود 60 % سنة 2014 من إجمالي 17 205 106,3 مليون دج، لترتفع هذه النسبة إلى ما يقارب 80,4 % من إجمالي الناتج الوطني الخام.

### 3- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنويع الاقتصاد الوطني

تسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في تنويع الاقتصاد الوطني والخروج به من حلقة التبعية لقطاع المحروقات، من خلال نشاطها في قطاعات متعددة، الأمر الذي يساهم في توفير مختلف متطلبات أفراد المجتمع من السلع والخدمات ما ينعكس بالإيجاب على الوضعية الاقتصادية الوطنية وخاصة التوازنات الخارجية للدولة (الميزان التجاري وميزان المدفوعات)، من خلال تدنية حجم الواردات وزيادة الصادرات.

وفي هذا الصدد، بلغ حجم صادرات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في سنة 2008 سقف 1 893 مليون دولار، مسجلا بذلك ارتفاعا قدر بنسبة 42,18 % مقارنة مع سنة 2007، أين قدر حجم صادراتها بمبلغ لا يتعدى 1 332 مليون دولار، أي ما نسبته 2,21 % من إجمالي الصادرات الجزائرية.<sup>1</sup>

ارتفع عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في السنوات الأخيرة، وارتفعت معه نسبة تركيزها، إذ يساوي هذا المعدل مع نهاية السداسي الأول من سنة 2013 ما مقداره 22 مؤسسة لكل ألف (1000) نسمة في حالة الأخذ بعين الاعتبار كل أنواع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وينخفض هذا المعدل إلى ما يقارب 13 مؤسسة لكل ألف نسمة في حالة الأخذ بعين الاعتبار المؤسسات ذات الطبيعة المعنوية فقط (سجل أعلى معدل بولاية تيبازة بواقع 30,64 مؤسسة لكل ألف نسمة، وأدنى معدل بولاية الجلفة بتمثيل يقدر بحوالي 6,27 مؤسسة لكل ألف نسمة).

كما تساهم كذلك في تحقيق التنمية الاقتصادية المتوازنة، إذ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية موزعة على كافة التراب الوطني وحسب الكثافة السكانية لكل منطقة، إذ تتجمع في منطقة الشمال بنسبته 59,38 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 30,54 % في الهضاب العليا

<sup>1</sup> نجمة عباس، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل سياسة التجديد والإبداع -دراسة حالة المؤسسات

الفتية المبدعة في ولاية باتنة-، رسالة دكتوراه علوم، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم لاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010-2011 ص: 168.

و10,09% في الجنوب (انظر الملحق رقم 1 الخاص بتوزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الولايات).

### المبحث الثاني: التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية كغيرها من المؤسسات إلى الأموال بدء من المراحل الأولى لإنشائها وخلال مختلف مراحل نشاطها، ذلك أن الأموال تمثل العصب الرئيسي الذي يتركز حوله مختلف أنشطة المؤسسة.

وفي هذا الإطار، تعد البنوك بصفة خاصة والجهاز المصرفي بصفة عامة من بين أهم المؤسسات المالية التي تلجأ إليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل تلبية مختلف احتياجاتها المالية على المدى القصير، المتوسط والطويل.

#### المطلب الأول: مراحل تأسيس النظام المصرفي الجزائري وأهم إصلاحاته

يعد النظام المصرفي الجزائري امتدادا لذلك النظام البنكي الذي كان قائما أثناء الفترة الاستعمارية، وقد مر بعدة مراحل، يمكن إيجازها في المراحل الآتية:

#### 1- مرحلة ما قبل قانون النقد والقرض 1990

يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى ما يلي:

##### 1-1- مرحلة ما قبل الاستقلال

أنشئ بنك الجزائر كأول مؤسسة مصرفية في ظل الاحتلال الفرنسي بموجب القانون الصادر في 19 جويلية 1843، ثم تحول إلى ما يعرف بالبنك الجزائري التونسي في سنة 1949، حيث كان له في هذه المرحلة الحق في الإصدار النقدي بالنسبة لكلا البلدين (الجزائر وتونس)، وتحديد أسعار الفائدة وإعادة الخصم والرقابة على البنوك. وبعد استقلال تونس فقد حق العمل في البلدين لاحقا النواة الأساسية التي أنشئ منها البنك المركزي الجزائري غداة الاستقلال في الفاتح من جانفي من عام 1963.<sup>1</sup>

شهدت مرحلة ما قبل الاستقلال ممارسة العديد من البنوك لمختلف أنشطتها على الساحة الوطنية، والتي من أهمها: القرض الصناعي والتجاري، البنك الوطني للتجارة والصناعة، القرض الليوني، بنك باريس والأراضي المنخفضة، إضافة إلى بعض المؤسسات التعاقدية وهي المجلس الجزائري للبنوك الشعبية والصندوق الجزائري للقرض الفلاحي التعاقدية، ناهيك عن بعض المؤسسات العامة وشبه العامة والتي كانت خاضعة للخزينة، ومن أهمها القرض الوطني، القرض العقاري، صندوق

<sup>1</sup> آيت عاش سمير، التنظيم والرقابة البنكية، مطبوعة جامعية مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص اقتصاديات

المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2013-

الدائع والأمانات، البنك الفرنسي للتجارة الخارجية، الصندوق الوطني للمناقصات العامة، صندوق التجهيز والتنمية بالجزائر.<sup>1</sup>

### 1-2-1- مرحلة ما بعد الاستعمار

شهدت هذه المرحلة بحث الجزائر عن تعزيز سيادتها الوطنية من خلال شروعها في إنشاء نظامها المالي والمصرفي المستقل عن ذلك الموروث عن الحقبة الاستعمارية، وقد شهدت هذه المرحلة عديد الأحداث، والتي من أهمها:

#### 1-2-1-1- تأسيس الخزينة العمومية

تم تأسيس الخزينة العمومية بتاريخ 29 أوت من عام 1962، والتي تكفلت بالأنشطة التقليدية للخزينة التي كانت معروفة آنذاك، والتي من أهمها منح قروض للاستثمارات للقطاع الاقتصادي وكذا منح قروض لتجهيز القطاع الفلاحي الذي كان مسيرا ذاتيا.

#### 1-2-2-1- تأسيس البنك المركزي الجزائري

تم تأسيس البنك المركزي الجزائري بناء على القانون رقم 62-144 المؤرخ في 13 ديسمبر من عام 1962،<sup>2</sup> وهذا من أجل استرجاع السلطة النقدية الداخلية والخارجية.

أسند للبنك المركزي الجزائري عديد المهام والوظائف والتي من أهمها الإصدار النقدي ومراقبة الكتلة النقدية المتداولة وكذا الإشراف على البنوك الناشطة في الساحة الوطنية، توجيه منح القروض لمختلف المتعاملين الاقتصاديين ومراقبتها، تحديد سعر إعادة الخصم ومراقبة الاحتياطي الوطني من العملة الصعبة. كما أن البنك المركزي كان ملزما بتمويل الخزينة العمومية لانجاز المشاريع الاقتصادية الضخمة والضرورية لتحقيق التنمية.

تم خلال هذه المرحلة كذلك إصدار العملة الوطنية الرسمية وهي الدينار الجزائري بغطاء ذهبي يعادل غطاء الفرنك الفرنسي آنذاك والمقدر بحوالي 0,18 غرام من الذهب.<sup>3</sup>

#### 1-2-3-1- تأميم البنوك

شهدت هذه المرحلة عديد عمليات تأميم البنوك بالإضافة إلى إنشاء بنوك وطنية جديدة، والتي من أهمها:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> بورمة هشام، النظام المصرفي الجزائري وإمكانية الاندماج في العولمة المالية، مذكرة ماجستير في الإدارة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2008-2009، ص: 5-6.

<sup>2</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/html/present.htm>, Consulté le 15-02-2015.

<sup>3</sup> بودلال على وسعيداني محمد، فعالية النظام المصرفي الجزائري بين النظرية والتطبيق، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الوطني الأول حول إصلاح المنظومة المصرفية، المركز الجامعي جيجل، الجزائر، ماي 2015، ص: 4.

<sup>4</sup> بورمة هشام، مرجع سبق ذكره، ص: 8-11.

- الصندوق الجزائري للتنمية والذي أصبح يسمى لاحقا البنك الجزائري للتنمية، أنشأ بموجب القانون رقم 63-165 بتاريخ 7 ماي 1963، استحوذ على أصول صندوق التجهيز لتنمية الجزائر والصندوق الوطني للمناقصات العامة.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والذي أنشأ بموجب القانون 64-277 المؤرخ في 10 أوت 1964.
- البنك الوطني الجزائري الذي أنشأ في 13 جوان 1966، وقد ضم هذا البنك كل من بنك التسليف العقاري التونسي، بنك التسليف الصناعي والتجاري، بنك باريس الوطني وبنك باريس والبلاد المنخفضة.
- القرض الشعبي الجزائري الذي تم تأسيسه في 29 ديسمبر 1966، وقد دمج كل من البنوك الآتية: البنك الشعبي التجاري والصناعي الوهراني، البنك التجاري والصناعي للجزائر، البنك الجهوي الصناعي والتجاري لعنابة والبنك الجهوي للقرض الشعبي الجزائري، كما ضم كذلك البنك الجزائري المصري في 1 جانفي 1968 والشركة المارسييلية للبنوك في 30 جوان 1968.
- البنك الخارجي الجزائري الذي تأسس في 1 أكتوبر 1967 بموجب الأمر رقم 67-204، وقد تم تأسيسه على أنقاض خمس بنوك أجنبية وهي: القرض الليوني، قرض الشمال، البنك الصناعي للجزائر والمتوسط وبنك باركليز.

### 1-3-1- مرحلة الإصلاحات 1971-1986

اتسمت المرحلة السابقة من مراحل تأسيس النظام البنكي الجزائري بعدد النقائص فيما يخص عملية التمويل والوساطة المالية، الأمر الذي دفع السلطات النقدية والمالية إلى إتباع عديد برامج الإصلاحات من أجل ضمان مواكبة المنظومة البنكية الجزائرية للاقتصاديات العالمية، والتي من أهمها ما يلي:

#### 1-3-1- الإصلاح المالي لسنة 1971

لم تعرف الفترة السابقة لسنة 1971 أي قانون متماسك يتعلق بتنظيم التعاملات والوساطة المالية، ولكن كانت هنالك قوانين مبعثرة وعد انسجام في القانون التشريعي<sup>1</sup> وهو ما انعكس بالسلب على الجانب التطبيقي من خلال تداخل الصلاحيات بين مختلف المؤسسات المالية، إضافة إلى تعاضد دور الخزينة وهيمنتها على النظام البنكي ودفعها البنك المركزي لإصدارات نقدية جديدة في غير محلها<sup>2</sup>. ساهم هذا الإصلاح في إعادة تنظيم كل الهياكل والمؤسسات المالية للدولة، وتنظيم أساليب السحب على المكشوف للمؤسسات المالية إضافة إلى تعزيز الدور الذي تقوم به هذه المؤسسات في تمويل التنمية المحلية.

<sup>1</sup> بورمة هشام، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

<sup>2</sup> لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003، ص: 184.

وبناء على هذا الإصلاح، أصبح يتوجب على مختلف المؤسسات الاقتصادية توطين عملياتها المالية في مختلف البنوك، وهذا من أجل تمكينها من مراقبة ومتابعة التدفقات النقدية لهذه المؤسسات في حسابها لدى البنك (حساب تمويل نشاطات الاستثمار وحساب تمويل الاستغلال).<sup>1</sup>

### 1-3-2- الإصلاح المالي لسنة 1986

جاء هذا الإصلاح عن طريق القانون رقم 86-12 الصادر بتاريخ 19 أوت 1986، والمتعلق بنظام البنوك والقرض، ويهدف إلى إيجاد إطار قانوني مشترك لنشاط كل مؤسسات القرض مهما كانت طبيعتها القانونية.<sup>2</sup>

كما يهدف هذا القانون إلى إعادة الاعتبار للبنك المركزي وإعطائه الصلاحيات اللازمة من تسيير ومراقبة السياسة النقدية، والسهل على استقرار العملة الوطنية وتحديد سقف سعر إعادة الخصم المفتوح لمؤسسات القرض وهو ما نصت عليه المادة 19 من هذا القانون.<sup>3</sup>

عمل هذا الإصلاح كذلك على تحديد العلاقة التي تربط البنك المركزي بالخزينة العامة فجعلها علاقة تعاقدية، كما حدد السقف الأعلى للقروض التي يمنحها البنك المركزي للخزينة العمومية.<sup>4</sup>

### 1-3-3- الإصلاح المالي لسنة 1988

جاء هذا الإصلاح بعد الأزمة الكبيرة التي عرفت الجزائر نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار البترول (أزمة 1986)، حيث انتهجت إصلاحا شاملا مس مختلف القطاعات الاقتصادية وخاصة المؤسسات العمومية، ومنح القانون 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988 استقلالية اتخاذ القرار بشكل حقيقي لمسايرة التغيرات الاقتصادية، وفي هذا الإطار تم تعديل قانون البنوك والنقد عن طريق القانون 88-06 المعدل والمتمم للقانون 86-12.<sup>5</sup>

إن الغاية من قانون 88-06 هو تكييف آليات العمل والقوانين الأساسية للبنوك التجارية والبنك المركزي لتتلاءم والإصلاحات التي مست المؤسسات الاقتصادية والتي منحها الاستقلالية في مختلف تعاملاتها وخاصة المالية منها.

<sup>1</sup> ماجدة مدوخ، اليورو والسياسات النقدية في الدول النامية -دراسة حالة الجزائر-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012، ص: 196.

<sup>2</sup> حورية حماني، آليات رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية وفعاليتها -حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005-2006، ص: 6.

<sup>3</sup> لونيبي هدي، إشكالية تسيير السيولة في البنوك الجزائرية الفترة 1990-2009، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012، ص: 62.

<sup>4</sup> القانون رقم 86-12 الصادر بتاريخ 19 أوت 1986، والمتعلق بنظام البنوك والقرض، المادة 26.

<sup>5</sup> بورمة هشام، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

## 2- قانون النقد والقرض وهيكل الجهاز المصرفي

رغم الإصلاحات العديدة التي باشرتها الجزائر إلا أنها كانت غير كافية لضمان التنظيم الجيد للنظام المالي في الجزائر، والسير الحسن لمختلف المعاملات المالية بين الأطراف الاقتصاديين، وعليه جاء القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أبريل من عام 1990 أو ما يعرف بقانون النقد والقرض بغية استكمال الإصلاحات التي بدأت في سنتي 1986 و 1988 من أجل إضفاء حرية أكبر على المعاملات المالية، ذلك أن فعالية النظام البنكي وتطوره تعد من بين أهم العوامل المساعدة على امتصاص الصدمات الخارجية وكذا الرفع من كفاءة الاقتصاد الوطني.

### 2-1- أهداف قانون النقد والقرض

من بين أهم الأهداف التي جاء قانون النقد والقرض لتحقيقها ما يلي:<sup>1</sup>

- وضع حد نهائي لكل تدخل إداري في القطاع المالي والمصرفي.
- إعادة الاعتبار لقيمة الدينار الجزائري وتفعيل دور النقود في الحياة الاقتصادية وذلك من خلال تخويل البنك المركزي سلطة إصدار النقد وتنظيم آلياته.
- إعادة الاعتبار لدور البنك المركزي في مجال تسيير النقد والقرض.
- تشجيع الاستثمار الأجنبي وفتح القطاع المصرفي أمام القطاع الخاص.
- تطهير الوضعية المالية للقطاع العام من خلال إلزام الخزينة العمومية بشراء ديون المؤسسات الاقتصادية.
- إلغاء فكرة التخصيص المصرفي وتحديد مهام ودور كل من البنوك والمؤسسات المالية بدقة.
- تنويع مصادر تمويل الأعوان الاقتصاديين من خلال إنشاء سوق للأوراق المالية.

### 2-2- أسس ومبادئ قانون النقد والقرض

يقوم قانون النقد والقرض 90-10 على عدة مبادئ، من شأنها إعطاء المنظومة المصرفية قيمتها ومكانتها الحقيقية، والتي يمكن إيجازها في الآتي:<sup>2</sup>

#### 2-2-1- الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية

ويعني الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية أن القرارات النقدية تتخذ من طرف السلطات النقدية بناء على الأهداف المسطرة والأوضاع النقدية السائدة في البلد، وليس على أساس القرارات المتخذة من طرف سلطة التخطيط.

<sup>1</sup> بهناس العباس، الإصلاح المالي وتسيير المخاطر المصرفية - حالة الجزائر -، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع

نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012-2013، ص: 110.

<sup>2</sup> بوخلالة سهام، المنافسة البنكية في الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية بعد 1990 -دراسة حالة عينة من البنوك

التجارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة

قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2005-2006، ص ص: 91-95.

### 2-2-2- الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة

جاء قانون النقد والقرض ليقتن العلاقة ما بين البنك المركزي والخزينة العمومية، إذ أن هذه الأخيرة لم يعد بإمكانها اللجوء إلى البنك المركزي في كل مرة لتمويل عجزها، وعملية التمويل تخضع لسقف أعلى لا يمكن تجاوزه، إضافة إلى اعتماد جدول زمني لسداد ديون الخزينة العمومية اتجاه البنك المركزي.

### 2-2-3- الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القرض

تم بناء على قانون النقد والقرض إبعاد الخزينة العمومية من تمويل الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية، وإعطاء هذا الدور للبنوك والمؤسسات المالية، ليقصر دور الخزينة على تمويل المشاريع الكبرى المخططة من طرف الدولة.

### 2-2-4- إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة

استحدث قانون النقد والقرض هيئة جديدة وحيدة ومستقلة أطلق عليها اسم "مجلس النقد والقرض"، تكون مهمتها تسيير السياسة النقدية في البلاد، ملغيا بذلك التعدد الذي كان سائدا في مركز السلطة النقدية.

### 2-2-5- وضع نظام مصرفي على مستويين

ميز قانون النقد والقرض بين نشاط البنك المركزي باعتباره سلطة نقدية، وبين نشاط البنوك التجارية كموزعة للقرض، وبذلك أصبح البنك المركزي فعلا يمارس دوره كبنك للبنوك، يراقب نشاطها ويتابع عملياتها.

كما سمح قانون النقد بظهور نوع جديد من البنوك تمثل في البنوك الخاصة وفروع البنوك الأجنبية، إضافة إلى إمكانية الاكتتاب في رأس مال البنوك الوطنية بغية إحداث منافسة حقيقية بين البنوك لتحسين الخدمات المصرفية المقدمة.<sup>1</sup>

### 3- تعديلات قانون النقد والقرض

رغم الامتيازات العديدة التي جاء بها قانون النقد والقرض، والطفرة النوعية التي أحدثتها في النظام المالي والممارسة المصرفية في الجزائر إلا أنه لم يخل هو الآخر من النقص والقصور في بعض المواطن، وهو ما دفع السلطات العمومية إلى مراجعته من خلال بعض النصوص والقوانين، والتي من أهمها:

### 3-1- الأمر رقم 01-01 المعدل والمتمم لسنة 2001

يعتبر الأمر المعدل والمتمم رقم 01-01 الصادر في 27 فيفري من سنة 2001 أول تعديل لقانون النقد والقرض، جاء هذا التعديل ليمس الجوانب الإدارية لبنك الجزائر دون أن يكون له أي أثر جوهري على محتوى القانون رقم 90-10.

تم بناء على هذا التعديل تقسيم مجلس النقد والقرض إلى جهازين، يتكون الأول من مجلس الإدارة الذي يشرف على تسيير وإدارة بنك الجزائر في إطار الحدود المنصوص عليها في القانون، أما

<sup>1</sup> بهناس العباس، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

الثاني فهو يتكون من مجلس النقد والقرض وهو مكلف بأداء دور السلطة النقدية والتخلي عن دوره كمجلس لإدارة بنك الجزائر.<sup>1</sup>

### 3-2- الأمر رقم 11-03 المتعلق بالنقد والقرض

يعد الأمر رقم 11-03 الصادر في 26 أوت 2003 بمثابة التعديل الثاني لقانون النقد والقرض، وهو يهدف لتقوية وتشديد عملية الرقابة على البنوك والعمليات التي تقوم بها من أجل تفادي سيناريوهات مشابهة لإفلاس بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري.

يمتاز الأمر رقم 11-03 بطابعه الردعي، وهذا من أجل العمل على قمع مختلف الجرائم المرتبطة بالأموال وتفاذي تكرار عملية إفلاس البنوك الخاصة، وهو ما يتجلى في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- مكافحة وقمع جريمة تبييض الأموال من خلال إجراء تحقيق حول مصدر الأموال للأشخاص المرشحين لإنشاء بنوك خاصة (المادة 80 من الأمر 11-03).
- محاربة جريمة إفشاء السر المصرفي من طرف عمال البنك (المادة 177 من الأمر 11-03).
- قمع جريمة النصب والاحتيال وخيانة الأمانة (المواد 134-135 من الأمر 11-03).
- جريمة عرقلة عمل اللجنة المصرفية من خلال الامتناع عن تقديم المعلومات أو تقديم معلومات خاطئة قصد تضليلها (المواد 136 و137 من الأمر 11-03).
- جريمة استغلال أموال البنك لأغراض خاصة (المادة 131 من الأمر 11-03).

### 3-3- النظام رقم 01-04 و02-04 و03-04

أصدرت هذه القوانين في 4 مارس من عام 2004، وهي تخص بالترتيب كل من الحد الأدنى لرأس مال البنوك والمؤسسات المالية الناشطة بالجزائر، شروط تكوين الاحتياطي الإجمالي لدى دفاتر بنك الجزائر وكذا نظام الودائع المصرفية.<sup>3</sup>

### 3-4- النظام رقم 51-06

أصدر هذا القانون بتاريخ 20 فيفري 2006، وهو يتعلق بعملية توريق القروض الرهنية، حيث تحول هذه القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

### 3-5- النظام رقم 153-07

تم إصداره بتاريخ 22 ماي 2007، وقد أتاح إمكانية إنشاء شبائيك للتأمين على مستوى البنوك والمؤسسات المالية.

### 3-6- النظام رقم 04-08

والمؤرخ في 23 ديسمبر 2008، وهو يتعلق برأس المال الأدنى للبنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر.

<sup>1</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 120.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 125-126.

<sup>3</sup> الأنظمة رقم 01-04، 02-04 و03-04 المؤرخة في 12 محرم عام 1425 هـ، الموافق 04 مارس 2004.

**7-3- الأمر 04-10**

جاء الأمر رقم 04-10 المؤرخ بتاريخ 26 أوت 2010، ليؤكد على مسؤولية بنك الجزائر على ضمان سلامة وأمن النظام المصرفي وذلك من خلال تقوية الإطار القانوني للمحافظة على الاستقرار المالي.<sup>1</sup>

**المطلب الثاني: هيكل النظام المصرفي الجزائري الحالي**

تشهد الساحة المصرفية الوطنية الحالية نشاط عديد البنوك والمؤسسات المالية ومكاتب التمثيل، إضافة إلى السلطات النقدية ممثلة بنك الجزائر، والتي يمكن إيجازها في الآتي:<sup>2</sup>

**1- البنوك التجارية**

تزايد عدد البنوك التجارية الناشطة في الجزائر بصورة ملحوظة خلال السنوات الأخيرة، خاصة في ظل الإصلاحات المتعاقبة التي مست القطاع المصرفي وفتح أبوابه للبنوك الخاصة وفروع البنوك الأجنبية، حيث بلغ عددها مع نهاية سنة 2014 العشرون (20) بنكا موزعة على العامة منها والخاصة، وهي كالاتي:

- |                                    |  |
|------------------------------------|--|
| - البنك الخارجي الجزائري           | - سيتي بنك الجزائر                     |
| - البنك الوطني الجزائري            | - البنك العربي                         |
| - بنك الفلاحة والتنمية الريفية     | - ب ن ب باريباس الجزائر                |
| - بنك التنمية المحلية              | - تروست بنك الجزائر                    |
| - القرض الشعبي الجزائري            | - بنك الخليج الجزائر                   |
| - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط | - بنك الإسكان للتجارة والتمويل الجزائر |
| - بنك البركة الجزائر               | - فرنسا بنك الجزائر                    |
| - المؤسسة العربية المصرفية         | - بنك شركة القرض الفلاحي والاستثمار    |
| - بنك نتيكسيس الجزائر              | - بنك السلام الجزائر                   |
| - الشركة العامة الجزائر            | - أش.أس.ب.س (H.S.B.C) الجزائر          |

**2- المؤسسات المالية**

يمكن تقسيم المؤسسات المالية الناشطة في الجزائر إلى صنفين أساسيين، هما كالاتي:

<sup>1</sup> الأمر رقم 04-10 المؤرخ في 26 رمضان 1431 هـ، الموافق 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية 1424 الموافق 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية رقم 11.

<sup>2</sup> <http://www.bank-of-algeria.dz/html/banque.htm>, Consulté le 18-02-2015.

**2-1- المؤسسات المالية للأغراض العامة**

بلغ عددها تسع (09) مؤسسات مالية مع نهاية سنة 2014، وهي كالاتي:

- الصندوق الوطني للتعاون (التعاضدية) الفلاحي. - شركة إعادة التمويل الرهنوي.
- المؤسسة العربية للإيجار المالي. - ستيلام الجزائر.
- المغاربية للإيجار المالي الجزائر. - المؤسسة الوطنية للإيجار المالي.
- إيجار للإيجار المالي الجزائر. - إيجار الجزائر.
- الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (SOFINANCE).

**2-2- المؤسسات المالية ذات الغرض المحدد**

توجد مؤسسة مالية وحيدة من هذا النوع وتمثلت في الصندوق الوطني للاستثمار.

**3- مكاتب التمثيل**

مكاتب التمثيل عبارة عن هيئات تابعة لشركات أو بنوك أجنبية، تكون تحت رقابة البنك المركزي، وهي تؤدي دورا استشاريا، أو تقوم بدراسة الأسواق وإمكانية الاستثمار، ولا تقوم بأي عمل مصرفي أو تجاري. وقد بلغ عددها السبع (07) مكاتب في الجزائر، وهي كالاتي:

- البنك العربي البريطاني التجاري. - اتحاد البنوك العربية والفرنسية.
- القرض الصناعي والتجاري. - القرض الفلاحي.
- البنك الدولي التونسي. - فورتيس بنك.
- بنكو سباديل.

وعليه، يمكن توضيح هيكله الجهاز المصرفي الجزائري مع نهاية سنة 2014 من خلال الشكل

أدناه:

## الشكل رقم (09): هيكل النظام المصرفي الجزائري مع نهاية 2014



**المطلب الثالث: مساهمة البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية**

تساهم البنوك على المستوى الوطني، سواء العامة منها والخاصة في تمويل الاقتصاد الوطني، من خلال القروض الممنوحة لمختلف أنواع المؤسسات، ما يسهم في تعزيز التوازنات المالية لهذه المؤسسات وتحقيق برامجها الاستثمارية ما ينعكس بصفة مباشرة على وضعية الاقتصاد الوطني.

**1- حجم القروض الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني**

يمكن توضيح حجم القروض البنكية الموجهة للتمويل الاقتصاد الوطني خلال الفترة 2001-2014 من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (35): حجم القروض البنكية الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني خلال الفترة 2000-2014**

الوحدة: مليار دج.

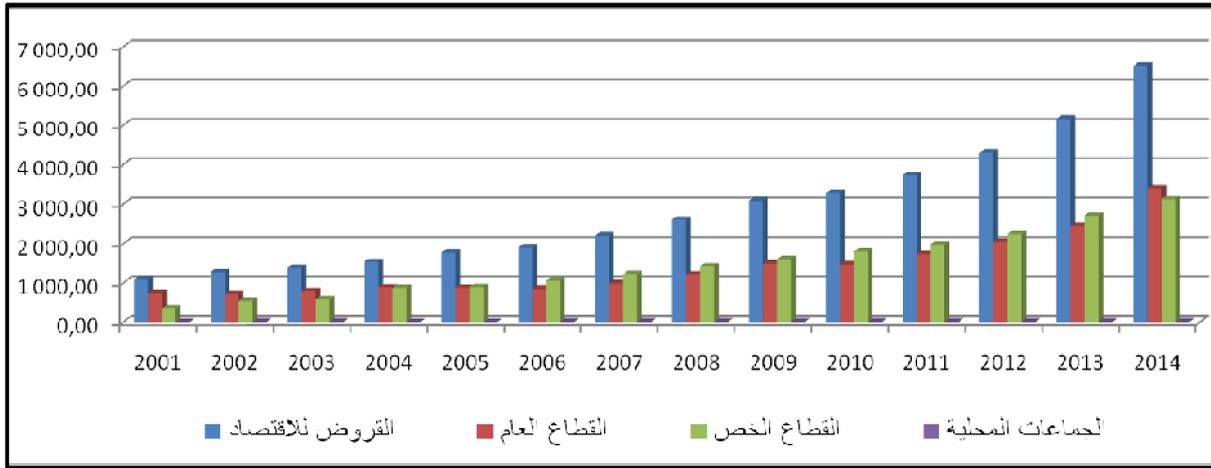
السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>القروض للاقتصاد</b>	<b>1 078,4</b>	<b>1 266,8</b>	<b>1 380,2</b>	<b>1 534,4</b>	<b>1 779,8</b>	<b>1 905,4</b>	<b>2 205,2</b>
القطاع العام	740,3	715,5	791,4	895,2	882,9	847,0	988,9
القطاع الخاص	338,0	551,0	588,5	883,0	897,3	1 057,0	1 216,0
الجماعات المحلية	0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	1,4	0,3

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>القروض للاقتصاد</b>	<b>2 615,5</b>	<b>3 086,5</b>	<b>3 268,1</b>	<b>3 726,8</b>	<b>4 287,6</b>	<b>5 156,3</b>	<b>6 499,4</b>
القطاع العام	1 201,9	1 485,2	1 460,6	1 742,5	2 040,2	2 434,0	3 380,2
القطاع الخاص	1 413,3	1 600,6	1 806,7	1 983,6	2 247,0	2 722,0	3 118,7
الجماعات المحلية	0,3	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4	0,6

**Source :** Synthèse effectué à partir du Bulletin statistique trimestriel de la banque d'Algérie n° 01-29 (de 2007 à 2014).

ومن خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض الشكل البياني الآتي:

## الشكل رقم (10): حجم القروض البنكية الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني خلال الفترة 2000-2014



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الجدول والرسم البياني أعلاه مدى التطور الكبير في حجم القروض الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني، إذ ارتفعت من 1 078,4 مليار دج سنة 2001 لتبلغ 6 499,4 مليار دج سنة 2014، أي أنها تضاعفت بمقدار أكبر من خمسة (05) أضعاف، مسجلة نسبة نمو متوسطة قدرها 14,81 %، وهو ما يبرز مدى التطور المستمر في النظام المصرفي الجزائري من جهة، ومن جهة أخرى لحجم مساهمته في تمويل التنمية المحلية.

يلاحظ كذلك من خلال الجدول، ارتفاع نسبة ما يتحصل عليه القطاع الخاص من القروض الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني، حيث وبداية من سنة 2005 وإلى غاية سنة 2013 أصبحت نسبة ما يتحصل عليه القطاع الخاص أكبر من مجموع القطاع العام، وقد تراوحت ما بين 50,42 % و 55,47 % . وهو ما يعكس الدور المتنامي للقطاع الخاص بما فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني.

أغلب القروض الموجهة للقطاع الخاص عبارة عن قروض استثمار موجهة للمؤسسات الناشطة في القطاع الخاص وبالأخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى القروض الرهنية المقدمة للعائلات والتي بلغ مقدارها سنة 307,4 مليار دج.

أغلب القروض الموجهة لتمويل الاقتصاد الوطني عبارة عن قروض متوسطة وطويلة الأجل، حيث بلغت مع نهاية سنة 2014 ما مقداره 4 892,7 مليار دج، أي ما نسبته 75,27 % من إجمالي القروض المقدمة في هذه السنة والبالغة 6 499,4 مليار دج.

## 2- مساهمة البنوك العامة والخاصة في تمويل الاقتصاد الوطني

يمكن توضيح مساهمة كل من البنوك العامة والخاصة في تمويل الاقتصاد الوطني من خلال

الجدول أدناه:

## الجدول رقم (36): مساهمة البنوك العامة والخاصة في تمويل الاقتصاد خلال الفترة 2010-2013

الوحدة: مليار دج.

2013		2012		2011		2010		السنة
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	
27,61	1 423,4	31,77	1 361,6	36,59	1 363,0	40,13	1 311,0	قروض قصيرة الأجل
18,17	936,4	22,72	973,9	26,84	999,6	32,00	1 045,4	البنوك العامة
9,45	487,0	9,05	387,7	9,76	363,4	8,13	265,6	البنوك الخاصة
72,39	3 731,1	68,23	2 924,0	63,41	2 361,7	59,87	1 955,7	قروض متوسطة وطويلة الأجل
68,31	3 521,0	63,99	2 742,2	58,91	2 194,4	54,81	1 790,4	البنوك العامة
4,08	210,1	4,24	181,8	4,49	167,3	5,06	165,3	البنوك الخاصة
100	5 154,5	100	4 285,6	100	3 724,7	100	3 266,7	المجموع

Source : Banque d'Algérie, Rapport annuel 2013 : Evolution économique et monétaire en Algérie, Octobre 2014, P : 79.

يتضح من خلال الجدول أعلاه المساهمة الكبيرة للبنوك العمومية في تمويل الاقتصاد الوطني، سواء بالقروض قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل. إذ بلغت مساهمتها في سنة 2013 ما نسبته 86,48 %، أي ما يعادل 4 457,4 مليار دج، في حين لم تتعدى نسبة مساهمة البنوك الخاصة عتبة 13,52 %.

بالنسبة للبنوك الخاصة، ورغم كثرة عددها مقارنة بالبنوك الوطنية إلا أن مساهمتها الاقتصادية تظل جد محدودة، رغم أنها عرفت نموا مستمرا خلال الفترة 2010-2013، قافزة من نسبة 8,13 % سنة 2010 إلى 9,45 % سنة 2013 بالنسبة للقروض قصيرة الأجل، في حين لم تتعدى نسبة 4,08 % بالنسبة للقروض متوسطة وطويلة الأجل.

تميل البنوك الخاصة للاستثمار في المجال قصير الأجل، من أجل تفادي المخاطر التي من الممكن أن تواجهها، خاصة تلك المرتبطة بالزمن، حيث أنها ساهمت سنة 2013 بما يقارب 487 مليار دج كقروض قصيرة الأجل في حين لم تتعدى مساهمتها في القروض متوسطة وطويلة الأجل حاجز 210,1 مليار دج أي أقل من 30,13 % من إجمالي مساهمتها في تمويل الاقتصاد الوطني (697,1 مليار دج).

## 3- مساهمة البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

تسهم البنوك الوطنية والخاصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة في ظل هيئات الدعم التي وفرتها الدولة الجزائرية وبالأخص تلك المسؤولة عن ضمان القروض، ومن خلال عينة من 2 230 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية تم الحصول عليها من طرف صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة 2006-2014، يمكن توضيح أهم البنوك الممولة لهذه المؤسسات، وكذا حجم القروض الممنوحة لها من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (37): أهم البنوك الممولة للمؤسسات لصغيرة والمتوسطة

حجم القروض الممنوحة		عدد المشاريع الممولة		البنك
النسبة	المبلغ (دج)	النسبة	العدد	
34,89%	28 755 934 282,27	36,41%	812	القرض الشعبي الجزائري
12,76%	10 520 101 182,56	25,92%	578	البنك الوطني الجزائري
19,78%	16 302 319 238,00	16,28%	363	بنك التنمية المحلية
18,35%	15 122 260 352,00	11,75%	262	بنك الجزائر الخارجي
5,67%	4 673 110 938,00	3,00%	67	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
1,29%	1 063 111 537,00	0,76%	17	البنك الوطني للتوفير والاحتياط
3,77%	3 107 929 727,36	2,87%	64	الشركة الوطنية للإيجار المالي
0,41%	334 544 463,30	0,76%	17	سوفينونس
1,81%	1 491 414 847,92	1,48%	33	بنك البركة
0,60%	498 500 000,00	0,49%	11	بنك فرنسا الجزائر
0,15%	124 692 278,00	0,04%	1	الجزائر للإيجار
0,03%	26 800 000,00	0,04%	1	بنك الخليج الجزائر
0,24%	200 000 000,00	0,04%	1	ب ن ب باريباس
0,04%	33 500 000,00	0,09%	2	الشركة العامة الجزائر
0,21%	175 848 483,00	0,04%	1	إيجار للتأجير المالي الجزائر
<b>100,00%</b>	<b>82 430 067 329,41</b>	<b>100,00%</b>	<b>2 230</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: معالجة قاعدة بيانات صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يتضح من خلال الجدول أعلاه مدى مساهمة البنوك والمؤسسات المالية الوطنية والخاصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، حيث تساهم البنوك الوطنية في ذلك بنسبة كبيرة جدا مقارنة مع تلك الخاصة، إذ بلغ مجموع المؤسسات الممولة عن طريق البنوك العامة ما مقداره 2 180 أي ما يعادل 97,76 % من إجمالي المؤسسات الممولة، وبقيمة قروض إجمالية بلغت 79 879 311720,49 دج، أي ما يفوق 96,91 % من إجمالي القروض الممنوحة، وهو ما يوضح الدور المهم الذي تلعبه البنوك والمؤسسات المالية الوطنية في تمويل هذه المؤسسات بصفة خاصة والاقتصاد الوطني بصفة عامة.

احتل القرض الشعبي الجزائري المرتبة الأولى من حيث عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة، إذ بلغ 812 مؤسسة، بنسبة 36,41 % من مجموع المؤسسات (34,89 % من إجمالي القروض الممنوحة)، وحل ثانيا البنك الوطني الجزائري بتمويله 578 مؤسسة (25,92 % من مجموع المؤسسات

و12,76% من إجمالي القروض)، ليليه بنك التنمية المحلية بمجموع 363 مؤسسة (16,28% من مجموع المؤسسات و19,78% من إجمالي القروض).

أما بالنسبة للبنوك الخاصة فقد كانت مساهمتها جد محدودة، إذ جاء بنك البركة أولا من خلال تمويل 33 مؤسسة صغيرة ومتوسطة بنسبة 1,48% من مجموع المؤسسات (1,81% من إجمالي القروض الممنوحة)، ليليه بنك فرنسا الجزائر بتمويله 11 مؤسسة بنسبة لا تتعدى 0,49%.

اختلفت المشاريع الممولة ما بين تلك المتعلقة بتطوير نشاط المؤسسات وتحديثه، وبين تمويل إنشاء مؤسسات جديدة، ويمكن عرض ذلك من خلال الجدول أدناه:

### الجدول رقم (38): طبيعة المشاريع الممولة

مبلغ القروض الممنوحة		عدد المشاريع الممولة		طبيعة المشروع
النسبة	المبلغ (دج)	النسبة	العدد	
58,01%	47 816 414 697,85	63,63%	1419	تطوير
41,99%	34 613 652 631,56	36,37%	811	إنشاء
<b>100,00%</b>	<b>82 430 067 329,41</b>	<b>100,00%</b>	<b>2230</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: معالجة قاعدة بيانات صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن أغلب المشاريع الممولة من طرف البنوك هي عبارة عن مشاريع متعلقة بتطوير نشاط المؤسسة وتوسعها، بواقع 1419 مؤسسة بنسبة 63,63% من مجموع المؤسسات الممولة و58,01% من إجمالي القروض الممنوحة. أما تمويل إنشاء المؤسسات فقد تم تسجيل 811 حالة، بمجموع 34,6 مليار دج أي بنسبة قاربت 42% من إجمالي القروض الممنوحة.

بالنسبة لأهم القطاعات الاقتصادية التي تم تمويلها فقد تمثلت في قطاع الخدمات بمجموع 797 مؤسسة (الإسكان والإطعام، الدراسات والاستشارات، المراقبة التقنية، الخدمات العقارية،... إلخ)، قطاع البناء والأشغال العمومية والمياه بمجموع 771 مؤسسة، قطاع الصناعة بواقع 588 مؤسسة (الصناعات الغذائية: 176 مؤسسة، صناعة الخشب والأثاث: 14 مؤسسة، الصناعات الكيماوية: 50 مؤسسة، الطاقة والمحروقات: 12 مؤسسة،... إلخ)، القطاع الفلاحي بواقع 28 مؤسسة، تجارة الجملة بواقع 23 مؤسسة، تجارة التجزئة من خلال 15 مؤسسة، وقطاع التصدير والاستيراد بمجموع 8 مؤسسات ممولة<sup>1</sup>.

يمكن تفسير التطور الواضح لحجم التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الإجراءات المتخذة من طرف السلطات بغية ترقيتها ودعم إنشائها وتطورها، والتي من أهمها إنشاء صناديق لضمان قروض هذه المؤسسات لدى مختلف البنوك والمؤسسات المالية الناشطة على الساحة الوطنية.

رغم الأرقام السابقة التي توضح مدى مساهمة البنوك في تمويل الاقتصاد الوطني والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، إلا أنها تبقى غير كافية لتلبية كافة الاحتياجات التمويلية لهذه

<sup>1</sup> أنظر الملحق رقم 2 الخاص بمجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة.

المؤسسات، حيث تشير بعض الإحصائيات إلى أن 19 % فقط من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تمكنت من الحصول على قروض بنكية.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: واقع آليات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

اعتمدت السلطات الجزائرية عديد البرامج والهيئات الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بغية ترقيتها وتطويرها وتدعيم مساهمتها الاقتصادية، إيماناً منها بالدور المحوري الذي أصبحت تقوم به هذه المؤسسات في الاقتصاديات العالمية.

#### المطلب الأول: الهيئات المسؤولة عن دعم إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعد الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب والصندوق الوطني للتأمين عن البطالة من بين أهم الهيئات الراعية لإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال المساعدات المالية المقدمة لطالبي المشاريع، وكذا تسهيل حصولهم على التمويل البنكي اللازم لذلك.

#### 1- الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ

تعد الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب من بين أهم الآليات التي تم استحداثها من أجل دعم إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المصغرة منها، قصد توفير مناصب شغل قارة، وترقية الاقتصاد الوطني.

#### 1-1- تطور عدد المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب

يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (39): تطور عدد المشاريع الممولة من طرف ANSEJ إلى غاية 2013

السنة	حتى 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	المجموع
عدد المشاريع الممولة	86 380	10 634	20 848	22 641	42 832	65 812	43 039	292 186
عدد العمال	243 308	31 418	57 812	60 132	92 682	129 203	96 233	710 788

Source : <http://www.ansej.org.dz/?q=fr/content/nos-statistiques>, consulté le 22-02-2014.

يتضح من خلال الجدول أعلاه تطور عدد المشاريع الممولة وعدد مناصب الشغل المستحدثة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب سنويا، إذ قامت هذه الوكالة بتمويل 292 186 مشروع، مستحدثة بذلك ما يقارب 710 788 منصب شغل.

عرف عدد المشاريع الممولة تزايدا مستمرا خلال السنوات الأخيرة، بالغا أكبر عدد سنة 2012 بواقع 65 812 مشروع، وفي نفس الوقت قابله أكبر عدد من العمالة المستحدثة بواقع 129 203 منصب

<sup>1</sup> ليلي لولاشي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مساهمة القرض الشعبي الجزائري -وكالة بسكرة-

مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004-2005، ص: 107.

شغل. وهو ما يدل على السياسة المنتهجة بغية ترقية إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتفعيل دورها الاقتصادي.

تسهر الوكالة على توفير التمويل اللازم للمشاريع التي يتم قبولها وتكون ذو جدوى اقتصادية، وهي تنتهج في ذلك صيغة التمويل الثلاثي (البنك، الوكالة وصاحب المشروع)، حيث مع نهاية سنة 2013 بلغ حجم القروض البنكية التي تم توفيرها ما يفوق 568 مليار دج بنسبة قاربت 67 % من حجم الاستثمارات المجسدة، أما مساهمة الوكالة فقد قدرت بما يفوق 216 مليار دج (في حدود 25 %)، في حين لم تتعد المساهمة الشخصية لأصحاب المشاريع 65 مليار دج (ما يقارب 8 %).

### 1-2- حجم المشاريع الممولة

يمكن توضيح حجم المشاريع الممولة من طرف الوكالة ونسبتها حسب الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (40): حجم المشاريع الممولة من طرف ANSEJ ونسبتها

النسبة	حجم الاستثمار
12 %	أقل من مليون (01) دج
30 %	أكبر أو يساوي 1 مليون دج وأقل من 2 مليون دج
24 %	أكبر أو يساوي 2 مليون دج وأقل من 3 مليون دج
11 %	أكبر أو يساوي 3 مليون دج وأقل من 4 مليون دج
8 %	أكبر أو يساوي 4 مليون دج وأقل من 5 مليون دج
14 %	أكبر أو يساوي 5 مليون دج

Source : <http://www.ansej.org.dz/?q=fr/content/nos-statistiques>, consulté le 22-02-2014.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن المشاريع التي تقدر قيمتها السوقية ما بين مليون ومليون دينار جزائري هي الأكثر تمويلا من طرف الوكالة، بنسبة بلغت حدود 30 % من مجموع المشاريع الممولة، تليها المشاريع التي تفوق قيمتها مليوني (2) دج وتقل عن ثلاثة (03) ملايين دينار دج بنسبة 24 %، ومن ثم المشاريع التي تفوق قيمتها الاستثمارية الخمس (05) ملايين دج بنسبة قدرت في حدود 14 %.

### 1-3- تطور عدد المشاريع حسب قطاع النشاط

يمكن عرض تطور عدد المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب حسب قطاع نشاطها من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (41): تطور عدد المشاريع الممولة من طرف ANSEJ حسب قطاع نشاطها

المجموع	2013	2012	2011	2010	2009	2008	حتى 2007	القطاع
33 787	8 225	6 705	3 686	2 222	1 467	814	10 668	الفلاحة والصيد
35 877	4 900	5 438	3 559	3 264	3 455	1 881	13 380	الحرف التقليدية
22 212	4 347	4 375	3 672	2 794	2 078	933	4 013	البناء والأشغال العمومية والمياه
19 559	3 333	3 301	2 118	1 542	1 685	1 247	6 333	الصناعة والصيانة
180 751	22 234	45 993	29 797	12 819	12 163	5 759	51 986	الخدمات
292 186	43 039	65 812	42 832	22 641	20 848	10 634	86 380	المجموع

Source : <http://www.ansej.org.dz/?q=fr/content/nos-statistiques>, consulté le 25-02-2014.

يتضح من خلال الجدول أعلاه سيطرة قطاع الخدمات بمختلف أنواعها على المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب بواقع 180 751 مشروع، أي ما نسبته 61,68 % من مجموع المشاريع الممولة من طرف الوكالة، واحتلت الحرف التقليدية المرتبة الثانية بما يعادل 35 877 مشروع، أي ما نسبته 12,28 % من مجموع المشاريع، وجاء قطاع الفلاحة والصيد في المرتبة الثالثة من خلال 33 787 مشروع بنسبة لا تتعدى 11,56 %، متبوعا بقطاع البناء والأشغال العمومية والمياه بواقع 22 212 مؤسسة، أي ما نسبته 7,60 %، وجاء القطاع الصناعي في المرتبة الأخيرة من خلال 19 559 مؤسسة ممولة من طرف الوكالة بنسبة لا تتعدى 6,7 % من مجموع المؤسسات الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب.

توجه أصحاب المشاريع نحو قطاع الخدمات بصفة كبيرة بنسبة أكبر من 61,68 % من مجموع المشاريع الممولة من طرف الوكالة راجع إلى السهولة النسبية التي يتلقاها المستثمرون الشباب في هذا القطاع مقارنة مع باقي القطاعات الأخرى كالصناعة مثلا، والتي تتطلب رأس مال فكري وخبرة واسعة في المجال، إضافة إلى حجم الاستثمار المعتبر الذي يفوق القدرات التمويلية للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب في بعض الحالات.

وفي الأخير، يمكن القول أن الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب قد ساهمت بنسبة معتبرة في تحفيز الشباب على إنشاء مؤسساتهم المصغرة، الصغيرة والمتوسطة من خلال التحفيزات المهمة المقدم لهم والمرافقة طيلة فترة تجسيد المشروع.

## 2- الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة CNAC

ساهم الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة ومنذ إنشائه سنة 1994 في التخفيف من حدة الآثار الاقتصادية والاجتماعية للبطالة من خلال العمل على تعويض العمال المسرحين من مراكز عملهم، وكذا مرافقتهم في إنشاء مؤسساتهم المصغرة والصغيرة من خلال توفير التمويل اللازم الذي يمثل العائق الأكبر أمام أغلب الشباب.

## 1-2- تطور عدد المشاريع الممولة من طرف CNAC

يمكن توضيح عدد المشاريع الممولة عن طريق الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة مع نهاية السداسي الأول من سنة 2013 حسب مجال النشاط من خلال الدول أدناه:

## الجدول رقم (42): المشاريع الممولة عن طريق CNAC حسب مجال نشاطها

القطاع	المشاريع الممولة		عدد العمال		حجم التمويل	
	العدد	النسبة	العدد	النسبة	المبلغ	النسبة
الفلاحة	4 470	5,31	10 497	6,44	14 799 024 338,88	6,32
الحرف التقليدية	3 113	3,70	8 289	5,08	7 314 259 713,40	3,12
البناء والأشغال العمومية	4 202	4,99	14 230	8,73	13 714 502 415,09	5,86
المياه	169	0,20	598	0,37	1 006 581 463,26	0,43
الصناعة	5 136	6,10	14 763	9,06	17 858 456 394,23	7,63
الصيانة	466	0,55	1 135	0,70	1 087 152 968,77	0,46
الصيد	122	0,14	299	0,18	607 172 455,47	0,26
المهن الحرة	275	0,33	592	0,36	727 583 302,25	0,31
الخدمات	16 260	19,32	34 947	21,44	55 240 464 955,81	23,60
نقل البضائع	39 283	46,67	61 324	37,62	97 908 032 816,19	41,83
نقل المسافرين	10 668	12,68	16 349	10,03	23 807 794 395,90	10,17
<b>المجموع</b>	<b>84 164</b>	<b>100</b>	<b>163 023</b>	<b>100</b>	<b>234 071 025 219,25</b>	<b>100%</b>

**Source :** Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 42.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن عدد المشاريع التي تم تمويلها من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة قد بلغت مع نهاية السداسي الأول من سنة 2013 ما مقداره 84 164 مشروع، موزعة على عديد القطاعات الاقتصادية، وبقيمة إجمالية فاقت 234 مليار دج، مساهمة في خلق مناصب شغل دائمة قدرت بحوالي 163 023 منصب شغل.

تنوعت القطاعات الاقتصادية التي تنشط فيها المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة، إلا أن معظمها ينشط في قطاع النقل، سواء ما تعلق بنقل البضائع بواقع 39 283 مشروع بنسبة 46,67 % من مجموع المشاريع الممولة، أو نقل المسافرين من خلال 10 668 مشروع بنسبة 12,68 %، ثم يأتي قطاع الخدمات بواقع 16 260 مشروع بنسبة 19,32 % من إجمالي المشاريع الممولة، ويحتل المركز الرابع القطاع الصناعي بإجمالي 5 136 مؤسسة، بنسبة 6,10 %، ومن ثم قطاع الفلاحة بمجموع 4 470 مؤسسة بنسبة 5,31 %، ويأتي بعده قطاع البناء

والأشغال العمومية بواقع 4 202 مؤسسة، بنسبة 4,99 %، وتأتي بعده القطاعات الأخرى بنسبة تمثيل قليلة وهي الحرف التقليدية، الصيانة، المهن الحرة، المياه والصيد.

أما بالنسبة لحجم الاستثمار في كل قطاع، فهو يتبع نسبة مؤسسات القطاع إلى إجمالي عدد المؤسسات الممولة من طرف الصندوق، إذ أن حجم استثمارات قطاع نقل البضائع يحتل المركز الأول بنسبة 41,83 % من إجمالي الأموال المستثمرة (قرابة 98 مليار دج)، ويحتل قطاع الخدمات المركز الثاني بنسبة 23,60 % (أثر من 55 مليار دج)، قطاع نقل الأشخاص بنسبة 10,17 % (قرابة 24 مليار دج)، قطاع الصناعة بنسبة 7,63 % (قرابة 18 مليار دج)، قطاع الفلاحة بنسبة 6,32 % (قرابة 15 مليار دج)، ثم تأتي باقي القطاعات الأخرى بنسب تمثيل أقل.

مناصب الشغل المستحدثة من طرف المؤسسات الممولة عن طريق الصندوق هي الأخرى تتبع نسبة عدد مؤسسات القطاع إلى إجمالي المؤسسات المنشأة، حيث يحتل دائم قطاع نقل البضائع المركز الأول بنسبة 37,62 %، قطاع الخدمات بنسبة 21,44 %، قطاع نقل الأشخاص بنسبة 10,03 %، القطاع الصناعي بنسبة 9,06 %، قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 8,73 %، قطاع الفلاحة بنسبة 6,44 %، ومن ثم بقي القطاعات الأخرى والتي تعتبر أقل تمثيلا من نظيراتها.

مقارنة مع الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب فإن الأرقام المحققة من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة تبقى قليلة وجد محدودة، إذ أن عدد المؤسسات الممولة من طرف الصندوق لا يتعدى نسبة 29 %، أما بالنسبة لحجم التمويل المقدم فهو الآخر لا يتعدى حاجز 28 %، أما حجم العمالة المستحدثة من طرف المشاريع الممولة فلا تتعدى 23 % مقارنة مع تلك التي تم استحداثها من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب.

### 3- الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ANGEM

تم إنشاء الصندوق الوطني لتسيير القرض المصغر بناء على المرسوم التنفيذي رقم 04-14 المؤرخ في 22 جانفي من عام 2004، من أجل منح قروض مصغرة ومرافقة الشباب في إنشاء مؤسساتهم المصغرة، الصغيرة والمتوسطة.

#### 3-1- توزيع القروض الممنوحة من طرف ANGEM حسب قطاع النشاط

بلغ عدد القروض الممنوحة من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر مع نهاية سنة السداسي الأول لسنة 2013 ما مقداره 504 962 مشروع، موزعة على أهم الأنشطة الاقتصادية كالاتي:

**الجدول رقم (43): توزيع قروض ANGEM حسب فروع النشاط**

النشاط	عدد المشاريع	النسبة	حجم التمويل (دج)
الفلاحة	82 917	16,42	3 424 866 651,93
الصناعات المصغرة	182 010	36,04	7 249 044 041,17
البناء والأشغال العمومية	42 612	8,44	2 156 426 372,08
الخدمات	106 591	21,11	5 791 777 256,28
الحرف التقليدية	90 615	17,94	3 169 688 969,99
التجارة	217	0,04	44 963 242,85
<b>المجموع</b>	<b>504 962</b>	<b>100</b>	<b>21 836 766 534,30</b>

**Source :** Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 41.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن أغلب المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر عبارة عن صناعات مصغرة بنسبة 36,04 % من إجمالي المشاريع، أي ما يعادل 182 010 مشروع، وبقيمة إجمالية قدرت بحوالي 7,2 مليار دج، واحتل قطاع الخدمات المرتبة الثانية بنسبة 21,11 % (106 591 مشروع) بقيمة إجمالية قاربت 5,8 مليار دج، في حين حل ثالثا قطاع الحرف التقليدية بنسبة 17,94 % (90 615 مشروع) بقيمة 3,2 مليار دج، أما قطاع الفلاحة فقد حل رابعا بنسبة 16,42 % من إجمالي المشاريع (82 917 مشروع) بقيمة 3,4 مليار دج، لتأتي بعدها كل من قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع التجارة.

الملاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة التمويل الممنوح لتمويل إنشاء المشاريع قليل نسبيا، هذا راجع لطبيعة هذه المشاريع (مؤسسات مصغرة) هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى أن أغلب القروض الممنوحة من طرف هذه الوكالة عبارة عن قروض لشراء المواد الأولية لمباشرة العمل بنسبة تفوق 91 % من إجمالي القروض الممنوحة.<sup>1</sup>

تعتبر النساء الفئة الغالبة المستفيدة من القروض الممنوحة من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر بنسبة 62,10 %، كما أن الأشخاص البالغين من العمر ما بين 18 و 39 سنة هم الفئة الأكثر استفادة من هذه القروض بنسبة قاربت 69 %.<sup>2</sup>

**3-2- تطور حجم العمالة في المؤسسات المنشأة من طرف ANGEM**

يمكن توضيح تطور عدد العمال في المؤسسات التي تم استحداثها من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر خلال الفترة 2005-2014 من خلال الجدول أدناه:

<sup>1</sup> <http://www.angem.dz/portail/index.php/fr/presentation/chiffres-cles>, Consulté le 01-03-2014.

<sup>2</sup> **Idem**, Consulté le 01-03-2015.

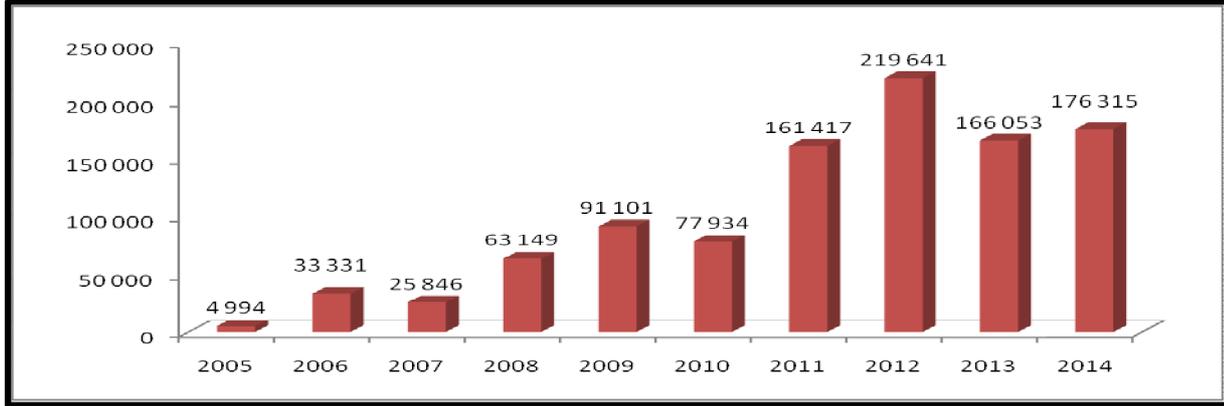
## الجدول رقم (44): تطور حجم العمالة في المؤسسات المنشأة من طرف ANGEM

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد العمال	4 994	33 331	25 846	63 149	91 101	77 934	161 417	219 641	166 053	176 315

Source : <http://www.angem.dz/portail/index.php/fr/presentation/chiffres-cles/emplois-crees>, Consulté le 03-03-2015.

من خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض التمثيل البياني أدناه:

## الشكل رقم (11): تطور حجم العمالة في المؤسسات المنشأة من طرف ANGEM



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه التطور في حجم العمالة الجديدة الموظفة في المؤسسات الممولة من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر، إذ بلغت أوجها سنة 2012 من خلال 219 641 عامل جديد، كما أن العدد الإجمالي للعمال الناشطين في هذه المؤسسات قد قدر بمجموع 1 019 781 عاملا.

يستفيد أصحاب المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة والوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر من امتيازات ضريبية هامة، حيث يتم إعفاؤهم من الضريبة على الدخل، الضريبة على أرباح الشركات، الرسم على النشاط المهني والرسم العقاري على الممتلكات المبنية والبنائيات التي يقام فيها النشاط لمدة ثلاثة (03) سنوات، قابلة للزيادة حسب المنطقة التي تنشط فيها المؤسسة وكذا عدد مناصب الشغل الدائمة المستحدثة من طرف المؤسسة<sup>1</sup> وهو ما يمثل دعما هاما لهذه المؤسسات من أجل العمل والاستثمار في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

في الأخير، يمكن القول أن ما حققته هذه الهيئات فيما يخص إنشاء ومرافقة الشباب في إنشاء مؤسساتهم الخاصة راجع بالدرجة الأولى إلى العناية التي أولتها السلطات لهذا القطاع المهم، هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى الهيئات والصناديق المسؤولة عن ضمان قروض هذه المؤسسات لدى البنوك العامة والخاصة، وهو ما سيتم معالجته من خلال مطلب الآتي.

<sup>1</sup> <http://www.mfdgi.gov.dz/index.php/ar/vos-avantages-fiscaux-ar>, Consulté le 05-03-2015.

### المطلب الثاني: الهيئات المسؤولة عن ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعد هذه الهيئات من بين أهم وسائل الدعم المستحدثة من طرف السلطات بغية تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الأموال التي تحتاجها من أجل مباشرة نشاطها وتوسيعه، وسيتم فيما يلي عرض أهم هذه الهيئات.

#### 1- صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة CGCI-PME

تم إنشاء صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمبادرة من السلطات العمومية بناء على المرسوم الرئاسي رقم 134-04 الصادر بتاريخ 19 أبريل 2004، برأس مال اجتماعي قدره 30 مليار دج، تحوز الخزينة العمومية على 60 % منه، أما النسبة المتبقية (40 %) فهي مملوكة لكل من البنك الوطني الجزائري، بنك الجزائر الخارجي، القرض الشعبي الجزائري، بنك التنمية المحلية وكناب بنك.<sup>1</sup>

#### 1-1- تطور عدد المشاريع المضمونة حسب طبيعة الاستثمار

يقوم صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بضمان القروض المتعلقة بإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو ما تعلق منها بتطوير وتوسيع نشاطها، ويمكن توضيح عدد المشاريع التي تم ضمانها لدى البنوك خلال سنتي 2013 و2014 من خلال الجدول الآتي:

**الجدول رقم (45): تطور عدد المشاريع المضمونة من طرف CGCI-PME حسب طبيعة الاستثمار**

2014		2013		طبيعة الاستثمار
النسبة (%)	عدد الملفات	النسبة (%)	عدد الملفات	
29,51	198	31,94	198	إنشاء مؤسسات جديدة
70,49	473	68,06	422	تطوير مؤسسات قائمة
<b>100,00</b>	<b>671</b>	<b>100,00</b>	<b>620</b>	<b>المجموع</b>

Source : [http://www.cgci.dz/fr/?action=bilan\\_detail&id=42&lang=fr&site=DE](http://www.cgci.dz/fr/?action=bilan_detail&id=42&lang=fr&site=DE). Consulté le 06-03-2015.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه نمو العدد الكلي للمشاريع التي تم ضمانها من طرف الصندوق من 620 مشروع مع نهاية سنة 2013 إلى 671 مشروع مع نهاية سنة 2014، أي بنسبة نمو قدرها 8,22 %.

تنوعت المشاريع المضمونة لدى البنوك ما بين تلك المتعلقة بإنشاء مؤسسات جديدة بنسبة 29,51 % من إجمالي المشاريع سنة 2014، أما النسبة المتبقية فتمثل القروض المضمونة الموجهة لتوسيع وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموع 473 مشروع.

<sup>1</sup> [http://www.cgci.dz/fr/?action=rubrique&service\\_id=8&rub=14&lang=fr](http://www.cgci.dz/fr/?action=rubrique&service_id=8&rub=14&lang=fr), Consulté le 06-03-2015.

**1-2- توزيع المشاريع المضمونة حسب حجم القرض**

يمكن توضيح توزيع مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المضمونة من طرف الصندوق حسب حجم القروض مع نهاية سنة 2014 من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (46): حجم القروض المضمونة من طرف CGCI مع نهاية سنة 2014**

مبلغ القرض		المشاريع المضمونة		حجم القرض
النسبة	المبلغ	النسبة	العدد	
1,68%	406	19,82%	133	أقل من 05 مليون دج
3,52%	851	16,84%	113	أكبر من 05 مليون دج وأقل من 10 مليون دج
7,44%	1 797	17,88%	120	أكبر من 10 مليون دج وأقل من 20 مليون دج
18,96%	4 578	21,46%	144	أكبر من 20 مليون دج وأقل من 50 مليون دج
30,53%	7 374	15,35%	103	أكبر من 50 مليون دج وأقل من 100 مليون دج
37,87%	9 145	8,64%	58	أكبر من 100 مليون دج
<b>100,00%</b>	<b>24 151</b>	<b>100,00%</b>	<b>671</b>	<b>المجموع</b>

Source : [http://www.cgci.dz/fr/?action=bilan\\_detail&id=42&lang=fr&site=DE](http://www.cgci.dz/fr/?action=bilan_detail&id=42&lang=fr&site=DE). Consulté le 07-03-2015.

الملاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أغلب القروض التي تم ضمانها من طرف صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبارة عن قروض لا تتعدى قيمتها الخمسين (50) مليون دج وهذا بنسبة تفوق 76 %، وهو ما يبرز الدور الذي يقوم به الصندوق في تمكين المؤسسات الصغيرة والصغيرة خاصة -التي تمثل حوالي 98 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية- في الحصول على التمويل اللازم لمباشرة أنشطتها وتطويرها. أما من حيث القيمة فهي لا تتعدى نسبة 31,60 % من حجم القروض المضمونة، نظرا لحجمها الصغير وحجم القروض -المحدودة عادة من حيث المبلغ- المطلوبة من طرفها.

أما القروض التي تفوق قيمتها الخمسين (50) مليون دج فلا تمثل سوى ما يقارب 24 % من عدد القروض المضمونة، في حين أن قيمتها تزيد عن 68 % من حجم القروض التي تم ضمانها من طرف ذات الصندوق، وهذا نظرا لأن هذه القروض تكون عادة موجهة للمؤسسات متوسطة الحجم وهي ذات احتياجات مالية أكبر من نظيراتها الصغيرة والصغيرة.

**1-3- توزيع القروض المضمونة حسب مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تنوعت أنشطة المؤسسات التي قام صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بضمانيها، والتي يمكن توضيحها من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (47): عدد المشاريع المضمونة من طرف CGCI حسب مجال النشاط مع نهاية 2014

حجم القروض		عدد المشاريع		مجال النشاط
النسبة	المبلغ (مليون دج)	النسبة	العدد	
22,28	5 382	28,61	192	البناء والأشغال العمومية والمياه
4,89	1 181	15,05	101	النقل
59,28	14 318	40,09	269	الصناعة
8,05	1 944	7,45	50	الصحة
5,49	1 327	8,79	59	الخدمات
<b>100,00</b>	<b>24 152</b>	<b>100,00</b>	<b>671</b>	<b>المجموع</b>

Source : [http://www.cgci.dz/fr/?action=bilan\\_detail&id=42&lang=fr&site=DE](http://www.cgci.dz/fr/?action=bilan_detail&id=42&lang=fr&site=DE). Consulté le 08-03-2015.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه سيطرة قطاع الصناعة إضافة إلى قطاع البناء والأشغال العمومية والمياه على العدد الأكبر من الضمانات المقدمة من طرف الصندوق بنسبة تصل إلى حدود 68,70 % من مجموع الضمانات المقدمة، بقيمة إجمالية تصل إلى حدود 19,70 مليار دج أي ما نسبته 81,57 % من مجموع القروض المضمونة.

يتضح من خلال الأرقام السابقة توجه صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نحو القطاعات الإنتاجية بصفة أكبر متمثلة في القطاع الصناعي بنسبة 40,09 % وقطاع البناء والأشغال العمومية والمياه بنسبة 28,61 %.

## 2- صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة FGAR

يعد صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أول صندوق ينشئ على المستوى الوطني في إطار خلق مناخ ملائم لبعث وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا من خلال تسهيل حصولها على الأموال الضرورية والتي تعد من المهام المعقدة على مستوى هذه المؤسسات نظرا للأخطار الكبيرة المصاحبة لإنشاء أو تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 1-2 عدد المشاريع المضمونة من طرف FGAR حسب طبيعة الاستثمار

يمكن توضيح عدد المشاريع المضمونة من طرف FGAR حسب طبيعة الاستثمار مع نهاية سنة 2013 من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (48): تطور عدد المشاريع المضمونة من طرف FGAR حسب طبيعة الاستثمار

المجموع	عملية توسعة	انشاء مؤسسة جديدة	
930	514	416	عدد الضمانات الممنوحة
84 183 802 862	49 884 787 000	34 299 015 862	القيمة الإجمالية للمشاريع
51 651 047 040	32 179 866 583	19 471 180 457	قيمة القروض المطلوبة
61%	65%	57%	معدل القروض المطلوبة
23 637 959 461	16 001 969 279	7 635 990 181	قيمة الضمانات المقدمة
46%	50%	39%	معدل الضمانات المقدمة
25 417 161	31 132 236	18 355 746	القيمة المتوسطة للضمانات (دج)
40 265	31 063	9 202	مناصب الشغل المستحدثة

**Source :** Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 35.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن عدد المشاريع التي تم ضمانها من طرف FGAR خلال الفترة من 2004 (سنة بداية نشاطه) إلى غاية نهاية سنة 2013 قد بلغ 930 مشروع فقط بمعدل 93 مشروع في السنة الواحدة وهو رقم قليل جدا مقارنة بالعدد الكبير من هذه المؤسسات على الساحة الوطنية، كما بلغت القيمة المتوسطة لهذه الضمانات ما مقداره 25,4 مليون دج، أي ما يمثل 61 % من متوسط القروض المطلوبة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تختلف الضمانات المقدمة من طرف FGAR حسب نوع الاستثمار المراد تمويله من طرف المؤسسة، حيث يلاحظ أن قيمت الضمانات بالنسبة لتوسعة وتطوير نشاط المؤسسات القائمة أصلا أكبر من تلك الضمانات المقدمة لإنشاء مؤسسات جديدة (31,1 مليون دج لعملية التوسعة و 18,4 مليون دج لبعث مؤسسة جديدة)، وهذا نظرا للمخاطر المصاحبة لإنشائها على عكس توسعة نشاط قائم أصلا.

## 2-2- توزيع الضمانات المقدمة حسب مجال النشاط

يركز صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منحه للقروض على تلك المشاريع الإنتاجية الموجه لترقية الاقتصاد الوطني وامتصاص اليد العاملة المؤهلة، ويمكن توضيح أهم هذه الأنشطة من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (49): عدد الضمانات المقدمة من طرف FGAR حسب مجال النشاط حتى 2013

النسبة	العمالة المستحدثة	النسبة	قيمة الضمانات (دج)	النسبة	عدد المشاريع	مجال النشاط
65%	26 178	64%	15 191 758 409	56%	525	الصناعة
24%	9 751	20%	4 801 191 625	25%	232	البناء والأشغال العمومية والمياه
1%	499	1%	270 660 625	1%	9	الفلاحة والصيد
10%	3 837	14%	3 374 348 802	18%	164	الخدمات
<b>100</b>	<b>40 265</b>	<b>100</b>	<b>23 637 959 461</b>	<b>100</b>	<b>930</b>	<b>المجموع</b>

**Source :** Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 36.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه سيطرة قطاع الصناعة على أغلبية المشاريع المضمونة من طرف FGAR، سواء من حيث العدد أو قيمة الضمانات المقدمة، إذ قدر عددها بحوالي 525 مشروع، أي ما يفوق 56 % من إجمالي المشاريع المضمونة، أما من حيث القيمة فقد ارتفعت لتقارب 15,2 مليار دج، أي ما نسبته 64 % من مجموع قيمة الضمانات المقدمة.

وحل ثانيا قطاع البناء والأشغال العمومية والمياه من خلال 232 مشروع، أي ما يعادل 25 % من الضمانات المقدمة، أما من حيث القيمة فقد مثلت ما نسبته حوالي 20 %. وحل ثالثا قطاع الخدمات بنسبة قدرها 18 % من حيث عدد الضمانات المقدمة و14 % من حيث قيمتها، وجاء في المركز الأخير قطاع الفلاحة والصيد بنسبة تمثيل جد ضئيلة قدرها 1 % سواء بالنسبة لعدد الضمانات المقدمة أو قيمتها الإجمالية.

هذه النسب تعكس التوجه العام لصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، والذي يهدف إلى تسهيل حصول المؤسسات الإنتاجية وذات العمالة المرتفعة والمؤهلة على التمويل اللازم لها، وهذا للدور الكبير الذي تقوم به في الحياة الاقتصادية سواء من خلال توفير مختلف المتطلبات اليومية لمختلف شرائح المجتمع، أو تقليص نسب البطالة والرفع من الرفاهية الاجتماعية للمجتمع.

### خلاصة الفصل

لقد تم في هذا الفصل التطرق إلى قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال عرض أولى مراحل الاهتمام بها من طرف السلطات العليا، عرض تعريف المشرع الجزائري لها، تطور عددها وأنشطتها، وكذا مساهمتها الاقتصادية من خلال خلق مناصب عمل، القيمة المضافة، الناتج الداخلي الخام وتنويع الاقتصاد الوطني.

كما تم كذلك عرض أهم الأرقام المتعلقة بالتمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال التطرق إلى مراحل تأسيس النظام المصرفي الجزائري وأهم مراحل تطوره، أهم البنوك والمؤسسات الناشطة على المستوى الوطني، وصولا إلى مساهمة البنوك في توفير الأموال الضرورية لبعث وتوسيع نشاط هذه المؤسسات.

وفي الأخير، تم التطرق إلى أهم الآليات والهيئات التي تم استحداثها، سواء من أجل تسهيل عملية إنشاء هذه المؤسسات بتوفير المناخ اللازم والمرافقة الضرورية في مختلف مراحل بعثها، أو تلك المسؤولة عن تسهيل وصول هذه المؤسسات إلى البنوك والمؤسسات المالية من أجل الحصول على الأموال الضرورية لإنشائها وتطويرها.

وقد تم من خلال هذا الفصل الوصول إلى النتائج الرئيسية الآتية:

- تعتمد الجزائر في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على نفس المعايير المستخدمة في غالبية الدول والمنظمات الدولية ممثلة في عدد العمال، مجموع حصيلتها السنوية ورقم أعمالها السنوي، إضافة إلى معيار الاستقلالية.
- مازال الدور الاقتصادي والاجتماعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر محدودا ولا يستجيب للتطلعات، نظرا لقلّة عددها مقارنة مع الاقتصاديات العالمية من جهة، ومن جهة أخرى للصعوبات التي تواجهها من تاريخ إنشائها وخلال مختلف مراحل نشاطها.
- رغم الدور الكبير الذي يقوم به النظام المصرفي الجزائري ممثلا في البنوك والمؤسسات المالية الناشطة على الساحة الوطنية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن ذلك يبقى جد محدود، إذ تشير الإحصائيات إلى أن عددا كبيرا من هذه المؤسسات لم تتحصل على قروض بنكية، كما أن البنوك الخاصة تبقى شبه معزولة عن تمويل هذا القطاع بشكل خاص وتمويل الاقتصاد الوطني ككل.
- ساهمت مختلف الهيئات التي تم استحداثها من طرف السلطات الجزائرية في ترقية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، سواء تلك المسؤولة عن بعثها وإنشائها من خلال توفير المناخ الملائم لها، أو تلك المسؤولة عن ضمان قروضها من أجل تمكينها من الوصول إلى الموارد المالية المجمعة لدى البنوك بغية تمويل انطلاق نشاطها أو توسيعه.

## الفصل الخامس: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

المبحث الأول: تقديم عام لسوق الأوراق المالية في الجزائر؛

المبحث الثاني: وضعية أسواق بورصة الجزائر؛

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية البديلة وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## الفصل الخامس: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

### المقدمة

تبنّت الجزائر عديد الإصلاحات الاقتصادية المهمة بغية الانتقال من الاقتصاد الموجه نحو اقتصاد السوق في إطار برامج التعديل الهيكلية، والذي كان الهدف منها الانتقال تدريجيا من الاقتصاد القائم على التخطيط المركزي والتبعية التمويلية للخبزينة العمومية إلى الاقتصاد الحر والاعتماد على أسواق رؤوس الأموال من أجل تمويل الاقتصاد الوطني والمؤسسات العامة منها والخاصة.

ومن بين أهم الإصلاحات التي تم مباشرتها تلك المتعلقة بإنشاء سوق للأوراق المالية، تكون من جهة، كحلقة وصل ما بين مختلف المؤسسات الاقتصادية الباحثة عن مصادر تمويلية جديدة، والمستثمرين الماليين الباحثين عن الاستثمار في مختلف الأوراق المالية. ومن جهة أخرى كنافذة لخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية باعتبار البورصة إطارا مناسباً لفتح رأس مال هذه المؤسسات للمساهمين الخواص.

ومع تزايد أهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وفي سبيل البحث عن مصادر تمويلية جديدة لها، تسمح لها بالانطلاق في نشاطها وتوسعة أعمالها، تم تبني سوق الأوراق المالية البديلة على غرار أغلب دول العالم، موجهة خصيصا لهذه المؤسسات، تراعي خصوصياتها وتستجيب لمتطلباتها وتسهم في حل مشاكلها المالية.

وعليه، سيتم من خلال هذا الفصل عرض واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر، من خلال المباحث الآتية:

- تقديم عام لسوق الأوراق المالية في الجزائر؛
- مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد والمؤسسات؛
- سوق الأوراق المالية البديلة وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### المبحث الأول: تقديم عام لسوق الأوراق المالية في الجزائر

أنشأت سوق الأوراق المالية في الجزائر بناء على الإصلاحات التي تم مباشرتها من طرف السلطات العليا بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1990، إذ أنها تعتبر بمثابة قناة للتمويل المباشر للاقتصاد الوطني والمؤسسات الناشطة فيه.

هذا، وقد شهدت هذه السوق عديد عمليات الإدراج، سواء ما تعلق منها بالأسهم والسندات، إضافة إلى سندات الخزينة.

وعليه، سيخصص هذا المبحث لعرض ظروف نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر، شروط القيد فيها، والمزايا التي تتيحها، وكذا الوضعية الحالية لهذه السوق من خلال أهم الأرقام المتعلقة بحجم نشاطها والقيم المتداولة فيها.

### المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق للعناصر الآتية:

#### 1- مراحل نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر

جاء إنشاء بورصة الجزائر لتشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة أعمالهم وفق القوانين والتنظيمات الممول بها.<sup>1</sup> وقد كان ذلك كنتيجة للإصلاحات التي باشرتها الجزائر عقب الأزمة الكبيرة التي مرت بها جراء الانخفاض الحاد في أسعار البترول سنة 1986 وما صاحبها من إصلاحات مست عديد القطاعات، ومن أهمها قطاع المؤسسات العمومية من خلال القانون رقم 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988 والقاضي بمنح حرية التصرف واتخاذ القرار للمؤسسات الاقتصادية، والقانون 88-03 والقاضي بإنشاء صناديق المساهمة، والقانون 88-06 المتعلق بالقطاع المصرفي من أجل مسايرة الإصلاحات التي مست المؤسسات العمومية.

عرفت هذه المؤسسات مرحلة حرجة خاصة في ظل محدودية رأس مالها والدور الغير واضح الذي كان من المفروض أن تقوم به البنوك في توفير الموارد المالية لها، ما أدى إلى فشل ومحدودية نظام التمويل عن طريق الاستدانة، الأمر الذي جعل السلطات تبحث عن مصادر تمويلية أخرى أكثر نجاعة للاقتصاد الوطني والمؤسسات الاقتصادية، تمثل في إنشاء بورصة الجزائر بناء على المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي من عام 1993، رغم عدم توفر كل المتطلبات المادية، الاقتصادية والقانونية التي تسمح بذلك.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة

المصرية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 79، 2004، ص: 52.

<sup>2</sup> الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة

دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006، ص: 299.

في تاريخ 28 ماي 1991 تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية تمهيدا للشروع في بدأ نشاط بورصة الجزائر تخص تبادل القيم المنقولة (المرسوم التنفيذي رقم 91-169)، أنواع وأشكال القيم المتداولة وكذا شروطها (المرسوم التنفيذي رقم 91-170) وأيضا لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (المرسوم التنفيذي رقم 91-171).<sup>1</sup>

في فبراير من عام 1992، تم رفع رأس مال بورصة الجزائر ليصل حدود 9 320 000 دج، وتم إعادة تسميتها لتصبح رسميا بورصة القيم المتداولة.<sup>2</sup> في سنة 1993، تم وضع الإطار التشريعي لبورصة القيم المتداولة، ممثلا في المراسيم الآتية:<sup>3</sup>

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة والأحكام المتعلقة بشركات الأموال.

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة، الذي نص على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها.

- المرسوم التشريعي رقم 94-176 المؤرخ في 13 جويلية 1994، الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء، وهم البنوك وشركات التأمين وصناديق المساهمة.

رغم القاعدة القانونية والمادية التي تم توفيرها بعد إعلان إنشاء بورصة القيم المتداولة إلا أنها لم تسجل أي نشاط يذكر، وهذا راجع للأسباب الآتية:<sup>4</sup>

- المحيط الاقتصادي الغير المشجع والغير مستقر والمتميز بارتفاع معدل التضخم وأسعار الفائدة.

- الإطار القانوني الضيق، وتردد السلطات العمومية بشأن خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.

<sup>1</sup> M. Mansouri , **La Bourse des valeurs mobilières d'Alger**, Edition Dar Houma, Alger, Algérie, 2002, P: 8.

<sup>2</sup> الجودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، ص: 300.

<sup>3</sup> لحرش الطاهر، **استراتيجية تسويق الأوراق المالية وأثرها تنشيط الاستثمار المالي -دراسة تحليلية لخصائص وسلوك المستثمر المالي الفردي الجزائري-**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسويق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2008-2009، ص: 293.

<sup>4</sup> براق محمد، **بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 1999، ص:

- صعوبة طرح الأسهم العمومية للاكتتاب العام، حيث لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.

- الوضعية المالية السيئة وعدم كفاءة معظم المؤسسات العمومية الاقتصادية، الأمر الذي يمنعها من الدخول إلى البورصة.

ومع بداية سنة 1996 بدأت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ممارسة نشاطها الفعلي كما تم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم المنقولة في ماي 1997 وهو ما سمح بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة القيم المتداولة في الجزائر، حيث كان الافتتاح الرسمي لها سنة 1997 تحت اسم بورصة القيم المتداولة.<sup>1</sup>

## 2- دوافع إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر

تكمن دوافع إنشاء سوق للأوراق المالية بالجزائر في العناصر الآتية:<sup>2</sup>

- تعتبر سوق الأوراق المالية بديلا غير تضخمي لتمويل الاقتصاد والمؤسسات العمومية عن طريق النداء العلني للادخار بعرض مختلف أوراقها المالية (أسهم، سندات،... إلخ) للاكتتاب العام.

- تشكل سوق الأوراق المالية بديلا للمدخرين من أجل ولوج عالم الاستثمار المالي وتنويع محافظهم الاستثمارية.

- تعتبر سوق الأوراق المالية إطارا مناسباً لخصخصة المؤسسات العمومية من خلال فتح رأس مالها للمساهمين الخواص.

## 3- دور سوق الأوراق المالية في الجزائر

يمكن التمييز بين نوعين من الأدوار التي تقوم بها سوق الأوراق المالية في الجزائر كما يلي:<sup>3</sup>

### 3-1- دور سوق الأوراق المالية اتجاه المتعاملين الاقتصاديين

يكمن هذا الدور في ما يلي:

- ضمان تمويل مباشر للاقتصاد الوطني والمؤسسات الاقتصادية عن طريق العرض العمومي للادخار.

- تحقيق إمكانية التوسع الخارجي للمؤسسة.

- تحقيق فعالية ورفع كفاءة المؤسسة في أداء مهامها.

<sup>1</sup> الجودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، ص: 301.

<sup>2</sup> لحرش الطاهر، مرجع سبق ذكره، ص: 293، نقلا عن **Mise en place du marché financier en Algérie**,

،Média Bank, n° 30, Juillet 1997, pp: 14-15

<sup>3</sup> تقيّة إلياس، **عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا

للتجارة، الجزائر، 2003-2004، ص ص: 62-63.

- تقييم دائم للمؤسسة من خلال أصولها المسعرة في البورصة.
- زيادة مصداقية المؤسسة وشفافيتها اتجاه مختلف شركائها.

### 3-2- دور سوق الأوراق المالية اتجاه المدخرين

يتمثل دورها في الآتي:

- ترقية الادخار طويل الأجل وتوجيهه نحو الاستثمارات المنتجة، حيث أنها تعتبر أفضل اختيار وبديل بالنسبة للمستثمرين.
- تعتبر القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية كأدوات لتوظيف الادخار، باعتبارها طريقة لتحقيق وتعظيم المداخل.
- تمنح إمكانية تقليل المخاطر المصاحبة للاستثمار من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية.
- تعتبر وسيلة سهلة لإيداع الأموال وتعظيم الأرباح.

### المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية في الجزائر

يسهر على تنظيم سوق الأوراق المالية وحسن نشاطه مجموعة من الهيئات التي تم استحداثها من طرف السلطات، وتتمثل في الآتي:

#### 1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تأسست لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي من سنة 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وهي عبارة عن سلط ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تتمثل مهمتها في الحرص على حماية الادخار الذي يستثمر في القيم المنقولة وكذا السهر على حسن سير السوق وشفافيتها.<sup>1</sup>

تستفيد اللجنة كذلك من إعانة تسيير تتحصل عليها من ميزانية الدولة، كما أنها تتقاضى أتعابا على الأعمال والخدمات التي تقوم بها.

#### 1-1- أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبة من رئيس وستة (06) أعضاء، حيث يعين الرئيس بموجب مرسوم رئاسي لعهدته مدتها أربع سنوات، أما أعضاء اللجنة فيعينون بقرار من وزير المالية لعهدته مدتها أربع سنوات حسب التوزيع الآتي:<sup>2</sup>

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو يقترحه وزير التعليم العالي ويختار لكفاءته في المجال المالي أو البورصة.

<sup>1</sup> منشورات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دليل القيم المنقولة، أوت 2004، ص: 05.

<sup>2</sup> منشورات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، 2004، ص: 02.

- عضو يختار من بين مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين.

### 1-2-1- مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على ما يلي:<sup>1</sup>

#### 1-2-1-1- حماية المستثمرين في القيم المنقولة

تسهر اللجنة على حماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للادخار العلني عند إصداره قيما منقولة، عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية عرض عمومي.

تأشيرة اللجنة لا تعطي تقديرا لجدوى العملية المقررة من طرف مصدرها أو لنوعية السندات المصدرة، بل تعني فقط أن المعلومات التي تضمنتها المذكرة الإعلامية مناسبة، مترابطة وشاملة، ما يسمح للمستثمر باتخاذ قرار الاكتتاب في القيم المصدرة واقتناءها عن قناعة.

#### 1-2-2-1- مراقبة السوق

تتمثل المهمة الرئيسية من مراقبة عمليات السوق المالي في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وشفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمن المركزي للسندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

تسمح هذه الرقابة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من:

- أن الوسطاء في عمليات البورصة يحترمون القواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي أو مجحف.
- أن السوق تشتغل وفق القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.
- أن إدارة السندات وتسييرها تسير وفق القواعد التي حددتها سلطة ضبط السوق.
- رصد أي جنحة متعلقة باستعمال معلومات خاطئة، التلاعب بالأسعار أو استعمال المعلومات السرية.

#### 1-3-1- سلطات اللجنة

لقد زود المشرع اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق كالاتي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> منشورات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، 2004، ص ص: 02-03.

<sup>2</sup> <http://www.cosob.org/ar/missions/>, Consulté le : 10-06-2015.

**1-3-1- السلطة التنظيمية**

تقوم اللجنة، في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية. وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات وحافظي السندات.
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.
- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

**1-3-2- سلطة الاعتماد والتأهيل**

تعتمد اللجنة:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.
- توهل ماسكي الحسابات وحافظي السندات.

**1-3-3- سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق**

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا:

- من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.
- من امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.
- من إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.
- من حسن سير السوق.
- وتوهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة.

**1-3-4- السلطة التأديبية والتحكيمية**

تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية، تكون مهمتها في المجال الأدبي بالنظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

أما في المجال التحكيمي فتقوم اللجنة بالنظر في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل السوق والتي تقع بين مختلف الفاعلين في سوق الأوراق المالية.

## 2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

بورصة القيم المنقولة عبارة عن سوق مقننة تجري فيها عمليات تداول القيم المنقولة المسعرة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي مؤسسة مكلفة بضمان تسييرها.<sup>1</sup>

تأسست شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، يبلغ رأس مالها حاليا ما مقداره 475 000 000 دج.<sup>2</sup> وتغير اسمها في 25 ماي 1997 إلى شركة إدارة بورصة الأوراق المالية ثم إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003.<sup>3</sup>

تسهر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على ضمان تسيير مختلف الأسواق الفرعية لبورصة الجزائر والمتمثلة في أسواق سندات رأس المال (السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، وأسواق سندات الدين (سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم وسوق سندات الخزينة العمومية).<sup>4</sup>

## 2-1- المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تتخذ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شكل شركة ذات أسهم، يحوز مجموع أسهمها الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهم كل من:

- بنك التنمية المحلية.
- البنك الخارجي الجزائري.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

## 2-2- مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

يتكون مجلس إدارة شركة تسيير القيم بورصة القيم المنقولة من الأعضاء الممثلين للهيئات الآتية:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> منشورات لجنة تنظيم عمليات لبورصة ومراقبتها، سير البورصة، 2004، ص: 2.

<sup>2</sup> <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>, Consulté le 20/03/2015.

<sup>3</sup> بسبع عبد القادر، مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة مع الإشارة لحالة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2009-2010، ص ص: 138-139.

<sup>4</sup> <http://www.cosob.org/ar/la-sgbv/>, Consulté le 20/03/2015.

<sup>5</sup> <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>, Consulté le 21/03/2015.

### 2-2-1- البنوك الوطنية

وهي كما يلي: بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

### 2-2-2- شركات التأمين

وهي تضم كل من الشركات الآتية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، الشركة المركزية لإعادة التأمين، الشركة الجزائرية للتأمين، الشركة الجزائرية للتأمينات الشاملة والصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية.

### 2-2-3- البنوك الخاصة

وتضم بنكا وحيدا ممثلا في يونيو بنك.

### 2-3- مهام شركة تسيير بوصة القيم المنقولة

يمكن إدراج أهم الأعمال التي أوكلها المشرع الجزائري لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في العناصر الآتية:<sup>1</sup>

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة المقبولة إلى البورصة.
- التنظيم المادي لجلسات التداول.
- تسجيل عمليات التداول.
- تنظيم عملية مقاصة الصفقات على القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدتها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة.
- طبع نشرة رسمية لجدول التسعيرة.

تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على الإشراف على تنفيذ هذه المهام من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وحسن سير السوق.

### 3- المؤتمر المركزي للسندات

سيتم من خلال هذه النقطة عرض العناصر الآتية:

<sup>1</sup> مفتاح بختة، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية،

تخصص محاسبة وتدقيق ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012،

### 3-1- نشأة المؤتمر المركزي للسندات

المؤتمر المركزي للسندات أو الجزائر للمقاصة (للتسوية) عبارة عن شركة ذات أسهم، رأس مالها مفتوح للوسطاء في عمليات البورصة، الشركات المصدرة للسندات وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة. أما الخزينة العمومية وبنك الجزائر فهما مساهمان فيه بقوة القانون.

تم إنشاء المؤتمر المركزي للسندات بناء على المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ملي من عام 1993، المعدل والمتمم بالمرسوم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، برأس مال قدره 240 مليون دج، موزعة على الأعضاء المساهمين فيه. تم تأسيسه من طرف البنوك العمومية الستة (بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط)، والشركات المصدرة للأسهم (مجمع صيدال، الرياض سطيف ومجمع الأوراسي).

### 3-2- مهام المؤتمر المركزي للسندات

تتمثل المهمة الأساسية التي أنشأ على أجلها المؤتمر المركزي للسندات في تقليل التكاليف وتقليص آجال عمليات التسوية والتسليم، إضافة إلى أنه يضطلع بالمهام الرئيسية الآتية:<sup>1</sup>

- يفتح ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب.
- يركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب.
- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال،... إلخ).
- يرقم السندات المقبولة في عملياته حسب المقياس الدولي I.S.I.N (الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية، INTERNATIONAL SECURITIES IDENTIFICATION NUMBER).
- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

### 3-3- السندات المقبولة عند المؤتمر المركزي للسندات

يتم قبول كل الأوراق المالية الآتية من طرف المؤتمر المركزي للسندات:<sup>2</sup>

- القيم المنقولة (الأسهم، سندات الدين،... إلخ) المسعرة أو غير المسعرة في البورصة.
- سندات الخزينة العامة.
- سندات الدين القابلة للتداول.
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

<sup>1</sup> الشريف ربحان والطاوس حمداوي، بورصة الجزائر: رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم

الإنسانية والاجتماعية، عنابة، الجزائر، عدد 34، جوان 2013، ص: 51.

<sup>2</sup> <http://www.cosob.org/ar/algerie-clering/>, Consulté le 22/03/2015.

- السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية.

- كل مجموعة السندات التي تخول حائزها حقوقا مماثلة.

### المطلب الثالث: المتدخلون في البورصة وأهم عملياتهم

سيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية بالجزائر، إضافة إلى أهم العمليات والأوامر التي يقومون بها على مستوى السوق.

#### 1- المتدخلون في بورصة الجزائر

إضافة إلى الهيئات المذكورة في المطلب الثاني، والمسؤولة عن حسن سير السوق وتنظيمه، يوجد عديد الأطراف الأخرى التي تتدخل في بورصة الجزائر كالاتي:

#### 1-1- الوسيط

حدد المرسوم رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي من عام 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسيط في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة كما جاء في المادة الخامسة من القانون سالف الذكر.<sup>1</sup>

#### 1-1-1- مهام الوسيط في البورصة

تتمثل أهم المهام التي يقوم بها الوسيط في عمليات البورصة في الآتي:<sup>2</sup>

- التفاوض لحساب الغير.
  - الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
  - التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.
  - تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
  - توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.
  - ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.
  - التفاوض للحساب الخاص.
  - حفظ القيم المنقولة وإدارتها.
  - إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمال، إدماج وإعادة شراء المؤسسات.
- يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، البنوك والمؤسسات المالية.

<sup>1</sup> أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه في العلوم السياسية،

تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2012، ص: 196.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص ص: 212-213.

### 1-1-2- قائمة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

اعتمدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عديد الوسطاء في عمليات البورصة، وهم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض لشعبي الجزائري، بي أن بي باريبا الجزائر، الشركة العامة الجزائر (سوسيتي جنرال) وتل ماركيتس.<sup>1</sup>

### 1-2-1- ماسكو الحسابات

يتمثل مسك الحسابات في تسجيل السندات المقتناة باسم صاحبها وفقا للميزات الخاصة بكل سند، ويمكن للبنوك والمؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة أن تقوم بمسك الحسابات وتسييرها.

### 1-2-1- مهام ماسكي الحسابات

تتمثل مهمة ماسكي الحسابات في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- يتولى حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها.
- ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول، الرهن، النقل والتحويل،...إلخ)
- يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح والفوائد ونقل الحقوق،...إلخ).
- إعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافظة، العمليات على السندات،...إلخ).

### 1-2-2- قائمة ماسكي الحسابات المؤهلين في بورصة الجزائر

يقدر عدد ماسكي الحسابات المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بسبعة هيئات مؤهلة، وهم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري وبي أن بي باريبا الجزائر.

### 1-3-1- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

أنشأت هيئات التوظيف الجماعي بموجب الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، بغية منح المستثمرين فرصة الاستثمار في القيم المنقولة.<sup>3</sup> وقد ميز المشرع الجزائري بين نوعين من هذه الهيئات:

### 1-3-1- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير

وهي شركة ذات أسهم، تصدر أسهم الشركة و يعاد شراءها في كل وقت بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم.

<sup>1</sup> <http://www.cosob.org/ar/iob/>, Consulté le 23/03/2015.

<sup>2</sup> Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Intervenants du marché**, p : 09.

<sup>3</sup> مفتاح بختة، مرج سيق ذكره، ص: 78.

### 1-3-2- الصندوق المشترك للتوظيف

هو ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية، يسير الصندوق من طرف مسير الذي يتصرف نيابة عن الحاملين ومصالحهم.

تنشط في بورصة الجزائر حاليا شركة استثمار ذات رأس مال متغير وحيدة وهي المسماة شركة الاستثمار المالي (CICAV CELIM).<sup>1</sup>

### 1-4- الراعي في البورصة

تم استحداثه مع فتح المجال أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل الدخول إلى بورصة الجزائر من خلال سوق الأوراق المالية البديلة، حيث يقوم بمراقبة هذه المؤسسات عند إدراج مختلف أوراقها المالية في البورصة وخلال الثلاث (03) سنوات التي تلي عملية الإدراج.

ويجب أن يكون من بين الوسطاء المعتمدين في البورصة، بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارة في المالية والقانون وإستراتيجية المؤسسة وتكون مسجلة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

### 1-5- مقيم الشركات الراغبة في الدخول إلى بورصة الجزائر

يمكن للشركات الخبيرة أن تقوم بتقييم الشركات التي تطلب الإدراج في البورصة، وذلك بعد الحصول على الاعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وتضم كل من الشركات الآتية:<sup>2</sup>

- هوميليس فينانس (HUMILIS FINANCE).
- إرنست ويونغ الاستشارية- الجزائر.
- معهد تكنولوجيات المعلومات والاتصالات.

إضافة إلى هذه الشركات التي تحصلت على الاعتماد، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقبل أليا تقييمات الخبراء المحاسبين المسجلين لدى جمعية المحاسبين.

### 2- أوامر البورصة

طبقا لأحكام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالجزائر، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ أحد الأشكال الآتية:<sup>3</sup>

### 2-1- بيانات السعر

تقبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر هما:

<sup>1</sup> منشورات شركة تسيير بورصة القيم لمنقولة، تعريف بورصة الجزائر، بدون سنة، ص: 02.

<sup>2</sup> <http://www.cosob.org/ar/evaluateurs/>, Consulté le 25/03/2015.

<sup>3</sup> منشورات شركة تسيير بورصة القيم لمنقولة، أوامر البورصة، بدون سنة، ص: 02.

**2-1-1-1- أمر محدد السعر**

الأمر محدد السعر هو أحد أنواع الأوامر في البورصة، حيث يحدد البائع أو المشتري السعر المرغوب سواء كان أعلى أو أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع السند.

**2-1-2- أمر بالسعر الأفضل**

الأمر بالسعر الأفضل هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

**2-2- بيانات الصلاحية**

تتمثل الأوامر حسب فترة الصلاحية في الآتي:

**2-2-1- أمر صالح لمدة يوم**

هو أمر بيع أو شراء صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تاريخ تسجيله.

**2-2-2- أمر صالح لتاريخ معين**

هو أمر بالشراء والبيع صالح لغاية تنفيذه أو آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.

**2-2-3- أمر ذو صلاحية محدودة**

هو أمر بالبيع أو الشراء مدة صلاحيته محدودة لا تتجاوز الثلاثين (30) يوما، ويعد صالحا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.

**2-2-4- أمر صالح لغاية التنفيذ**

وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء صلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز الثلاث (03) أسابيع متتالية.

**2-3- نوع خاص**

أمر على كل شيء أو لا شيء، وهو أمر للبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة، وقد تم تجميد التعامل بهذا الأمر مؤقتا في بورصة الجزائر من أجل تعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

**3- أنواع التسعير في بورصة الجزائر**

تنظم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة جلسنتين للتداول على القيم المنقولة التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وذلك بشكل أسبوعي يومي الاثنين والخميس.

أما السندات الشبيهة للخرزينة، فتجرى عملية تداولها بصفة يومية من الأحد إلى الخميس، حيث تبدأ حصص التداول من الساعة التاسعة والنصف (9:30) وإلى غاية الساعة الحادية عشر (11).

تتمثل طريقة التسعير المتبعة في بورصة الجزائر في نظام التسعير الثابت، حيث يتم تطبيق سعر موحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، وقد تم اختيار هذا النوع من التسعير للمزايا العديدة التي يتيحها، والتي من أهمها:<sup>1</sup>

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

#### المطلب الرابع: واقع نشاط بورصة الجزائر

منذ تأسيسها، وإلى غاية يومنا الحالي، عجزت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في الجزائر عن استقطاب المؤسسات الاقتصادية، سواء من أجل طرح أسهمها أو سندات لالاكتتاب العام، الأمر الذي يعكس الحجم القليل للمبادلات داخل السوق.

#### 1- حجم وقيمة المبادلات في بورصة الجزائر

يمكن توضيح حجم وقيمة المبادلات داخل بورصة الجزائر من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (50): حجم وقيمة التبادلات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2006-2014

السنة	حجم التبادل	قيمة التبادل (دج)	المؤسسات المعنية
2006	76 010	149 391 910	ERD, SAI, AUR, AT11, SNG11
2007	130 443	960 417 115	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10
2008	184 110	1 218 511 505	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10, SNG14
2009	143 563	896 650 625	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10, SNG14, DH
2010	117 729	670 069 575	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10, SNG14, DH
2011	252 954	321 222 985	ALL, AUR, SAI, AT11, SNG11, SNG14, DH
2012	163 327	673 186 960	ALL, AUR, SAI, SNG14, DH,
2013	127 589	101 027 990	ALL, AUR, SAI, ROUI , SNG14, DH,
2014	101 950	148 946 340	ALL, AUR, SAI, ROUI, SNG14, DH
المجموع	1 297 675	5 139 425 005	

المصدر: التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة لسنوات: 2007، 2008، 2010، 2013 و2014.

ملاحظة: الاختصارات ERD, SAI, AUR, ALL, ROUI, AT11, SNG11, AA10, SNG14, DH تمثل بالترتيب السندات والأسهم المعروضة التي يجري التداول عليها ببورصة الجزائر من طرف

<sup>1</sup> <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>, Consulté le 26/03/2015.

الجمهور العام وهي: سند دحلي، سند سونلغاز استحقاق 2014، سند الخطوط الجوية الجزائرية استحقاق 2010، سند سونلغاز استحقاق 2011، سند اتصالات الجزائر استحقاق 2011، سهم شركة رويبة، سهم آليانس للتأمينات، سهم الأوراسي، سهم صيدال وسهم الرياض سطيف.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه تذبذب في حجم وقيمة التعاملات على الأسهم والسندات المعروضة للتداول العام ببورصة الجزائر، حيث بلغ أعلى حجم تداول خلال الفترة 2006-2014 في سنة 2011 بمقدار 252 954 سند، تمثل منها سندات الأسهم ما عدده 231 997 سهم، أي ما يقارب 92 % من الحجم الإجمالي المتداول، في حين بلغت نسبة سندات الدين 8 % فقط. سبب ارتفاع حجم التداولات في سنة 2011 راجع إلى إدراج أسهم مؤسسة آليانس للتأمينات للتداول العام في هذه السنة، مع بقاء الأصول الأخرى حيز التداول.

أما من حيث القيمة فبلغت ذروتها سنة 2008 بقيمة تداول بلغت ما يقارب 1,22 مليار دج، أغلبها كان على سندات الدين بقيمة قاربت 1,20 مليار دج (بنسبة فاقت 98 %) رغم أن عدد السندات المتداولة لم يتجاوز 184 110، تمثل سندات الدين منها ما نسبته 71,7 % . أي أنه كلما كان عدد سندات الدين المتداولة كبيرا كلما كانت قيمة التداول كبيرة نظرا للقيمة المرتفعة لسندات الدين مقارنة بقيمة الأسهم.

بعد سنة 2011، عرف حجم التداول انخفاضا متتاليا نظرا لخروج بعض الأوراق المالية الخاصة بسندات الدين من التداول مثل سند سونلغاز استحقاق 2011، وسند اتصالات الجزائر استحقاق سند 2011.

## 2- الرسملة البورصية لبورصة الجزائر

الرسملة البورصية تمثل القيمة السوقية لمجموع أسهم المؤسسات المسعرة في البورصة بقيمتها عند تاريخ الإقفال أي حاصل ضرب عدد الأسهم المسعرة في البورصة في قيمة الأسهم المتداولة.

ويمكن توضيح حجم الرسملة البورصية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2006-2014 من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (51): تطور الرسملة البورصية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2006-2014

السنة	الرسملة البورصية (CB) مليار دج	الناتج الداخلي الخام PIB مليار دج	CB/PIB
2006	6,71	8 501,63	0,08%
2007	6,46	9 352,89	0,07%
2008	6,50	11 043,70	0,06%
2009	6,55	9 968,02	0,07%
2010	7,90	11 991,57	0,07%
2011	14,96	14 588,53	0,10%
2012	13,03	16 208,70	0,08%
2013	13,82	16 643,83	0,08%
2014	14,79	17 205,10	0,09%

**Source :** Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport annuel 2013 (p :75) & 2014 (P :46)**, Office nationale des statistiques, **les comptes économiques de 2000 à 2014 n° 709**, p : 23.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أكبر قيمة للرسملة البورصية في الجزائر قد سجلت سنة 2011، وهي السنة التي قابلها دخول مؤسسة آليانس للتأمينات لبورصة الجزائر من خلال عرض أكثر من 1,8 مليون سهم للاكتتاب العام، حيث ارتفعت من 7,9 مليار دج سنة 2010 إلى ما يقارب 14,96 مليار دج سنة 2011، مسجلا ارتفاعا كبيرا بلغ نسبة 89 %. كما عرفت ارتفاعا كذلك في سنة 2013 مقارنة بسنة 2012 بسبب إدراج أسهم مؤسسة رويبة للتداول.

يلاحظ من خلال الجدول كذلك ضعف نسبة الرسملة البورصية على الناتج الداخلي الخام (CB/PIB)، حيث لم تتعد في أحسن أحوالها 0,1 % سنة 2011، هذا الضعف سببه قلة عدد المؤسسات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر من جهة، ومن جهة أخرى لقلّة عدد الأسهم المطروحة للتداول من قبلها.

ضعف هذه النسبة (CB/PIB) يعطي مؤشرا عن حجم مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية الذي لا يزال ضعيفا ومحدودا جدا مقارنة مع الاقتصادات العالمية والمجاورة (67,7 % في المغرب و 17 % في تونس سنة 2008)<sup>1</sup>.

رغم أن الهدف الأساسي من إنشاء بورصة الجزائر كان إتاحة مصادر تمويلية جديدة للاقتصاد الوطني ككل والمؤسسات الاقتصادية خاصة، إلا أنها ومنذ نشأتها سنة 1993 وعلى مدار أكثر من عشرين سنة، عجزت فيها عن تادية دورها كمصدر تمويلي مهم، من خلال العدد الجد محدود للمؤسسات المدرجة فيها (سواء إصدارات الأسهم أو سندات الدين).

<sup>1</sup> Chabha BOUZAR, **Les contraintes de développement du marché financier algérien**, Revue Campus, n° 18, 2010, P : 12.

### المبحث الثاني: وضعية أسواق بورصة الجزائر

تحتوي بورصة الجزائر على عديد الأسواق الفرعية، المتمثلة في السوق الرئيسي الموجه للمؤسسات الاقتصادية الكبرى، العامة منها والخاصة، من أجل إصدار سندات الملكية (الأسهم) أو سندات الدين، إضافة إلى السوق البديلة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا سوق سندات الخزينة العمومية الموجه لبيع وتداول سندات الخزينة القصيرة، المتوسطة وطويلة الأجل.

وعليه، سيتم من خلال هذا المبحث عرض أهم الأرقام المتعلقة بنشاط كل سوق من الأسواق الفرعية المذكورة أعلاه منذ تأسيس بورصة الجزائر وإلى نهاية سنة 2014.

#### المطلب الأول: وضعية السوق الرئيسي لسندات الملكية

سيخصص هذا المطلب لتقديم المؤسسات التي تم إدراجها في البورصة، وكذا أهم الأرقام المتعلقة بنشاط السوق الرئيسي لسندات الملكية.

#### 1- تقديم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

يمكن عرض المؤسسات التي تم إدراجها في بورصة الجزائر في الآتي: <sup>1</sup>

#### 1-1- مؤسسة الرياض سطيف

أنشأت مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها "الرياض سطيف" في 01 جانفي 1983، بعد إعادة هيكلة الشركة الوطنية للمسامد، المطاحن، العجائن الغذائية والكسكس. لتتحول لمؤسسة ذات أسهم بتاريخ 02 أفريل 1990.

في ماي 1994، تم التحويل الكلي لرأس المال الاجتماعي للمؤسسة والمقدر بمبلغ 850 مليون دج إلى صندوق المساهمة للصناعات الزراعية والغذائية. وفي 18 أفريل 1997، وبموجب الأمر رقم 95-25 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، تم تحويل الأسهم كلياً لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعية والغذائية الأساسية.

وفي سنة 1998، تم تحضير دخول مؤسسة الرياض سطيف لبورصة الجزائر من خلال رفع رأسمالها عن طريق بيع مليون سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 1 000 دج، وبسعر إصدار بلغ 2 300 دج.<sup>2</sup>

بعد الانخفاض الحاد في سعر سهم الرياض سطيف، قرر المجمع بتاريخ 30 جويلية 2006، تقديم عرض علني لسحب أسهمه من سوق الأوراق المالية والمقدرة بمليون سهم (1000 000) والتي يحوزها 5200 مساهم يتألفون من بنوك ومؤسسات مالية وأشخاص طبيعيين ومعنويين.

حدد المجمع سعر سحب الأسهم من التداول بمبلغ 1500 للسهم الواحد، وقد امتدت فترة السحب من 30 جويلية إلى 31 أكتوبر 2006. وقد وصفت بالناجحة إذ تم سحب ما نسبته 94,28% من الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> [http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe\\_cote](http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote), Consulté le 28/03/2015.

<sup>2</sup> **Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne**, ERIAD Setif SPA, 1998, p 11.

<sup>3</sup> التقرير السنوي، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2006، ص 19.

### 1-2- مؤسسة صيدال

أنشأت مؤسسة صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، وفي سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير، وفي سنة 1997، وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيبوتيكال وبيوتيك).

تعمل صيدال على تعزيز سياستها التوسعية الخارجية من خلال المساهمة في مؤسسات أخرى ذات صلة بقطاع نشاطها، حيث في 2009، قامت برفع حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%. وفي سنة 2010، قامت بشراء 20% من رأسمال شركة إيبيرال كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة "تافكو" من 38,75% إلى 44,51%. وفي 2011، رفعت صيدال حصتها في رأسمال إيبيرال إلى حدود 60%. لتشرع في جانفي 2014 في إدماج فروعها الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك.<sup>1</sup>

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2,5 مليار دج، 80% منه ملك للدولة، أما النسبة المتبقية (20%) فقد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة من خلال العرض العمومي للبيع إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

### 1-3- مجمع الأوراسي

تم تأسيس مجمع الأوراسي بتاريخ 02 ماي 1975، تحت إشراف وزارة السياحة والثقافة، تم تسييره من قبل عديد الهيئات على شاكلة الشركة الوطنية للسياحة والفندقة إلى غاية 1977، الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة حتى 1979 وأخيراً من طرف الديوان الوطني للمؤتمرات والاجتماعات حتى 1983.

في 12 فيفري 1991، تم تغيير الوضعية القانونية للفندق لتصبح مؤسسة عمومية اقتصادية ومن ثم مؤسسة ذات أسهم برأس مل قدره 40 مليون دج (يقدر رأس مال مؤسسة الأوراسي حالياً بقيمة 1,5 مليار دج موزعة على 6 ملايين سهم بقيمة 250 دج للسهم الواحد). وفي فيفري 1998، تم اختيار مؤسسة الأوراسي من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة من أجل الدخول إلى البورصة، ليتم الشروع في تحضيرات عملية فتح رأس المال بمقدار 20% من خلال النداء العلني للبيع في جوان 1999.

### 1-4- مؤسسة أليانس للتأمينات

مؤسسة أليانس للتأمينات هي مؤسسة ذات أسهم، أنشأت في جويلية 2005 برأس مال أولي قدره 500 مليون دج، ليصل إلى حدود 2,2 مليار دينار سنة 2010 من خلال التوجه إلى بورصة الجزائر عن طريق النداء العمومي للدخار، وهذا استجابة للمتطلبات الجديدة للمؤسسات الناشطة في قطاع التأمينات والذي جاء بها المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009، والمتعلق أساساً برأس المال الأدنى لمؤسسات التأمينات.

<sup>1</sup> <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/qui-sommes-nous>, Consulté le 30/03/2015.

تعتبر مؤسسة أليانس للتأمينات أول مؤسسة جزائرية خاصة تلجأ إلى البورصة من أجل رفع رأس مالها، فاتحة المجال أمام غيرها من المؤسسات للاستفادة من الخدمات التمويلية التي يقدمها هذا السوق لمختلف المتعاملين الاقتصاديين العموميين والخواص.

### 1-5- مؤسسة أن سي أ رويبة للعصائر

مؤسسة رويبة للعصائر هي الأخرى مؤسسة خاصة، برأسمال قدره 849 195 000 دج، تنشط في قطاع صنع وتوزيع العصائر ومشروبات الفواكه، أسست في سنة 1966 على شكل مؤسسة ذات مسؤولية محدودة، وفي سنة 2003 أصبحت شركة ذات أسهم.

في 27 ماي 2011، تم إقرار عملية الدخول إلى البورصة من طرف مجلس إدارة المؤسسة، ليتم تنفيذ العملية سنة 2013، حيث تم بيع 25 % من أسهم المؤسسة عن طريق العرض العمومي للبيع أي ما يزيد عن 2,2 مليون سهم بسعر بيع قدره 400 دج.

### 2- خصائص العمليات التي تمت على مستوى السوق الرئيسي للأسهم

يمكن إبراز أهم الخصائص المتعلقة بالعمليات التي تمت على مستوى سوق الأوراق المالية للأسهم من خلال الجدول الآتي:

#### الجدول رقم (52): خصائص عمليات الإدراج على مستوى بورصة الجزائر

البيان	الرياض سطيف	صيدال	مجمع الاوراسي	آليانس للتأمينات	أن سي أ رويبة
نوع المؤسسة	عمومية	عمومية	عمومية	خاصة	خاصة
طبيعة العملية	رفع رأس المال	فتح رأس المال	فتح رأس المال	رفع رأس المال	فتح رأس المال
نوع الأسهم	عادية	عادية	عادية	عادية	عادية
عدد الأسهم المعروضة للبيع	1 000 000	2 000 000	1 200 000	1 804 511	2 122 988
نسبة الاكتتاب	-	-	-	% 139,73	% 106,09
الاكتتاب في الجزائر العاصمة	-	-	-	% 42,74	% 55
سعر بيع الأسهم	2 300	800	400	830	400
القيمة الاسمية للسهم	1 000	250	250	200	100
تاريخ العرض	من 2 نوفمبر إلى 15 ديسمبر 1998	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999	من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999	من 2 نوفمبر إلى 01 ديسمبر 2010	من 07 أفريل إلى 9 ماي 2013
الوسيط المرافق	الراشد المالي	الشركة العامة المالية (Sogefi)	الراشد المالي	القرض الشعبي الجزائري	بي أن بي باريبا الجزائري

Source : Notice d'information pour augmentation du capital, Eriad Sétif spa, Saidal, EPE/EGH El –Aurassi, Alliance Assurances SPA et NCA Rouiba.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن عدد المؤسسات التي دخلت بورصة الجزائر لم يتعد الخمس مؤسسات فقط، ثلاث منها عمومية واثنان خاصتان، في حين أن إحدى المؤسسات العمومية خرجت من السوق ويتعلق الأمر بمؤسسة الرياض سطيف. كما أنه عملتان فقط تتعلقان بزيادة رأس المال، أما العمليات الأخرى فهي عبارة عن فتح رأس المال من خلال العرض العمومي للبيع.

مقارنة بالبورصات المجاورة، تبقى الجزائر جد بعيدة من ناحية عدد المؤسسات المدرجة في البورصة، إذ بلغ هذا العدد 73 مؤسسة في المغرب سنة 2007، و50 مؤسسة في تونس سنة 2008.<sup>1</sup>

بلغت نسبة الاكتتاب في أسهم مؤسسة آليانس للتأمينات و أن سي أ روية ما مقداره 139,73 و 106,09 % على التوالي، وهو ما يبرز التوجه نحو الاستثمار المالي في حال توفر مثل هذه الفرص. كما أن أغلب نسب الاكتتاب تمت على مستوى الجزائر العاصمة (42,74 و 55 % على التوالي)، الأمر الذي يعكس غياب الثقافة البورصة في باقي المناطق الأخرى خاصة المعزولة منها نظرا لتركز بورصة الجزائر في العاصمة فقط، وعدم توجيهها نحو الأفراد بعمليات توعية وتحسيس بالدور والفرص التي تقدمها.

سعر بيع الأسهم دائما أكبر من القيمة الاسمية للسهم، ذلك أن سعر البيع يكون ناتجا عن عملية تقييم لمختلف أصول المؤسسة من طرف شركة مالية معتمدة أو أحد الخبراء المحاسبين المسجلين في مصف الخبراء المحاسبين. عملية التقييم تكون عادة من خلال عديد الطرق المحاسبية حيث يتم استخدام ترجيحات مختلفة حسب أهمية الطريقة المستخدمة ومدى مصداقيتها في تقدير القيمة الحقيقية والعادلة للمؤسسة.

### 3- حجم وقيمة التبادل في بورصة الجزائر

في سنة 2014، سجل سهم مؤسسة أن سي أ روية أعلى قيمة تبادلات في بورصة الجزائر بلغت حدود 20,30 مليون دج من إجمالي 41,41 مليون دج، أي ما نسبته 49,03 % من إجمالي قيمة مبادلات سوق الأسهم، متبوعا بسهم صيدال بقيمة مبادلات بلغت 12,10 مليون دج، أي ما نسبته 29,24 % من قيمة مبادلات السوق، متبوعا بكل من سهمي آليانس للتأمينات و مجمع الأوراسي بنسبة 13,67 و 8,06 % على التوالي.<sup>2</sup>

ويمكن عرض حجم التبادل على الأسهم المسعرة في البورصة خلال الفترة من 2006 إلى 2014 من خلال الجدول أدناه:

<sup>1</sup> Chabha BOUZAR, **Op-Cit**, P : 12.

<sup>2</sup> Société de gestion de la bourse des valeurs, **Bilan d'activité 2014: Structure des opérations et de développement du marché**, Janvier 2015, P : 13.

**الجدول رقم (53): حجم التبادل على الأسهم المسعرة في البورصة خلال الفترة 2006-2014**

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صيدال	49 285	35 064	31 002	25 521	18 038	29 804	15 031	6 701	22 244
الأوراسي	14 266	220	21 101	9 179	9 382	7 718	7 048	11 702	7 826
آليانس للتأمينات	-	-	-	-	-	194 475	27 392	40	9 682
أن سي أ رويبة	-	-	-	-	-	-	-	102 238	50 359
المجموع	63 551	35 284	52 103	34 700	27 420	231997	49 471	120 681	90 111

**Source :** Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport annuel COSOB** (2007 à 2014).

أما من حيث قيمة التبادل، فيمكن عرض الجدول الآتي:

**الجدول رقم (54): قيمة التبادل على الأسهم المسعرة في البورصة خلال الفترة 2006-2014**

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صيدال	5,63	0,09	12,39	9,76	7,76	20,04	10,19	3,90	12,10
الأوراسي	18,12	14,16	9,01	4,13	4,22	3,66	3,11	4,24	3,34
آليانس للتأمينات	-	-	-	-	-	161,41	22,73	0,03	5,66
أن سي أ رويبة	-	-	-	-	-	-	-	40,94	20,30
المجموع	23,75	14,25	21,41	13,89	11,98	185,19	36,04	49,11	41,4

**Source :** Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Rapport annuel COSOB** (2007 à 2014).

يلاحظ من خلال الجدولين أعلاه، أن عدد المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر لم يتعد الأربع مؤسسات، اثنتان منها عامة، ويتعلق الأمر بكل من مؤسسة صيدال ومجمع الأوراسي، والأخيرتان خاصتان، وهما حديثتا الدخول إلى البورصة ويتعلق الأمر بكل من مؤسسة آليانس للتأمينات (سنة الإدراج 2011) ومؤسسة أن سي أ رويبة (2013).

يلاحظ كذلك، التذبذب في كل من حجم وقيمة التداول في البورصة خلال الفترة 2006-2014، إذ عرف حجم التداول ارتفاعا قياسيا سنة 2011، وهذا ناتج عن بدأ التداول على سهم مؤسسة آليانس للتأمينات في هذه السنة، إذ سجل وحده ما يقارب 84 % من حجم التداول الإجمالي في سوق الأسهم، وهو ما أدى إلى تسجيل أعلى قيمة تداول في نفس السنة بقيمة فاقت 185 مليون دج.

يتميز سهم صيدال بمستوى تبادل مستقر نوعا ما بمتوسط بلغ 25 854 سهم، والأمر نفسه بالنسبة لسهم مجمع الأوراسي في حدود 9 827 سهم في السنة. أما سهم مؤسسة أليانس للتأمينات فقد عرف تراجعاً كبيراً وتذبذباً في حجم التبادل بعد سنة إنطلاقه 2011، وهو ما يفسر من خلال الانحراف المعياري الجد مرتفع (91 753 سهم). أما بالنسبة لسهم مؤسسة أن سي أ رويبة، فقد عرف تداولاً كبيراً في السنة الأولى لينخفض إلى حدود النصف في السنة الموالية.

يتضح مما سبق، حجم التداول الضعيف على كل الأوراق المالية المتداولة في السوق الرئيسي للأسهم ببورصة الجزائر، الأمر الذي ينعكس على حجم التداول الكلي، والقيمة الكلية للتداول. وهذا راجع بالأساس إلى قلة عدد أوامر البيع والشراء على الأسهم من طرف المستثمرين الماليين في الجزائر، إضافة إلى ارتفاع عدد جلسات التسعير غير المجدية في بورصة الجزائر.

#### 4- آفاق تطوير سوق الأسهم ببورصة الجزائر

تسعى السلطات العليا في البلاد إلى تفعيل دور سوق الأوراق المالية في الجزائر وزيادة نشاطها وحركيتها، إيماناً منها بأهميته والدور المحوري الذي أصبح يقوم به في الاقتصاديات العالمية، حيث تعمل على زيادة عدد المؤسسات المدرجة فيها، وفي هذا الشأن فقد أعطى مجلس مساهمات الدولة موافقته بتاريخ 26 سبتمبر 2013 على دخول ثمانية (08) مؤسسات وطنية إلى بورصة الجزائر من خلال عرض أسهمها للاكتتاب العام، ويتعلق الأمر بكل من: مؤسسة كوسيدار للمحاجر، القرض الشعبي الجزائري، شركة موبيليس للهاتف النقال، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، المؤسسة الوطنية لتهيئة الري، إضافة إلى ثلاث مؤسسات اسمنت تابعة للمجمع الصناعي لاسمنت الجزائر.<sup>1</sup>

دخول هذه المؤسسات إلى بورصة الجزائر من شأنه أن يمنح حركية ونشاطاً لسوق الأسهم، من خلال إتاحة عديد الخيارات أمام المستثمرين الماليين فيما يخص بيع وشراء الأسهم، وكذا تنويع محافظهم الاستثمارية، الأمر الذي من شأنه أن يقلل من المخاطر المصاحبة لتوظيف أموالهم.

إلا أن هذا الإجراء وحده لا يكفي لبعث بورصة الجزائر، إذ لا بد من تكييف الإطار التشريعي ليتلاءم والمتغيرات المتسارعة على المستوى المالي، إضافة إلى العمل على ترقية الاقتصاد الوطني وتنويعه والعمل على توفير مناخ الاستثمار الملائم من أجل بروز مؤسسات وطنية، عامة وخاصة قادرة على المنافسة والاستمرار، كما لا ينبغي إغفال الجانب التحسيبي لمختلف فئات المجتمع بأهمية الدور الاقتصادي والاجتماعي الذي تقوم به البورصة وكذا الفرص التي تتيحها من أجل تحقيق عوائد مالية على الاستثمار في مختلف الأصول المالية المتداولة بها.

<sup>1</sup> Société de gestion de la bourse des valeurs, **Bilan d'activité 2013 : Structure des opérations et de développement du marché**, Janvier 2015, P : 02.

### المطلب الثاني: سوق سندات الدين ببورصة الجزائر

سيتم من خلال هذا المطلب عرض وضعية سوق سندات الدين ببورصة الجزائر من خلال شروط الإدراج في هذا السوق، أهم العمليات التي تمت على مستواه وكذا حجم وقيمة التداول على مختلف السندات المدرجة فيه.

#### 1- شروط إدراج السندات في بورصة الجزائر

يمكن عرض أهم الشروط المتعلقة بإصدار السندات وإدراجها للتداول في العناصر الآتية:<sup>1</sup>

- أن تكون المؤسسة العارضة للسندات عبارة عن شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري.
- لا بد أن تتجاوز القيمة الدنيا لقيمة القرض مبلغ 500 مليون دج.
- تقديم مذكرة إعلامية يتم المصادقة عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تحوي كل المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والعملية المراد تحقيقها.
- نشر القوائم المالية للسنوات المالية الثلاث التي تسبق سنة إصدار القرض السندي.
- لا بد من وجود مصلحة للرقابة الداخلية في المؤسسة.

#### 2- أهم العمليات التي تمت على مستوى سوق السندات

يمكن توضيح أهم العمليات التي تمت على مستوى سوق السندات ببورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2014 في الآتي:

- القرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية في سنة 2004، حيث قامت الشركة بإصدار قرضين، الأول في شهر مارس بقيمة 4,4 مليار دج، موجه خصيصا للبنوك والمؤسسات المالية. أما الثاني فكان في نوفمبر من سنة 2004، بلغت قيمته 24,89 مليار دج، منها 14,18 مليار دج موجهة للجمهور العام و10,71 مليار دج للبنوك والمؤسسات المالية.
- القرض السندي لمؤسسة سونلغاز في سنة 2004، بلغت قيمة القرض 20 مليار دج، وهو موجه للبنوك والمؤسسات المالية.
- في سنة 2005، قامت مؤسسة سونلغاز بإصدار قرضين سنديين، الأول في شهر مارس بقيمة 10 مليار دج، موجه خصيصا للبنوك والمؤسسات المالية، والثاني في الفترة ما بين ماي وجوان من سنة 2005 بقيمة 15,9 مليار دج موجه لعامة الجمهور.
- القرض السندي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية في سنة 2005، بقيمة 12,32 مليار دج، وهو موجه للبنوك والمؤسسات المالية.
- القرض السندي لاتصالات الجزائر في سنة 2005، بقيمة إجمالية وصلت 6,50 مليار دج، موجه للبنوك والمؤسسات المالية.

<sup>1</sup> Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Introduction en bourse**, sans année d'édition, P : 5.

- القرض السندي لمؤسسة اينافور (ENAFOR)، وهي مؤسسة تابعة لشركة سوناطراك، تمت العملية في سنة 2005، وبلغت قيمة القرض 8 ملايين دج، وهو موجه للبنوك والمؤسسات المالية.
- القرض السندي لمؤسسة سوفينال (CEVITAL)، تمت العملية في سنة 2005، وبلغت قيمة القرض 5 ملايين دج، موجه للبنوك والمؤسسات المالية.
- القرض السندي لمؤسسة أو أن تي بي (ENTP)، بقيمة 5 ملايين دج، موجه للبنوك والمؤسسات المالية.
- شهدت سنة 2006 عديد القروض السنديّة والتي تجاوزت قيمتها مبلغ 44,89 مليار دج، لعدد المؤسسات الوطنية، وهي موجهة للبنوك والمؤسسات المالية.
- شهدت سنة 2007 انخفاضا في حجم القروض السنديّة، حيث لم تتعدى حاجز 7,8 مليار دج لكل من الشركة العربية للإيجار 3,3 مليار دج، مؤسسة EEPAD TSP بقيمة 0,5 مليار دج ومؤسسة ENTP بقيمة 4 مليار دج. هذه القروض كانت موجهة كليا للبنوك والمؤسسات المالية.
- في سنة 2008، ارتفع حجم الإصدارات السنديّة إلى قيمة 36 مليار دج، 30 مليار دج لمؤسسة سونلغاز موجهة لعامة الجمهور، 2,36 مليار دج لمؤسسة دحلي موجهة لعامة الجمهور، و06 ملايين دج لمؤسسة اينافور موجهة للبنوك والمؤسسات المالية.
- بلغ حجم القروض السنديّة في سنة 2009 ما قيمته 31 مليار دج، 25 منها لمؤسسة سونلغاز، و6 ملايين لمؤسسة أشغال الطرق ETRHB Haddad.
- في سنة 2010، تم منح رخصة واحدة للقرض السندي بقيمة 2 مليار دج لمؤسسة المغاربية للإيجار المالي، موجهة للبنوك والمؤسسات المالية.
- لم تشهد السنوات اللاحقة (2011-2014) أي عملية إصدار لقرض سندي في بورصة الجزائر.

هذا، ويمكن عرض قيمة القروض السنديّة من خلال الجدول الآتي:

#### الجدول رقم (55): قيمة القروض السنديّة خلال الفترة 2004-2014 (مليار دج)

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	نوع القروض
-	-	-	-	02	31	06	7,8	44,89	46,82	35,11	للبنوك والمؤسسات المالية
-	-	-	-	-	-	32,36	-	-	15,9	14,18	لعامة الجمهور
-	-	-	-	02	31	38,36	7,8	44,89	62,72	49,29	المجموع
18,9 1	58,21	64,21	78,23	151,8 9	179,1 6	184,9 1					رصيد القروض السنديّة
2,36	32,36	32,36	32,36	69,85	84,04	81,68					المتداولة منها

المصدر: بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنوات 2004-2014.

يلاحظ من خلال ما سبق الانخفاض المحسوس في مستوى نشاط سوق سندات الدين ببورصة الجزائر انطلاقا من سنة 2009، وهذا نظرا لقلّة عدد طلبات إصدار القروض السندية من قبل المتعاملين الاقتصاديين، حيث لم تسجل الفترة 2011-2014 أي عملية إصدار لقرض سندي ببورصة الجزائر.

أغلب القروض السندية المسجلة على مستوى بورصة الجزائر خلال الفترة 2004-2014 كانت موجهة للبنوك والمؤسسات المالية بنسبة قاربت 74 %، أما تلك الموجهة لعامة الجمهور فقد بلغت نسبة 26 %، بإجمالي 22,4 مليار دج.

عرفت قيمة القروض السندية المتداولة في بورصة الجزائر انخفاضا متتاليا نظرا لقلّة القروض الموجهة لعامة الجمهور، حيث سجل انخفاضا حادا في سنة 2010 بقيمة 14,18 مليار دج، وهو ما يمثل قيمة سند الخطوط الجوية الجزائرية الذي انتهت مدة صلاحيته، كما عرف حجم القروض المتداولة انخفاضا حادا سنة 2011 نتيجة إطفاء القرض السندي لمؤسسة سونلغاز بقيمة 30 مليار دج وسند اتصالات الجزائر بقيمة 6,5 مليار دج، ليواصل الانخفاض في سنة 2014 نتيجة لإطفاء سند سونلغاز استحقاق 2014 بقيمة 30 مليار دج.

أغلب القروض السندية المصدرة تابعة لمؤسسات كبرى أو فروع لها، وهي بالأساس ناشطة في قطاع الطاقة مثل مؤسسة سونلغاز، اينافور و أو أن تي ب ENTP، حيث يسهل على هذه المؤسسات تقديم الضمانات اللازمة المطلوبة في مثل هذه الحالات.

عرف سوق سندات الدين إقبالا ضعيفا للمؤسسات الخاصة الجزائرية، في صورة مؤسسة سوفيتال، دحلي ومؤسسة أشغال الطرق حداد.

تعتبر مؤسسة سونلغاز من بين أهم المتعاملين الاقتصاديين المنتظمين في إصدار القروض السندية في بورصة الجزائر، سواء تلك الموجهة لعامة الجمهور أو تلك الموجهة للبنوك والمؤسسات المالية الناشطة على الساحة المالية الجزائرية.

### 3- حجم وقيمة التبادل في سوق سندات الدين

يمكن توضيح حجم التداول على مختلف السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014 من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (56): حجم التداول في سوق سندات الدين خلال الفترة 2006-2014**

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AT11	61 071	36 528	45 047	18 374	4 111	-	-	-
SN11	20 250	28 293	7 810	15 561	539	-	-	-
AA10	13 328	41 640	13 152	5 761	-	-	-	-
SN14	-	25 546	42 554	49 483	14 607	109 128	3 048	1 629
DAHLI	-	-	300	1 130	1 700	15 291	3 860	10 210
المجموع	94 649	132 007	108 863	90 309	20 957	124 419	6 908	11 839

المصدر: بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنوات 2007-2014.

أما من حيث قيمة التداول على مختلف السندات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014 فيمكن عرض الجدول أدناه:

**الجدول رقم (57): قيمة التداول على السندات المسعرة خلال الفترة 2007-2014.**

الوحدة: مليون دج.

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AT11	610,50	244,73	454,79	183,94	41,23	-	-	-
SN11	202,03	284,13	78,11	156,49	5,40	-	-	-
AA10	133,40	419,47	134,08	58,92	-	-	-	-
SN14	-	127,74	212,77	247,52	73,04	548,68	15,24	8,14
DAHLI	-	-	3	11,22	16,43	88,47	36,67	99,39
المجموع	945,93	1076,07	882,75	658,09	136,1	637,15	51,91	107,53

المصدر: بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنوات 2007-2014.

ملاحظة: الاختصارات الآتية: AT11، SN11، AA10، SN14، DAHLI تعني سند سند اتصالات الجزائر استحقاق 2011، ، سند سونلغاز استحقاق 2011، سند الخطوط الجوية الجزائرية استحقاق 2010، سند سونلغاز استحقاق 2014 وسند دحلي على الترتيب.

يلاحظ من خلال الجدولين أعلاه ما يلي:

- عدد السندات المتداولة والمسعرة في بورصة الجزائر قليل جدا، ولم يتعد في أحسن الأحوال الخمس سندات ما يدل على ضعف الطلب من طرف المؤسسات الاقتصادية الوطنية والخاصة على هذه الوسيلة التمويلية التي تتيحها بورصة الجزائر.

- يوجد سند خاص وحيد في بورصة الجزائر وهو سند مؤسسة دحلي (DAHLI)، مقابل أربع سندات تابعة لمؤسسات عمومية، منها اثنان تابعان لمؤسسة سونلغاز.
- تعد مؤسسة سونلغاز من المصدرين النظاميين في سوق السندات، سواء ما تعلق بتلك الموجهة للبنوك والمؤسسات والمالية أو لعامة الجمهور، حيث امتلكت هذه المؤسسة خلال الفترة 2008-2014 سندان مسعران في بورصة الجزائر، وهما سند استحقاق 2011 وسند استحقاق 2014.
- عرف سوق السندات ببورصة الجزائر ركودا في عملية الإصدار بالنسبة للسندات المتداولة، حيث لم تتم أي عملية إصدار لعامة الجمهور بعد سنة 2009.
- عرف حجم التداول على السندات المسعرة في بورصة الجزائر تذبذبا خلال الفترة 2008-2014، وسجل أعلى حجم تداول سنة 2008 بما يعادل 132 007 سند، على كل من سند اتصالات الجزائر، شركة الخطوط الجوية الجزائرية وسندا سونلغاز استحقاق 2011 و2014.
- والأمر نفسه بالنسبة لقيمة التداول، إذ عرفت أكبر قيمة لها سنة 2008 بقيمة إجمالية بلغت حدود 1 076,07 مليون دج.
- بالنسبة لحجم وقيمة التداول على كل سند من السندات المسعرة في بورصة الجزائر، فهي الأخرى عشوائية ولم تعرف انتظاما خلال الفترة 2008-2014.
- ما يمكن قوله في الأخير، أن إصدار السندات والتداول عليها حجما وقيمة ما زال جد ضعيف مقارنة مع الدول الأخرى.

### المطلب الثالث: سوق سندات الخزينة العمومية

يخصص هذا الفرع من سوق الأوراق المالية بالجزائر للخزينة العمومية من أجل إصدار سندات ذات آجال استحقاق مختلفة بغية تمويل مختلف احتياجاتها المالية وكذا العجز المسجل لديها.

#### 1- تعريف سندات الخزينة العمومية

الخزينة العمومية هي مرفق عام، تقوم بكل العمليات المالية المتعلقة بالدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري، وهي المسؤولة عن تسجيل إيرادات الدولة (الضرائب، الجباية،... إلخ) ومصروفاتها (الأجور والرواتب،... إلخ)، وبالتالي فهي المكلفة بتسيير مالية الدولة ومسك حساباتها.

تعتبر سندات الخزينة العمومية سندات دين سيادية، ذات آجال استحقاق مختلفة، تصدرها الدولة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة العمومية، وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها.

يتم إصدار سندات الخزينة العمومية عن طريق أسلوب مزايمة يسمى المزاد الهولندي<sup>1</sup>، ويتم الاكتتاب عليها في السوق الأولية لبورصة الجزائر من طرف المتخصصين في قيم الخزينة العمومية المعتمدين من قبل المديرية العامة للخزينة.

## 2- آجال استحقاق سندات الخزينة العمومية

تصدر الخزينة العمومية عدة أنواع من سندات الخزينة حسب آجال الاستحقاق، والتي يمكن إجمالها في الآتي:

- سندات استحقاق ذات السبع (07) سنوات.
- سندات استحقاق ذات العشر (10) سنوات.
- سندات استحقاق ذات الخمس عشرة (15) سنة.

## 3- عدد وقيمة سندات الخزينة المدرجة في بورصة الجزائر

بلغ عدد سندات الخزينة العمومية المصدرة والمتداولة في بورصة الجزائر مع نهاية سنة 2014 ما يعادل خمس وعشرون (25) قرصاً، بقيمة إجمالية بلغت حوالي 399 مليار دج، موزعة حسب آجال استحقاقها كالآتي:

### الجدول رقم (58): توزيع سندات الخزينة العمومية حسب آجال استحقاقها

قيمة القروض (10 <sup>6</sup> )		العدد السندات		مدة الاستحقاق
النسبة	القيمة	النسبة	العدد	
24,96	99 592	24,00	6	سبع (07) سنوات
35,42	141 331	36,00	9	عشر (10) سنوات
39,62	158 077	40,00	10	خمس عشر (15) سنة
<b>100,00</b>	<b>399 000</b>	<b>100,00</b>	<b>25</b>	<b>المجموع</b>

Source : <http://www.sgbv.dz/ar/?page=oat>, Consulté le : 22-06-2015.

يلاحظ من خلال الجدول أن سندات الخزينة العمومية ذات آجال الاستحقاق المقدرّة بخمس عشرة (15) سنة هي الأكثر إصداراً وتداولاً في البورصة من بين سندات الخزينة المصدرة الأخرى، إذ قدر عددها بعشر سندات بنسبة قدرها 40 % من مجموع السندات المصدرة والمتداولة مع نهاية 2014، وتبلغ قيمتها ما يفوق 158 مليار دج، أي في حدود 40 % من قيمة كل السندات المتداولة.

<sup>1</sup> هو نوع من أنواع المزاد، يبدأ فيه البائع بطلب سعر مرتفع أعلى من القيمة الحقيقية للسلعة، ثم يخض حتى يكون أحد المشتركين على استعداد لقبول سعر بائع المزاد.

أما السندات ذات الاستحقاق المقدرة بعشر سنوات فقد كان عددها في حدود تسع (09) سندات، بقيمة إجمالية فاقت 141 مليار دج، أي ما نسبته 35,42 من مجموع قيمة سندات الخزينة المصدرة.

وحل ثالثا سندات الخزينة ذات أجل الاستحقاق المقدر بسبع (07) سنوات بمجموع ستة (06) سندات، قاربت قيمتها 100 مليار دج، أي بنسبة قاربت 25 % من مجموع سندات الخزينة المسعرة في بورصة الجزائر إلى غاية نهاية سنة 2014.

#### 4- التداول على سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر

يمكن عرض حجم وقيمة التداول على سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2014 من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (59): حجم وقيمة التداول على سندات الخزينة العمومية سنوات 2008-2014

السنة	حجم المبادلات	قيمة المبادلات (مليار دج)	عدد السندات المتداولة	عدد العمليات
2008	1 585	1,76	16	23
2009	5 002	5,10	19	10
2010	3 764	4,31	22	6
2011	3 000	3,51	25	2
2012	500	0,50	26	1
2013	0	0	28	0
2014	8 215	8,25	25	17
المجموع	22 066	23,43	-	59

المصدر: بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنوات 2008-2014.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أعلى حجم تداول على سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2014 قد سجل سنة 2014 بمقدار 8 215 سند، مسجلا بذلك أعلى قيمة تداول بلغت حدود 8,25 مليار دج، كما أن سنة 2013 سجلت أدنى حجم وقيمة تبادل، إذ أنه لم يتم بيع أو شراء أي سند طيلة هذه السنة.

بالنسبة لعدد السندات المتداولة في سوق سندات الخزينة العمومية، فقد بلغ أوجه سنة 2013 من خلال ثمانية وعشرون (28) سندا مسعرا في البورصة، وسجل أدنى عدد سنة 2008 بواقع ستة عشر (16) سندا فقط، هذا الفرق يعكس الديناميكية التي تطبع هذا السوق من خلال الإصدارات المتتالية للخزينة العمومية.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول كذلك، هو ضعف عدد العمليات المثمرة على سندات الخزينة العمومية، إذ لم تتعدى في أحسن الأحوال ثلاثة وعشرون (23) عملية وهذا

سنة 2008، وهو ما يدل على ضعف نشاط المتخصصين في سندات الخزينة العمومية بيعا وشراء.

لقد تم من خلال هذا المبحث عرض ثلاث أسواق فرعية لبورصة الجزائر، ويتعلق الأمر بسوق سندات الملكية، سندات الدين وسوق سندات الخزينة العمومية، أما المبحث الموالي، فسيتم تخصيصه لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والذي تم استحداثه مؤخرا تماشيا مع الحركية التي يعرفها هذا القطاع المهم في الجزائر.

### المبحث الثالث: السوق البديلة في الجزائر وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

مع تزايد أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني، ومواكبة لسبل الدعم الحديثة المتبناة من عديد الدول المتقدمة والسائرة في طريق النمو على حد سواء، استحدثت الجزائر سوق الأوراق المالية البديلة الموجهة لهذه المؤسسات بما يراعي خصوصيتها، ويلبي حاجياتها التمويلية المتزايدة.

وعليه، سيتم من خلال هذا المبحث التطرق لنشأة هذا السوق، وتبيان دوره وأهميته بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا شروط وإجراءات القيد فيه، إضافة إلى أهم العوائق التي تحول دون تحقيق النشاط الفعلي على مستوى هذا السوق.

#### المطلب الأول: ماهية السوق البديلة في الجزائر

سيتم من خلال هذا المطلب عرض مشروع إصلاح سوق الأوراق المالية في الجزائر، نشأة سوق الأوراق المالية البديلة، وكذا أهميته بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا وللاقتصاد الوطني عموما.

#### 1- مشروع إصلاح سوق الأوراق المالية في الجزائر

ينص مخطط تطوير السوق المالية وعصرنتها على التكفل بالحاجات الجديدة في مجال التمويل المباشر للاقتصاد الوطني من السوق، حيث تم اعتماد خمس (05) توجهات إستراتيجية كبرى كالآتي:<sup>1</sup>

- توفير موقع سهل الوصول إليه، يكون وظيفيا وعصريا بهدف احتضان مقرات المؤسسات العاملة في السوق، والتشجيع على تجمع المتعاملين الرئيسيين في النشاط الخاص بالسندات من أجل توفير الظروف الملائمة للمبادلات العلنكية وبروز ساحة مالية ذات بعد إقليمي.
- التعجيل في احترافية ومهنية المتدخلين في السوق من خلال رفع العراقيل التي تعيق تطور السوق وإبرام شراكة بين المهنيين في مجال السندات وأصحاب البنوك على مستوى الساحة المالية.
- الإسراع في تأهيل المتعاملين، الأنظمة، الإجراءات والتنظيمات الموجودة في الساحة المالية على ضوء المعايير الدولية بغية توفير الظروف الضرورية لتحقيق نجاح، أمن وفعالية جميع المهنيين، المصدرين والمستثمرين على مستوى السوق المالية.

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، 2010، ص: 90.

- استحداث ظروف جديدة على الصعيد القانوني، التنظيمي والجبائي للتمكين من تحقيق ازدهار السوق المالية بفضل إصدار سندات رأسمال جديدة تتأتى من الشركات المزمع خوصصتها، إنشاؤها أو تلك الصغيرة والمتوسطة.

- تحضير عمليات خوصصة ذات الحجم الكبير من طرف بورصة الجزائر ورفع رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذلك تمويل عملية إنشاء مؤسسات جديدة.

تنفيذ هذا المخطط يتطلب الاستفادة من الخبرة الأجنبية في مجال الأسواق المالية، بغية تحسين صورة السوق والمتعاملين فيه (المتدخلون والمهنيون في السوق، إصدار السندات، تنظيمات السوق، التسويق والاتصال في المجال المالي)، إضافة إلى تكييف قانون البورصة ليلئم القوانين الدولية المتعامل بها.

من بين الإصلاحات التي تم تبنيها هو فتح صحن خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بغية تسهيل عملية تمويلها وتوسعها، وكذا مرافقتها خلال عملية إنشائها.

## 2- نشأة سوق الأوراق المالية البديلة

تم إنشاء سوق الأوراق المالية البديلة الموجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سنة 2012، بناء على لوائح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-012 المؤرخة في 12 جانفي من عام 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.<sup>1</sup>

يتيح هذا السوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إمكانية تمويل انطلاقها، أو توسعة نشاطها عن طريق اللجوء إلى البورصة بعرض أسهمها للاكتتاب العام عن طريق النداء العلني للادخار.

يتميز السوق المخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة جديدة تتمثل في وظيفة المرافق الذي يدعى المتعهد بالترقية في البورصة، والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوق يطبع هذا السوق.

## 3- المتعهد بالترقية في البورصة

المتعهد بالترقية في البورصة وظيفة جديدة، تم إنشاؤها تزامنا مع فتح السوق البديلة المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر، تتمثل مهمته الأساسية في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها على مستوى بورصة الجزائر.

يختلف الوضع القانوني للمتعهد بالترقية في البورصة عن الوسيط في عمليات البورصة الذي تعتمده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لممارسة عدد من لنشاطات (التداول، التوظيف، المقابلة، تسيير الحافظة، ...إلخ)، فهو يعتبر شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، فهو يتدخل لمرافقتها في التحضير لتسعيرها في

<sup>1</sup> النظام رقم 01-012 المؤرخة في 12 جانفي من عام 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام

لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 41 الصادرة بتاريخ 15 جويلية 2012.

البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة، إضافة لتقديم الخدمات الإعلامية في مجال التحليل والاستشارة وتدقيق الحسابات وفي المجال القانوني والمالي، وهو مختص في العمليات المتعلقة بالأمد الطويل.<sup>1</sup>

يعتبر وجود المتعهد بالترقية في البورصة إلزاميا على كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في تسعير أصولها على مستوى السوق البديل، حيث يساهم في احترام ووفاء المؤسسة بالتزاماتها اتجاه السوق وخاصة تلك المتعلقة بالشفافية ونشر كافة المعلومات المالية التي من شأنها التأثير على تسعير أصولها.

إنشاء هذه الوظيفة الجديدة على مستوى السوق المالي في الجزائر الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من شأنه أن يمنح ثقة أكبر لمختلف المستثمرين الماليين في البورصة، إذ أنه يقوم بترقية السندات طوال فترة تواجد المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في السوق المالية البديلة.

يمكن لكل من الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين، البنوك والمؤسسات المالية، شركات الاستشارة في المالية والقانون وإستراتيجية المؤسسة التي تملك خبرة واسعة أن تقوم بمهمة المتعهد بالترقية في البورصة.<sup>2</sup>

يكون المتعهد بالترقية في البورصة مسؤولا خصوصا عن بقاء سند المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة باستمرار ضمن جدول التسعيرة وعن سيولته، بفضل تزويد الساحة المالية بالمعلومات المستمرة والموثوقة والملائمة عن المؤسسة. وإذا حصل انقطاع لمسار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة فإن المتعهد بالترقية في البورصة يمكن أن يحمل المسؤولية ويمكن أن يؤدي ذلك إلى شطب اسمه من القاسمة على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.<sup>3</sup>

#### 4- أهمية سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تكمن أهمية سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الآتي:

- توفير البيئة المناسبة لتطوير ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- إعطاء حركية أكبر لبورصة الجزائر وتمكينها من لعب الدور المنوط بها في الاقتصاد الوطني.
- تعتبر وعاء لتجميع المدخرات المحلية وتوزيعها نحو القطاعات والمؤسسات المنتجة بما يضمن حسن استثمارها ويزيد من نجاعتها.
- المساهمة في فتح رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية وخصصتها.

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة 2010، ص: 20.

<sup>2</sup> المادة 46-2 من النظام رقم 01-012 المؤرخة في 12 جانفي من عام 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03

المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 41 الصادرة بتاريخ 15 جويلية 2012.

<sup>3</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة 2010، ص: 20.

- إتاحة إمكانية التوسع الخارجي أمام المؤسسات من خلال اقتناء أسهم مؤسسات أخرى.
- تعزيز التمويل المباشر للاقتصاد الوطني عامة وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا، والذي يعتبر مكملا للتمويل البنكي.
- تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من موارد مالية هامة وثابتة لتمويل أصولها على المدى المتوسط والطويل.
- تحسين صورة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة أمام مختلف الأطراف المتعاملة معهم (الزبائن، الموردين، البنوك والمؤسسات المالية،... إلخ).
- تمكين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من عدة امتيازات خاصة التحفيزات الجبائية الممنوحة في حالة الدخول إلى البورصة.

#### المطلب الثاني: شروط وآليات الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم الشروط المتعلقة بإدراج أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة مع مقارنتها مع ما هو معمول به في السوق الرئيسية، وكذا أهم الإجراءات الواجب إتباعها من أجل عملية الإدراج.

#### 1- شروط الإدراج في السوق الرئيسي وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن عرض مقارنة ما بين شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية الرئيسية وتلك الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الجدول أدناه:

#### الجدول رقم (60): مقارنة بين شروط الإدراج في السوق الرئيسي وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عنصر المقارنة	السوق الرئيسي	سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
الطبيعة القانونية	شركة ذات أسهم	شركة ذات أسهم
رأس المال الأدنى	500 000 000 دج	لا يوجد حد أدنى
رأس المال الأدنى الموزع على الجمهور	20 %	10 %
القوائم المالية المصادق عليها والمنشورة	3 سنوات الأخيرة ولا بد أن تكون نتيجة السنة الأخيرة موجبة	السنتين (02) التي تسبق العملية
وحدة للمرجعة الداخلية	ضرورة لعملية الإدراج	ضرورة لعملية الإدراج + تعيين متعهد بالترقية في البورصة لمدة 5 سنوات
عدد حاملي الأسهم عند تاريخ التسعير	150 مساهما	50 مساهما أو 3 مستثمرين مؤسساتيين

Source : Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Introduction en bourse**, sans année d'édition, P : 5.

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أعلاه هو تخفيف شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى السوق البديل، مقارنة مع ما هو معمول به على مستوى السوق الرئيسي الموجه للمؤسسات الكبيرة.

فكلا السوقيين موجه للمؤسسات التي تحمل الصيغة القانونية "شركة ذات أسهم"، غير أن رأس المال الأدنى المطلوب يختلف، حيث يشترط على المؤسسات الكبيرة رأس مال قدره 500 مليون دج، على عكس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يشترط أي قدر معين لرأس مالها إلا ما نص عليه القانون التجاري الساري المفعول والذي حدد رأس المال الأدنى للشركة ذات الأسهم الراجبة في القيام بعملية النداء العلني للادخار في حدود 5 مليون دج.

يشترط على المؤسسات الكبيرة الراجبة في تسعير أصولها على مستوى السوق الرئيسي أن تقوم بتوزيع 20 % من رأسمالها على الجمهور، في حين لا تتعدى هذه النسبة عتبة 10 % بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

كما أنه يجب على المؤسسات الكبيرة نشر القوائم المالية المصادق عليها من طرف خبير محاسبي للسنوات الثلاث التي تسبق عملية الإدراج في البورصة، مع ضرورة أن تكون نتيجة السنة الأخيرة عبارة ربح، في حين أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مطالبة فقط بنشر القوائم والمعلومات المالية لسنتين فقط (هذا الشرط لا يؤخذ بعين الاعتبار في حالة مؤسسة قيد التأسيس أو الحصول على ترخيص من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها).

يجب على المؤسسات الراجبة في الدخول إلى البورصة امتلاك وحدة للمراجعة الداخلية سواء بالنسبة للمؤسسات الكبيرة أو تلك الصغيرة والمتوسطة.

أما بالنسبة لعدد حاملي الأسهم عند تاريخ أول عملية تسعير في البورصة، فهو في حدود 150 مساهما للمؤسسات الكبيرة، و50 مساهما فقط للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو 03 مستثمرين مؤسستيين (الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية، شركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيرة للأصول).

يشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعيين متعهد بالترقية في البورصة عكس المؤسسات الكبيرة الغير ملزمة بذلك، وهذا من أجل مرافقتها وتسهيل عملية إدراج أصولها.

يتضح مما سبق الشروط المخففة الخاصة بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية البديلة، بما يتماشى وخصوصيتها ويراعي ميزات من حيث الحجم وقلة مواردها المالية.

هذا، ويمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة أن تطلب عملية نقلها إلى السوق الرئيسية في حالة إفائها بمتطلبات الإدراج في هذا السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> المادة 46-7 من النظام رقم 01-012 المؤرخة في 12 جانفي من عام 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03

المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 41 الصادرة بتاريخ 15 جويلية 2012.

## 2- إجراءات قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق البديلة (Marché alternatif)

يمكن عرض أهم إجراءات قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية البديلة من خلال المراحل الآتية:<sup>1</sup>

### 2-1-1- مرحلة ما قبل الإدراج

يتم من خلال هذه العملية بيع الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسة لمختلف المستثمرين في البورصة (الجمهور والمستثمرين المؤسساتيين)، وهذا وفق الترتيب الآتي:

#### 2-1-1-1- القرار بإجراء العملية

يتم الترخيص بإجراء العملية من طرف الجمعية العامة الاستثنائية فقط، التي تعتبر المخول الوحيد بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار.

#### 2-1-1-2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم

ينبغي على المؤسسة الاستجابة للمتطلبات القانونية لعملية الإدراج من خلال القيام بالتعديلات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال.

#### 2-1-1-3- تقييم الشركة

يجب على المؤسسة القيام بتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي جهة أخرى تعترف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتقييمه.

من خلال هذه العملية، يتم تحديد قيمة أسهم المؤسسة، والتي يتم من خلالها بيع أسهم المؤسسة.

### 2-1-1-4- اختيار الوسيط أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تقوم المؤسسة المصدرة للأوراق المالية باختيار أحد الوسطاء في البورصة ليكون قائدا للفريق (Chef du file)، حيث يقوم بالتنسيق مع باقي الوسطاء في البورصة (أعضاء نقابة التوظيف) من أجل زيادة فرص نجاح عملية الاكتتاب على سندات المؤسسة.

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فينبغي لها تعيين مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات.

#### 2-1-1-5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية

تقوم المؤسسة بإعداد مذكرة إعلامية تقدمها للجنة تنظيم عمليات لبورصة ومراقبتها، تحتوي كافة المعلومات والتفاصيل ذات الصلة بأنشطة المؤسسة، وضعها المالي، إستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر والشكل القانوني).

<sup>1</sup> Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, **Introduction en bourse**, sans année d'édition, P p : 6-9.

**2-1-6- إيداع ملف طلب القبول**

بعد العمليات السابقة، يتم تقديم طلب القبول من أجل إصدار الأوراق المالية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مصحوبا بعدد من الوثائق المنصوص عليها في التعليم رقم 01-98 المؤرخة في 30 أبريل 1998.

**2-1-7- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**

بعد وضع ملف طلب القبول من طرف المؤسسة، تقوم اللجنة بدراسة الملف من أجل منح التأشيرة في أجل لا يتعدى الشهرين (02).

**2-1-8- الانضمام إلى المؤتمر المركزي**

قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على المؤسسة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

**2-1-9- حملة التسويق**

من أجل زيادة فرص نجاح عملية الإصدار، تقوم المؤسسة بحملة تسويق واسعة ضمن مختلف الوسائل المتاحة لذلك (التلفاز، الإذاعة، الصحف والمذكرات الإعلامية).

**2-1-10- بيع السندات**

يتم البيع من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء مباشرة لدى وكالت البنوك التابعة لنقابة التوظيف.

**2-1-11- كشف النتائج**

في حالة استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

**2-1-12- تسوية العملية**

يقوم المؤتمر المركزي بتسوية العملية خلال مدة ثلاثة (03) أيام عمل من تاريخ كشف نتائج العملية.

**2-2- مرحلة الإدراج**

يبدأ في هذه المرحلة قيد السند في التسعيرة الرسمية، وذلك بعد حصول المؤسسة على قرار القبول من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تصدر شركة تسيير بورصة القيم في هذه المرحلة إعلانا في النشرة الرسمية للتسعير، توضح من خلالها تاريخ أول حصة تسعير وكذا سعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق.

**2-3- مرحلة ما بعد الإدراج**

وهي الخطوة التي تلي أول حصة تسعير للسند في البورصة، وهي الآتي:

### 2-3-1- عقد السيولة

يسمح للمؤسسات المسعرة في البورصة بشراء أسهمها بموجب عقد السيولة، حيث يتم توقيع العقد بين الشركة المصدرة والوسيط في عمليات البورصة، حيث يتم بموجبه تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات المصدرة وانتظام تسعيرها.

### 2-3-2- نشر المعلومات

تلزم الجهة المصدرة للسندات بعد تسعير أصولها بنشر المعلومات لإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه أن يؤثر على سعر السندات.

كما يتعين عليها أيضا نشر تقارير التسيير والكشوف المالية وإيداعها على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات.

### 3- تكلفة الدخول إلى البورصة

تنطوي عملية الدخول إلى بورصة الجزائر على عدة مصاريف، تتغير قيمتها تبعا للآتي: حجم العملية، أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة وكذا الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

وهي تشمل الأتعاب المدفوعة للمتعاملين في البورصة (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم، المؤتمن المركزي للسندات والوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق)، عمولات وأتعاب المرافقة والتوظيف والاستشارة المالية والقانونية إضافة إلى مصاريف الإشهار والاتصال. وتتلخص أهم الأتعاب في الآتي:

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: في حدود 0,075 % من مبلغ الإصدار أو العرض العلني على أن لا يتجاوز حدود خمسة (05) ملايين دج.
- شركة تسيير بورصة القيم: مبلغ العمولة محدد بنسبة 0,05 % من المبلغ الاسمي، على أن لا يتعدى حدود 2,5 مليون دج، إضافة إلى أتعاب أخرى متعلقة بتسجيل السندات في التسعير، ضمان استمرار تسعيرها ومصاريف تنظيم العرض العلني للشراء.
- المؤتمن المركزي على السندات: تقدر أتعابه بنسبة 0,01 % من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة المصدرة (ما بين 20 000 و 200 000 دج).
- الوسيط قائد الفريق: تتعلق هذه المصاريف بالخدمات التي يقدمها قائد الفريق ونقابة التوظيف للمؤسسة المصدرة، وتكون هذه الأتعاب محل مفاوضة ما بين المؤسسة ومختلف الأطراف الأخرى.

### المطلب الثالث: وضعية السوق البديلة وسبل تنشيطها

سيتم من خلال هذا المطلب عرض الوضعية الحالية لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أسباب ركود هذا السوق، وكذا أهم الآليات التي من شأنها أن تنشط سوق الأوراق المالية البديلة.

## 1- وضعية سوق الأوراق المالية البديلة

لم تشهد بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ صدور قانون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-012 المؤرخة في 12 جانفي من عام 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، والقاضي بإنشاء سوق الأوراق المالية البديلة، أي عملية إدراج لأسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا رغم التحفيزات المقدمة لها، والتسهيلات الممنوحة من خلال تخفيف شروط إدراج وتداول أوراقها المالية.

هذا الركود على مستوى سوق الأوراق المالية البديلة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما هو إلا امتداد للركود الذي يعرفه السوق المالي الرئيسي الموجهة للمؤسسات الكبيرة.

## 2- أسباب ركود سوق الأوراق المالية البديلة

يمكن توضيح أهم أسباب ركود سوق الأوراق المالية البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العناصر الآتية:

### 2-1- أسباب متعلقة بالسوق الرئيسي

جاء إنشاء سوق الأوراق المالية البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل محاولة إعطاء حركية أكبر للسوق المالية الجزائرية، والتي ميزها ما يلي:

- العدد الجد محدود من المؤسسات المسعرة فيها، إذ لم يتعدى مع نهاية سنة 2011 الثلاث (03) مؤسسات فقط، اثنتان عامتان (مؤسسة صيدال ومجمع الأوراسي) وواحدة فقط خاصة (مؤسسة أليانس للتأمينات).

- حجم وقيمة تداول ضعيفة جدا على كل الأسهم المسعرة في البورصة، نتيجة عدد أوامر البيع والشراء المحدودة المقدمة من طرف مختلف المستثمرين في هذه الأوراق (الجمهور، البنوك والمؤسسات المالية والمستثمرين المؤسساتيين،... إلخ).

- سوق سندات الدين هي الأخرى تميزت بركودها، سواء من حيث الإصدارات الموجهة لعامة الجمهور، أو حجم وقيمة التداول على هذه السندات، إذ لم يتعد مجموع السندات المسعرة مع نهاية سنة 2011 السنتين (02) فقط.

- قيمة الرسملة البورصية ضعيفة جدا، ما يعكس المساهمة المحدودة لبورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني والمؤسسات الاقتصادية على حد سواء.

هذه المعطيات تعكس الوضعية الصعبة التي تعرفها سوق الأوراق المالية الرئيسية، الناتجة أساسا عن عزوف المؤسسات العامة منها والخاصة عن الاستفادة من هذا البديل التمويلي المهم المتاح أمامهم، وكذا ضعف انتشار الثقافة البورصية في أوساط مختلف المتعاملين الاقتصاديين والجمهور الواسع خصوصا.

هذه الوضعية الصعبة لبورصة الجزائر لم تسمح بإعطاء دفعة قوية للسوق البديلة، بل وكانت سببا في ركودها هي الأخرى، خاصة وأن معظم الاقتصاديات العالمية لم تقم بإنشاء مثل هذه السوق الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا بعد أن تطورت السوق الرئيسية وعرفت رواجاً مهماً وسط المؤسسات والمستثمرين الماليين.

## 2-2- أسباب متعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بالنسبة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، فقد تميز عموما بالخصائص الآتية:

- عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لا يزال قليلا مقارنة مع الاقتصاديات العالمية والمجاورة. كما أن أغلبها عبارة عن مؤسسات مصغرة لا يتجاوز عدد عمالها العشرة (10)، بنسبة فاقت 97 %.

- المساهمة الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على مستوى حجم العمالة، القيمة المضافة والنتاج الداخلي الخام لا تزال محدودة ولم ترق إلى المستويات المنشودة.

- رغم برامج الدعم المقدمة لهذه المؤسسات، إلا أنها لم تسهم بالقدر المطلوب في تنويع الاقتصاد الوطني وخلق الثروة والخروج به من الاقتصاد الريعي القائم أساسا على قطاع المحروقات.

- رغم برامج الدعم والهيئات المساعدة على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، إلا أنها تبقى تعاني من هذا الجانب، فالعديد من هذه المؤسسات لم يتمكن من الحصول على قروض بنكية بغية تمويل مختلف احتياجاتها، الأمر الذي يعيق نمو وتوسع هذه المؤسسات.

من خلال ما سبق، يتضح أن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مازال في بداياته، سواء من حيث عددها أو مساهمتها الاقتصادية والاجتماعية، كما أن هذه الخصائص لم تسمح بعد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بالتفكير في دخول السوق المالية البديلة، وهو ما يفسر عزوف هذه المؤسسات عن الدخول إلى السوق ما يعكس حالة الركود في السوق البديل.

إضافة إلى الأسباب السابقة، يمكن إضافة أسباب أخرى تتعلق بضعف الثقافة البورصية لدى مختلف المتعاملين الاقتصاديين، وكذا ضعف التشريعات والتنظيمات المتعلقة بالجانب المالي والبورصي، إضافة إلى مناخ الاستثمار الغير المناسب والغير محفز للاستثمارات الوطنية والأجنبية.

## 3- آليات تنشيط سوق الأوراق المالية البديلة في الجزائر

من أجل تنشيط سوق الأوراق المالية البديلة في الجزائر فإنه لا بد من العمل على ترقية الاقتصاد الوطني وقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الآتي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> الجودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 338-343، نقلا عن محمد براق، "بورصة الجزائر والشروط الأساسية

لنجاحها"، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، العدد 21، جوان 2001، ص ص: 87-102.

### 3-1- إصلاح الاقتصاد الوطني

يعتبر المحيط الاقتصادي الملئم من الشروط الضرورية لتطور سوق الأوراق المالية، ويتم ذلك بإتباع سياسة اقتصادية واضحة، تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية وإعطاء دور الريادة للقطاع الخاص بما فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية المستدامة، من خلال توفير مناخ الاستثمار المطمئن والمشجع لجلب رؤوس الأموال المعروضة.

ولا يتم ذلك إلا من خلال:

- تدعيم إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وتحفيزها من أجل الدخول إلى البورصة قصد تمويل انطلاقتها ومختلف عمليات توسعتها.
- إنشاء أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة، وتحويل أنواع الشركات الأخرى إلى شركات مساهمة، ما يمكنها من طرح أسهمها للاكتتاب العام.
- اعتماد نظام اقتصاد السوق كخيار استراتيجي، إذ أثبتت التجارب الدولية أن البورصات الأكثر تطورا وفاعلية كانت في دول تتبنى اقتصاد السوق.
- توفير الشروط التقنية لبورصة الجزائر حتى تتمكن من جذب الأصول والمدخرات المالية.

### 3-2- رفع الدخل الحقيقي والوعي الادخاري للأفراد

ينبغي العمل على رفع القدرة الشرائية للمواطنين من خلال زيادة دخولهم الحقيقية، ذلك أن هذه الزيادة تكون موجهة للادخار أكثر منها للاستهلاك، الأمر الذي ينعكس على حجم الأموال المعروضة وبالتالي إمكانية استثمار هذه الفوائض في اقتناء أصول مالية من البورصة.

ومن أجل رفع هذه الدخول الحقيقية فإنه لا بد من مراجعة سلم الأجور والتحكم في ظاهرة التضخم، وكذا حماية العملة الوطنية خاصة في ظل التخفيضات المتواصلة في قيمة الدينار الجزائري.

ينبغي العمل على رفع الوعي الادخاري للأفراد، من خلال استثمار مدخراتهم في شتى مجالات الاستثمار بما فيها المالي منها (الاستثمار في الأوراق المالية على مستوى البورصة)، ذلك أن بقاء هذه المدخرات عاطلة ومكتنزة من قبل الأفراد يؤدي إلى خروجها من دائرة الاقتصاد وتعطيل موارده.

### 3-3- الانفتاح على الجمهور وتنويع الأوراق المالية المتداولة

ينبغي على المؤسسات الاقتصادية العامة منها والخاصة، الكبيرة منها والصغيرة والمتوسطة التوجه أكثر نحو الجمهور الواسع من أجل رفع الأموال التي تحتاجها من خلال الآليات التي تتيحها بورصة الجزائر بمختلف أقسامها، ذلك أن البورصات الأكثر تطورا تتميز بعدد كبير من المتعاملين فيها، سواء بصفته كمصدرين، عارضين أو طالبين للأوراق المالية.

كثرة الأوراق المالية المتداولة، العارضين والطالبين لها سيمنح للمستثمرين الماليين تطمينات حول سيولة أصولهم وإمكانية تحويلها إلى سيولة بسرعة كبيرة، إضافة إلى إمكانية تنويع محافظهم المالية بما يضمن تعظيم العائد وتقليل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار.

كم ينبغي كذلك اعتماد أدوات التعامل الإسلامي في البورصة (الأدوات الغير ربوية)، ذلك أن شريحة كبيرة من أفراد المجتمع تمتنع عن التعامل بالأوراق المالية قيد التداول لأسباب دينية محضة.

### 3-4- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة

تعتبر عملية نشر المعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسات المدرجة في البورصة من الأمور الجد مهمة بالنسبة لمختلف المتعاملين الاقتصاديين، ذلك أن هذه المعلومات يمكن أن تنعكس بصورة مباشرة على أسعار الأوراق المالية المسعرة في البورصة.

وعليه، ومن أجل الرفع من كفاءة البورصة فإنه لا بد من ضمان نشر كافة المعلومات عن المؤسسات المدرجة في السوق والتأكد من مصداقيتها، ووضع قوانين تحدد هذه العملية.

### 3-5- وجود جهاز مصرفي متكامل

يعتبر وجود جهاز مصرفي متكامل من العناصر المهمة لترقية وتطور سوق الأوراق المالية، كما ينبغي له أن يتصف بالمرونة والقدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية على نحو يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية وتوفير السيولة اللازمة لإتمام مختلف الصفقات والعمليات المرتبطة بعمليات الوساطة المالية.

ومن خلال ما سبق، يمكن تنشيط بورصة الجزائر وسوق الأوراق المالية البديلة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأمر الذي يمكن سوق الأوراق المالية من تأدية الدور المنوط به في الاقتصاد الوطني، بضمان تمويل التنمية المحلية والمؤسسات الاقتصادية، وكمؤشر يعكس الوضعية الحقيقية للاقتصاد الوطني.

### خلاصة الفصل الخامس

لقد تم من خلال هذا الفصل عرض واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر وتمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث جاء المبحث الأول لتقديم سوق الأوراق المالية في الجزائر، حيث تم التطرق لظروف ودوافع نشأتها وكذا دورها في الحياة الاقتصادية، إضافة إلى الهيئات المنظمة للسوق ممثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات، وكذا أهم المتدخلين في السوق المالية والعمليات التي يقومون بها على مستوى السوق، إضافة إلى بعض الأرقام التي تعكس نشاط السوق.

أما المبحث الثاني فجاء لإلقاء الضوء بنوع من التفصيل على وضعية الأسواق الفرعية لبورصة الجزائر، حيث تم أولاً عرض وضعية السوق الرئيسية للأسهم بتقديم المؤسسات المدرجة، خصائص عمليات الإدراج، وكذا حجم وقيمة التبادل في بورصة الجزائر، ليتم التعرّيج على سوق السندات من خلال توضيح شروط الإدراج في هذه السوق، أهم العمليات التي تمت على مستوى السوق وكذا حجم وقيمة التبادل على سندات الدين المسعرة، ليتم في الأخير عرض وضعية سوق سندات الخزينة العمومية.

أما المبحث الأخير، فقد خصص للتعريف بالسوق البديلة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تم أولاً التطرق لظروف نشأة هذه السوق وأهميتها بالنسبة لهذه المؤسسات، وكذا شروط وآليات الإدراج في هذه السوق، إجراءات السوق وتكلفة ذلك، ليتم في الأخير عرض وضعية هذه السوق وأسباب الركود التي تعرفها، إضافة لبعض الآليات التي من شأنها تنشيط السوق.

وقد تم من خلال هذا الفصل الوصول إلى النتائج الرئيسية الآتية:

- ما تزال سوق الأوراق المالية الرئيسية في الجزائر ضعيفة وجد محدودة من حيث عدد المؤسسات المدرجة فيها، وكذا حجم وقيمة التداول على مختلف الأوراق المسعرة فيها.
- مساهمة بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني عموماً والمؤسسات الاقتصادية خصوصاً ضعيفة جداً مقارنة مع دول الجوار خصوصاً، ويتجلى ذلك من خلال العدد المحدود للمؤسسات المدرجة، قلة عدد القروض السندية وكذا الحجم الضعيف لسندات قروض الخزينة العمومية.
- تعمل الجزائر على تنشيط السوق المالية وزيادة حركيتها، وهذا من خلال زيادة عدد المؤسسات المدرجة فيها، حيث تم الترخيص لعدد من المؤسسات العمومية للدخول إلى بورصة الجزائر من طرف مجلس مساهمات الدولة.
- جاء إنشاء السوق البديلة في الجزائر في ظل الركود الذي تعرفه السوق الرئيسية، وهو الأمر الذي انعكس عليها بالسلب.
- من أجل إنجاح وتنشيط السوق البديلة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإنه يجب العمل على ترقية السوق الرئيسية أولاً، ذلك أن التجارب الدولية أثبتت أن إنشاء هذه السوق لم يتم إلا بعد رواج وتطور السوق الرئيسية، إضافة إلى العمل على إرساء نوع من الثقة في هذا الجهاز التمويلي المهم بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين.

**الفصل السادس: دراسة وتحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل البورصي**

**المبحث الأول: منهج وأسلوب الدراسة الميدانية؛**

**المبحث الثاني: التحليل الوصفي لبيانات الدراسة الميدانية؛**

**المبحث الثالث: التحليل الإحصائي وعرض نتائج واقتراحات الدراسة الميدانية.**

## الفصل السادس: دراسة وتحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل

### البورصي

#### المقدمة

لقد تم من خلال هذه الرسالة عرض الطرق والآليات التي تمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الولوج إلى سوق الأوراق المالية البديلة، والتي تمثل فضاء ماليا مناسباً لهذه المؤسسات لجمع المدخرات وتمويل الاحتياجات الاستثمارية على المدى الطويل، كون أن هذه السوق تراعي خصوصيتها وتكيف شروطها وفق ما تقتضيه طبيعة هذه المؤسسات.

ورغم أن الجزائر سارت على نهج الدول المتطورة والسائرة في طريق النمو والتي سبقتها في اعتماد مثل هذه الأسواق، إلا أن سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يبقى بدون أي نشاط يذكر، الأمر الذي يستدعي البحث عن أسباب ذلك والآليات التي من شأنها تحريك هذه السوق وزيادة نشاطها.

وعليه، جاء هذا الفصل لدراسة وتحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة، مستوى المعرفة التي يمتلكها مسيرو ومالكو هذه المؤسسات عن البورصة، وعن الأسباب التي تحول دون دخولهم إلى هذه السوق والاستفادة من المزايا العديدة التي تتيحها.

ومنه، سيتم من خلال هذا الفصل، توضيح مختلف مراحل الدراسة الميدانية من حيث كيفية اختيار مجتمع الدراسة وعينة الدراسة، تصميم الاستبيان، وسائل جمع البيانات، عمليات التبويب والترميز، وكذا الاختبارات المختلفة من أجل تحديد صدق وثبات متغيرات الدراسة واختبار فرضيات الدراسة الميدانية.

ومن خلال ما سبق، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الآتية:

- منهج وأسلوب الدراسة الميدانية؛
- التحليل الوصفي لبيانات الدراسة الميدانية؛
- التحليل الإحصائي وعرض نتائج واقتراحات الدراسة الميدانية.

### المبحث الأول: منهج وأسلوب الدراسة الميدانية

سيتم من خلال هذا المبحث عرض النقاط الآتية:

- هدف الدراسة الميدانية ومتغيراتها؛
- إجراءات الدراسة الميدانية؛
- فروض الدراسة الميدانية وحدودها.

#### المطلب الأول: هدف الدراسة الميدانية ومتغيراتها

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق للعناصر الآتية:

##### 1- هدف الدراسة الميدانية

تهدف الدراسة الميدانية إلى إدراك جملة من الأهداف المتعلقة بخصائص وسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، والتي من أهمها:

- معرفة أهم الخصائص المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وكذا مالكي ومسيري هذه المؤسسات.
- تحليل علاقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه البنوك والمؤسسات المالية، ودرجة اعتمادها على البنوك في سد عجزها المالي.
- تحديد مدى استفادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من برامج الدعم، الهيئات والصناديق المختلفة الموجهة لترقية وتطوير هذه المؤسسات.
- معرفة مدى مواكبة هذه المؤسسات للتغيرات الحاصلة على مستوى الساحة المالية وبالأخص تلك المتعلقة بفتح سوق مالية بديلة موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- جس نبض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه الشروط المفروضة من طرف بورصة الجزائر للدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.
- تحديد مدى معرفة مسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بالبورصة والهيئات المسيرة لها.

##### 2- متغيرات الدراسة الميدانية

يمكن عرض متغيرات الدراسة الميدانية في العناصر الآتية:

##### 1-2- متغيرات متعلقة بخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تضم هذه المجموعة كل من طبيعة المؤسسة ونشاطها، عدد العمال، عمر المؤسسة وطبيعتها القانونية.

##### 2-2- متغيرات متعلقة بمسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تضم هذه المجموعة المتغيرات المتعلقة بكل من الجنس، العمر، المستوى التعليمي، الخبرة المهنية، طبيعة المسير وكذا درجة تشاوره من أجل اتخاذ القرارات داخل المؤسسة.

### 2-3- متغيرات متعلقة بطبيعة علاقة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع البنك والهيئات لموجهة لترقيتها

تشمل هذه المتغيرات علاقة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع البنك ودرجة استفادتها منه في تمويل مختلف احتياجاتها المالية، إضافة إلى مدى استفادتها من برامج الدعم، والهيئات المكلفة بضمان قروض هذه المؤسسات.

### 2-4- متغيرات متعلقة بشروط الدخول إلى البورصة

تشمل هذه المتغيرات مختلف الشروط الواجب توافرها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل الدخول إلى السوق المالية البديلة.

### 2-5- متغيرات متعلقة بدرجة فهم المسيرين للبورصة

يقصد بهذه المتغيرات مدى استيعاب مسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لمختلف المفاهيم المتعلقة ببورصة الجزائر، سير البورصة وكذا أهم الهيئات المنظمة لها.

### 2-6- المتغير التابع

ويتمثل هذا المتغير في اتخاذ القرار بشأن دخول المؤسسة إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو عدم الدخول.

### المطلب الثاني: إجراءات الدراسة الميدانية

سيتم من خلال هذا المطلب عرض العناصر الرئيسية الآتية:

- مجتمع الدراسة الميدانية؛
- عينة الدراسة الميدانية؛
- تصميم وسائل جمع البيانات.

#### 1- مجتمع الدراسة الميدانية

يمكن تعريف مجتمع الدراسة على أنه مجموع الوحدات الإحصائية المراد دراستها والمعرفة بشكل دقيق والتي تشترك فيما بينها في الصفة الأساسية أو الصفات محل اهتمام الباحث، والتي عادة ما تتركز حولها عملية جمع البيانات وتحليلها، ويمكن أن يأخذ هذا المجتمع مجموعة من الأسر، الطلبة، المؤسسات،...إلخ.

وفي هذه الدراسة، يتمثل المجتمع المدروس في مجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وفق ما يعرفها المشرع الجزائري، والتي تنشط على مستوى الساحة الوطنية.

#### 2- عينة الدراسة

سيتم من خلال هذا العنصر عرض النقاط الآتية:

## 2-1- تعريف عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في جزء من المجتمع الإحصائي يتم استخراجها بطرق إحصائية معينة حتى تكون ممثلة للمجتمع الإحصائي أحسن تمثيل، ويتم الاعتماد عليها في الدراسة بدل المجتمع للأسباب الآتية:

- كبر حجم المجتمع المدروس، الأمر الذي يجعل من المستحيل الإحاطة الكاملة بكل أفراد المجتمع.
- ربحا للوقت والجهد، إذ أن عملية استقصاء كل الوحدات الإحصائية يتطلب وقتا طويلا يكون غير متاح في مثل هذه البحوث، إضافة إلى المشقة الكبيرة والأموال المعتبرة التي تتطلبها عملية إعداد الاستبيانات، طبعها وتوزيعها على أفراد المجتمع المستهدف.

## 2-2- طرق اختيار العينة

يتم اختيار عينة الدراسة باستعمال عدة طرق إحصائية، وهي كالآتي:

### 2-2-1- الطرق الاحتمالية

تسمى هذه الطريقة بالطريقة العشوائية كذلك، وهي تسمح بالحصول على عينات ممثلة للمجتمع المدروس، حيث يكون احتمال سحب أي مفردة معروفا مسبقا، ومتساويا بالنسبة لكل أفراد المجتمع.

ويمكن التمييز بين عدة أنواع للعينة العشوائية (العينة الاحتمالية)، والتي يمكن إيجازها في الآتي:

- عينة عشوائية بسيطة.
- عينة عشوائية منتظمة.
- عينة عشوائية طبقية.
- عينة عشوائية عنقودية (متعددة المراحل).

### 2-2-2- الطرق الغير العشوائية

تكون العينة في هذه الحالة انتقائية ولا تمثل المجتمع تمثيلا صحيحا، وإنما تتم وفق اختيار الباحث، وبالتالي لا تكون فرص ظهور أي فرد من المجتمع المدروس متساوية.

يفضل الباحثون اختيار عينة الدراسة وفق الطريقة العشوائية، ذلك أنها تضمن لهم أحسن تمثيل للمجتمع المدروس، ودقة في النتائج المتوصل إليها، مع إمكانية تعميمها على بقية أفراد المجتمع ككل، الأمر الذي لا يتوفر في العينة غير العشوائية.

وتنقسم العينة غير العشوائية إلى:

- العينة العرضية.
- العينة القصدية.
- العينة النمطية.
- عينة الخبراء.
- عينة الحصة.

- العينة غير المتجانسة.

- عينة كرة الثلج.

### 2-3- طريقة اختيار عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، والتي قدر عددها بحوالي 48 مؤسسة، تنشط على مستوى ولاية الجزائر العاصمة وضواحيها، تم اختيارها عشوائيا، حيث تم توزيع الاستبيانات على مالكي أو مسيري هذه المؤسسات.

تم الاعتماد على طريقة العينة العشوائية الطبقية لاختيار عينة الدراسة، إذ تم اختيار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة على مستوى الجزائر العاصمة وضواحيها بناء على مجال نشاطها، وهذا من أجل ضمان أحسن تمثيل للمجتمع المدروس.

### 3- تصميم وسائل جمع البيانات

تم جمع بيانات الدراسة الميدانية من خلال توزيع قائمة استقصاء على مجموعة من مالكي ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، حيث تم إعداد الاستبيان بناء على ما تم عرضه في الجانب النظري، وبطريقة تمكن من تحقيق أهداف الدراسة الميدانية من جهة، ومن جهة أخرى اختبار الفروض المعدة مسبقا.

تم إعداد أسئلة الاستبيان لتكون سهلة، واضحة ومفهومة من طرف مسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مهما كان مستواهم التعليمي. وقد تم هذا بالاستعانة ببعض الخبراء والأساتذة المختصين في إعداد وتحليل الاستبيانات، وهو ما مكن من الحصول على قائمة الاستبيان النهائية الواردة في الملحق رقم (03).

### 3-1- جمع البيانات

تمت عملية جمع بيانات الدراسة الميدانية من خلال الاعتماد على مجموعة من الوسائل، والتي كانت كالآتي:

- المقابلة الشخصية مع ملاك أو مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو ما مكن من تحصيل أكبر قدر ممكن من المعلومات المتعلقة بالموضوع وكذا شرح بعض المصطلحات والأسئلة التي يصعب على مالكي هذه المؤسسات الإجابة عليها نظرا لمحدودية مستواهم التعليمي من جهة، ونقص معرفتهم بالمجال المالي والبنكي بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة.

- تم جمع البيانات المتعلقة بالدراسة كذلك عن طريق استخدام البريد الإلكتروني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورغم العدد الجدد محدود من الردود المستقبلية عن طريق هذه الطريقة، إلا أنها كانت مفيدة في توسيع حجم عينة الدراسة، ما يعزز من تمثيل العينة لمجتمع الدراسة ويزيد من مصداقية الدراسة والنتائج المحصل عليها.

- تم جمع جزء لا بأس به من بيانات الدراسة الميدانية من خلال المعارض المقامة على مستوى الجزائر العاصمة، والمخصصة لعرض منتجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والاحتكاك مع المؤسسات الأخرى، إذ مكنت هذه المعارض من الالتقاء المباشر مع ملاك هذه

المؤسسات، الأمر الذي سهل من تجاوبهم ومساهماتهم في هذه الدراسة من خلال ملء الاستبيانات المقدمة لهم.

### 3-2- مراجعة وترميز البيانات

بعد الانتهاء من جمع بيانات الدراسة الميدانية، تأتي مرحلة مراجعة الاستبيانات المستلمة، والتأكد من استيفائها للشروط خاصة تلك المتعلقة باكتمال البيانات من خلال الإجابة على كل أسئلة الاستبيان، وهو ما سيمكن من التحليل الجيد والمناسب لهذه البيانات للوصول إلى نتائج منطقية.

أما عملية الترميز فيقصد بها منح رمز أو رقم لكل سؤال وكذا الإجابات الممكنة له، الأمر الذي يسهل عملية إدخال هذه الأسئلة وأجوبتها في البرامج المخصصة لتحليل البيانات الإحصائية، ما يمكن من الاستغلال الأمثل لهذه المعطيات.

### 3-3- تبويب وتحليل البيانات

بعد جمع وترميز البيانات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية محل الدراسة، تأتي مرحلة تحليل هذه البيانات من أجل خدمة أغراض الدراسة الميدانية، حيث تمت عملية التبويب والتحليل باستخدام برامج إحصائية مخصصة لهذا الغرض، والتي من أشهرها مجموعة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية والمعروف اختصارا باسم SPSS (Statistical Package For Social Sciences)، إضافة إلى برنامج إكسل Excel من مجموعة ميكروسوفت أوفيس Microsoft Office.

تمت عملية تحليل البيانات باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية المعروفة، والمستخدمة في الدراسات المشابهة، والتي من أهمها أساليب الإحصاء الوصفي المتمثلة في التكرارات المطلقة والنسبية، التمثيلات البيانية، ... إلخ، وأساليب اختبار الفرضيات ودرجات الارتباط.

### المطلب الثالث: فروض الدراسة الميدانية وحدودها

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى النقطتين الآتيتين:

- فروض الدراسة الميدانية؛

- حدود الدراسة الميدانية.

#### 1- فروض الدراسة الميدانية

يمكن صياغة فروض الدراسة الميدانية، والتي سيتم اختبارها من خلال تحليل نتائج الاستبيان في العناصر الآتية:

- تؤثر كل من الطبيعة القانونية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة، حجمها، مجال نشاطها ومدة ممارستها له على قرار الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.

- تؤثر طبيعة المسير، مستواه التعليمي وخبرته في مجال الإدارة والتسيير على قرار دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى سوق الأوراق المالية البديلة.

- عدم القدرة على تحصيل قروض بنكية أو الاستفادة من مختلف برامج وهيئات الدعم الموجهة لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يقود هذه المؤسسات للتفكير في دخول سوق

الأوراق المالية البديلة بالجزائر من أجل تحصيل الأموال التي تحتاجها لممارسة نشاطها وتوسعته.

- نقص معرفة مسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بالبورصة ومختلف المفاهيم المتعلقة بها، الهيئات المشرفة عليها وآليات عملها يقلص من إمكانية دخول هذه المؤسسات لسوق الأوراق المالية البديلة.

- تعتبر الشروط المتعلقة بالدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تم وضعها من طرف السلطات المشرفة على سوق الأوراق المالية بالجزائر في متناول هذه المؤسسات ويمكنها الاستجابة لها.

## 2- حدود الدراسة الميدانية

يمكن عرض حدود الدراسة الميدانية في النقاط الآتية:

- شملت الدراسة الميدانية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دون غيرها من المؤسسات الأخرى، حيث تم الاعتماد على عينة تتكون من ثمانية وأربعين (48) مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية، إذ تم الاكتفاء بهذا القدر نظرا للصعوبات المتعلقة بالوصول إلى مالكي ومسيري هذه المؤسسات، هذا من جهة، ومن جهة أخرى للحدود المفروضة على الباحث المتمثلة في الوقت.

- تم اعتماد معيار عدد العمال في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم استقصاؤها، مع مراعاة جانب الاستقلالية في التسيير، وهذا دون الأخذ بعين الاعتبار معيار رقم الأعمال ومجموع الميزانية، نظرا للصعوبات المتعلقة بهذين المعيارين، إذ أن أغلب المؤسسات الجزائرية تتحفظ على تقديم هذه المعلومات، نظرا لحساسيتها، عدم ثقتها ونقص تكوين مالكيها.

- تمت الدراسة الميدانية خلال سنة 2015، وهذا بعد الانتهاء من إعداد الجزء النظري والجزء المخصص للحديث عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا سوق الأوراق المالية البديلة الجزائرية.

- تم توزيع الاستبيان على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة على مستوى ولاية الجزائر العاصمة وضواحيها، نظرا لمحدودية إمكانيات الباحث من جهة، ومن جهة أخرى لتركز نشاط بورصة الجزائر على مستوى العاصمة، ما يزيد من فرص اطلاع مسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذه المنطقة على البورصة، مفاهيمها، دورها، آليات سيرها والهيئات التي تحكمها.

## المطلب الرابع: إعداد وتصميم الاستبيان

تم إعداد الاستبيان وفق الطرق العلمية المتعارف عليها في مثل هذه الدراسات الكمية، حيث تم تبسيط أسئلته قدر المستطاع حتى يتسنى لكل مالكي ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الإجابة عليها مهما كان مستواهم التعليمي وخبرتهم على المستوى التسييري. كما تم المزج بين مجموعة من الأسئلة بما يتماشى واختبار فرضيات الدراسة الميدانية، وتحقيق الأهداف المراد الوصول إليها.

وفيما يلي، المنهجية المستعملة في إعداد استبيان الدراسة الميدانية:

### 1- معلومات حول الجهة المسؤولة عن البحث

احتوى هذا الجزء من الاستبيان على المعلومات المتعلقة بالجهة التي ينتمي إليها الباحث، والمتمثلة في المدرسة العليا للتجارة، حيث تم إرفاق الرمز الرسمي للمؤسسة الجامعية.

### 2- المقدمة

يضم هذا الجزء من الاستبيان تقديم للموضوع، حيث احتوى على عنوان الدراسة، الهدف من الدراسة، معلومات متعلقة عن الباحث والجهة الرسمية التي ينتمي إليها، كما احتوى على تظمين للمجيبين عن الاستبيان حول المعالجة السرية لكل المعلومات الواردة وأنها ذات استعمال علمي أكاديمي فقط.

### 3- أسئلة الاستبيان

تم توزيع أسئلة الاستبيان على عدة مجموعات خدمة لأهداف الدراسة الميدانية، والتي كانت كالآتي:

- مجموعة الأسئلة المتعلقة بخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة، من حيث طبيعتها والنشاط الممارس من طرفها، عدد عمالها، مدة ممارستها للنشاط وشكلها القانوني.
- مجموعة الأسئلة المتعلقة بخصائص المسير من حيث الجنس، العمر، المستوى التعليمي، الخبرة المهنية، طبيعته في المؤسسة ودرجة تشاوره من أجل اتخاذ القرار.
- مجموعة الأسئلة الخاصة بعلاقة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع البنوك، من حيث مدى استفادتها من قروض بنكية.
- مجموعة الأسئلة التي تبرز العلاقة ما بين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، ومختلف الهيئات وبرامج الدعم المعتمدة من طرف الدولة للنهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- مجموعة الأسئلة المتعلقة بقدرة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية على الاستجابة للشروط الموضوعية من طرف الهيئات المشرفة من أجل الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.
- مجموعة من الأسئلة التي تبرز مدى اطلاع مالكي ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بفتح سوق لها في البورصة، المفاهيم المتعلقة بالبورصة والآليات والهيئات التي تحكمها.

تمت مراعاة المنهجية العلمية في إعداد الاستبيان، وكذا الجانب العلمي والخبرة المهنية لمالكي ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا حتى تكون الأسئلة واضحة ومفهومة من طرف الجميع، حتى يمكن جمع المعلومات الضرورية للقيام بهذه الدراسة الميدانية.

### المبحث الثاني: التحليل الوصفي لبيانات الدراسة الميدانية

بلغ عدد الاستبيانات المحصل عليها من خلال الدراسة الميدانية قرابة 55 استبيان، تمت الإجابة عليها من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة على مستوى الجزائر

العاصمة وضواحيها، وبعد المعالجة النهائية لها، تم قبول 48 استبياناً، وهذا لاستيفائها كل الشروط خاصة من حيث الإجابة على كل الأسئلة وعدم التضارب في الإجابات واختيار أكثر من إجابة لسؤال معين، في حين تم رفض قرابة السبع (07) استبيانات للعشوائية في الإجابة أو عدم الإجابة على كل الفقرات والأسئلة المقدمة لهم.

وسيم من خلال هذا المبحث توضيح الخصائص العامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة، طبيعة ملاك ومسيري هذه المؤسسات، علاقة المؤسسات مع البنوك وبرامج وهيئات الدعم الموجهة لترقيتها، معارف ملاك هذه المؤسسات ومسيريها حول البورصة والهيئات التي تسيروها وفي الأخير رأيها فيما يخص شروط الإدراج الموضوعية من طرف بورصة الجزائر والمتعلقة بدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة.

### المطلب الأول: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة

سيخصص هذا المطلب لعرض خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمكونة لعينة الدراسة من حيث طبيعة ملكيتها، النشاط الممارس من طرفها، عدد عمالها، مدة ممارستها للنشاط وطبيعتها القانونية.

#### 1- طبيعة ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن توضيح طبيعة ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية التي تم استقصاؤها من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (61): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة حسب طبيعة الملكية

النسبة (%)	العدد	ملكية المؤسسة
10,4	5	مؤسسة عامة
79,2	38	مؤسسة خاصة
10,4	5	مؤسسة مختلطة
100,0	48	المجموع

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن أغلب المؤسسات التي تم استقصاؤها هي مؤسسات خاصة بنسبة قدرت بحوالي 79,2 % من مجموع المؤسسات، أي 38 مؤسسة، في حين لم تتعد نسبة المؤسسات العامة والمختلطة (شراكة جزائرية وأجنبية) نسبة 10,4 %، أي 5 مؤسسات لكل منهما.

من خلال ما سبق، يمكن القول أن عينة الدراسة ممثلة تقريبا للمجتمع المدروس، إذ أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في الجزائر عبارة عن مؤسسات خاصة بنسبة تفوق 97 %، في حين أن عينة الدراسة الميدانية احتوت على ما يفوق 90 % من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الخاصة (79,2 % مؤسسات خاصة جزائرية و10,4 % مؤسسات خاصة مختلطة).

## 2- النشاط الممارس من طرف مؤسسات العينة

يمكن توضيح طبيعة النشاط الممارس من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم استقصاؤها من خلال الجدول أدناه:

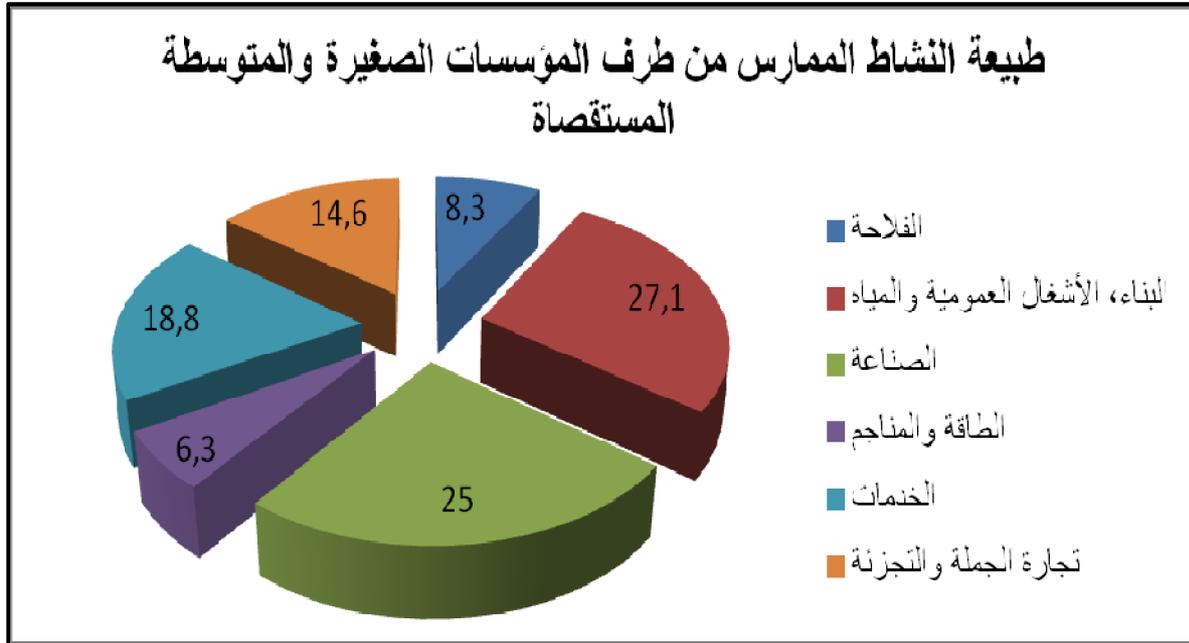
الجدول رقم (62): طبيعة النشاط الممارس من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

النسبة (%)	العدد	مجال النشاط
8,3	4	الزراعة
27,1	13	البناء، الأشغال العمومية والمياه
25,0	12	الصناعة
6,3	3	الطاقة والمناجم
18,8	9	الخدمات
14,6	7	تجارة الجملة والتجزئة
100,0	48	المجموع

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

ومن خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض التمثيل البياني الآتي:

الشكل رقم (12): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة حسب مجال نشاطها



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الجدول والتمثيل البياني أعلاه، أن قطاع البناء، الأشغال العمومية والمياه يحتل الريادة من حيث نسبة التمثيل في عينة الدراسة، إذ بلغت نسبة المؤسسات التابعة لهذا القطاع ما مقداره 27,1 % من مجموع عينة الدراسة، أي ما مجموعه 13 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، واحتل القطاع الصناعي المرتبة الثانية بنسبة 25 % من مجموع مؤسسات العينة،

أي ما يعادل 12 مؤسسة، وحل ثالثا قطاع الخدمات بنسبة تمثيل بلغت حدود 18,8 %، أي ما مقداره تسع (09) مؤسسات، بينما جاء قطاع التجارة (بالجملة والتجزئة) في المركز الرابع بنسبة بلغت 14,6 % من مجموع مؤسسات عينة الدراسة الميدانية، وهو ما يعادل سبعة (07) مؤسسات، وجاء قطاع الفلاحة والطاقة والمناجم في المركزين الخامس والسادس من حيث نسبة تمثيلهما في العينة، بنسبة 8,3 % و 6,3 % على التوالي، أي بواقع أربعة (04) وثلاثة (03) مؤسسات تواليا.

من خلال هذه النسب، يمكن القول أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم استقصاؤها هي مؤسسات بحاجة لرؤوس أموال مهمة وكبيرة، سواء من أجل تأدية مهامها أو توسعة نشاطها، في صورة المؤسسات الناشطة في القطاع الصناعي، البناء والأشغال العمومية، قطاع الطاقة والمناجم وبصورة أقل المؤسسات الناشطة في القطاع الفلاحي، حيث بلغت نسبة تمثيل هذه القطاعات ما مقداره 66,66 % من مجموع مؤسسات عينة الدراسة، وهو ما يعطي مصداقية أكبر لهذه الدراسة الميدانية، ويعزز أكثر من قيمة النتائج التي سيتم التوصل إليها لاحقا.

### 3- عدد عمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة

يمكن توضيح عدد عمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم استقصاؤها من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (63): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة حسب عدد عمالها

عدد العمال	العدد	النسبة (%)
أقل من 9 عمال	10	20,8
من 10 إلى 49 عامل	18	37,5
من 50 إلى 250 عامل	20	41,7
المجموع	48	100,0

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أغلب مؤسسات العينة الميدانية عبارة عن مؤسسات متوسطة، توظف ما بين 50 و 250 عاملا، حيث بلغ عددها ما يساوي العشرين (20) مؤسسة، أي بنسبة تمثيل بلغت حدود 42 % من مجموع المؤسسات، أما المؤسسات الصغيرة والتي توظف ما بين العشرة (10) عمال و 49 عاملا فقد حلت ثانيا من خلال 18 مؤسسة، أي ما يعادل 37 % من مجموع مؤسسات العينة، أما المؤسسات المصغرة (توظف أقل من 10 عمال) فقد حلت أخيرا بمجموع 10 مؤسسات، أي بنسبة لم تتعدى حدود 21 % من مجموع المؤسسات.

هذا التوزيع يخدم أغراض البحث، ذلك أن المؤسسات المصغرة لا تلجأ عادة للتمويل الخارجي، وتكتفي بتمويل احتياجاتها من مواردها الذاتية أو الاقتراض من الطرق غير الرسمية (الأهل، الأقارب،... إلخ)، على عكس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي يفرض

عليها حجمها اللجوء أكثر إلى الموارد المالية الخارجية على اختلاف أنواعها (البنوك والمؤسسات المالية، سوق الأوراق المالية،... إلخ)، وهذا كون مواردها الذاتية قليلة ولا تكفي لتلبية حاجياتها التمويلية.

#### 4- عمر المؤسسات المستقصاة

يمكن عرض عمر المؤسسات المستقصاة (مدة ممارسة المؤسسة لنشاطها) من خلال الجدول أدناه:

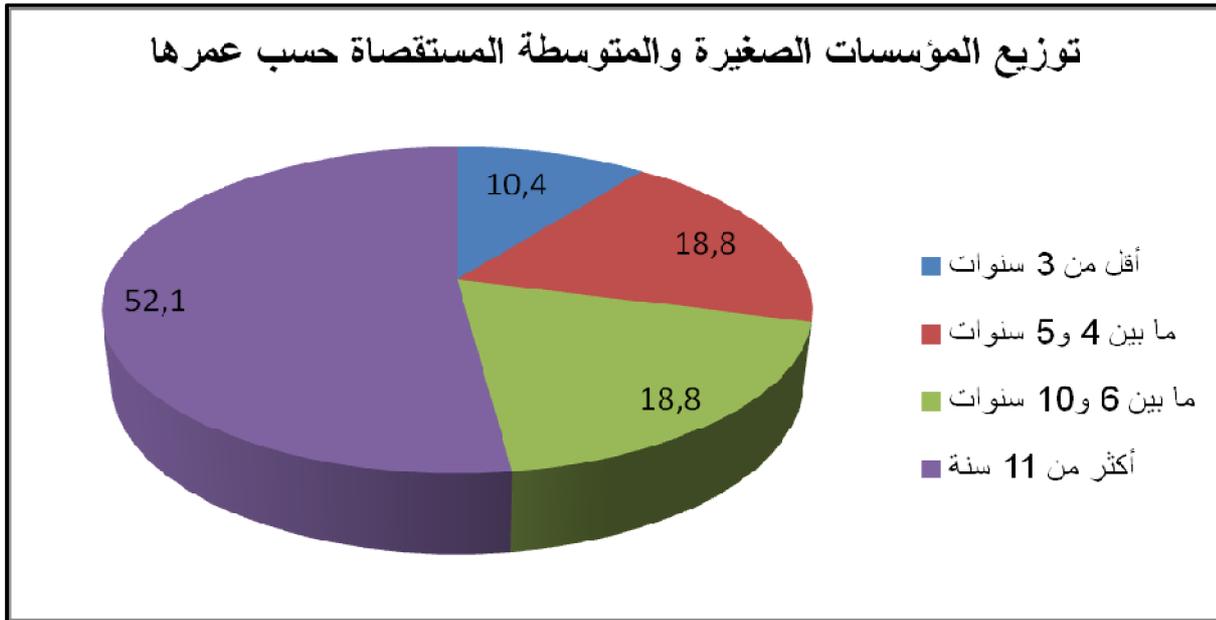
الجدول رقم (64): عمر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة

العمر	العدد	النسبة (%)
أقل من 3 سنوات	5	10,4
ما بين 4 و 5 سنوات	9	18,8
ما بين 6 و 10 سنوات	9	18,8
أكثر من 11 سنة	25	52,1
المجموع	48	100,0

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

ومن خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض التمثيل البياني الآتي:

الشكل رقم (13): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة حسب عمرها



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الجدول والتمثيل البياني أعلاه أن نسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة التي يقل عمرها عن الثلاث (03) سنوات لم تتعدى حاجز 10,4 % من

مجموع مؤسسات الدراسة الميدانية، بواقع 5 مؤسسات فقط، أما المؤسسات التي تنحصر مدة ممارستها للنشاط ما بين الأربع (04) والخمس (05) سنوات فقد قدر عددها بمجموع تسع (09) مؤسسات، أي بنسبة تمثيل قدرت بحوالي 18,8 %، وهي نفس النسبة بالنسبة للمؤسسات التي يتراوح عمرها ما بين الستة (06) سنوات والعشر (10) سنوات، أما النسبة الأكبر فقد كانت من نصيب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي مارست نشاطها لمدة تفوق الأحد عشر (11) سنة.

ما يمكن الخروج به من خلال المعطيات السابقة هو أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة عبارة عن مؤسسات تمكنت من فرض نفسها واستطاعت الصمود في السوق، إذ أن ما يقارب 90 % من هذه المؤسسات مارست نشاطها لمدة تفوق الأربع (04) سنوات. كما أن ممارسة المؤسسة لنشاطها لمدة طويلة يفتح أمامها المجال من أجل النمو والتوسع، ما يجعلها بحاجة لمصادر تمويلية جديدة من أجل تجسيد ذلك.

#### 5- الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة

يمكن عرض الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة من خلال الجدول أدناه:

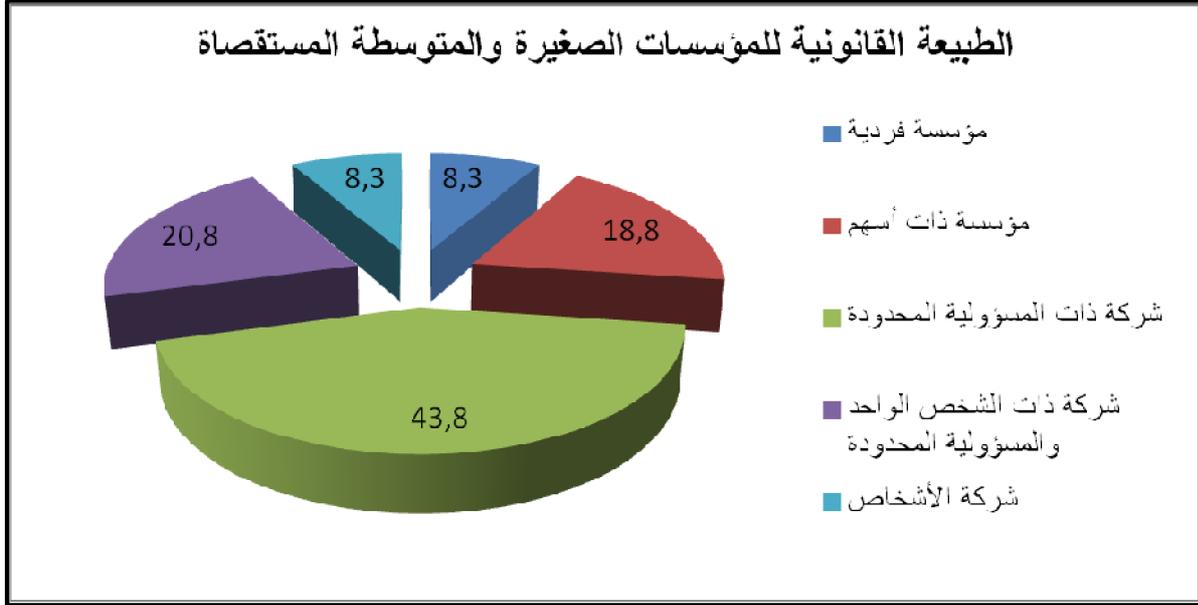
الجدول رقم (65): الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة

النسبة (%)	العدد	الطبيعة القانونية
8,3	4	مؤسسة فردية
18,8	9	شركة ذات أسهم
43,8	21	شركة ذات المسؤولية المحدودة
20,8	10	مؤسسة ذات الشخص الواحد وذات المسؤولية المحدودة
8,3	4	شركة الأشخاص
<b>100,0</b>	<b>48</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

ومن خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض التمثيل البياني الآتي:

### الشكل رقم (14): توزيع المؤسسات المستقصة حسب طبيعتها القانونية



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال ما سبق أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة هي عبارة عن مؤسسات ذات مسؤولية محدودة، إذ بلغت نسبتها 43,8 % من مجموع المؤسسات المستقصة (21 مؤسسة صغيرة ومتوسطة)، وتأتي ثانيا المؤسسات ذات الشخص الواحد والمسؤولية المحدودة بنسبة 20,8 % (10 مؤسسات)، وحلت في المركز الثالث المؤسسات ذات الأسهم بنسبة 18,8 % (09 مؤسسات)، أغلبها من المؤسسات العامة (05 مؤسسات)، في حين لم تتعدى نسبة تمثيل المؤسسات التي تحمل صفة شركات الأشخاص والشركات الفردية ما نسبته 8,3 % لكل منهما (04 مؤسسات لكل منهما).

يأتي تفضيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الخاصة للشركة ذات المسؤولية المحدودة نظرا للخصائص العديدة التي تتيحها لهذه المؤسسات، خاصة فيما يتعلق بالعناصر الآتية:

- سهولة تأسيسها مقارنة مع باقي أنواع المؤسسات الأخرى (بالأخص الشركات ذات الأسهم).
- المسؤولية المحدودة للشركاء في حدود حصصهم الاجتماعية في رأس مال المؤسسة.
- سهولة رفع أو خفض رأس مال هذه المؤسسات، والذي لا يتطلب سوى موافقة الشركاء.
- حصص الشركاء لا يجوز أن تكون ممثلة في صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية وذلك مراعاة للاعتبار الشخصي الذي تقوم عليه هذه الشركة.

#### المطلب الثاني: طبيعة ملاك ومسيري المؤسسات المستقصة

سيتم من خلال المطلب عرض خصائص الأشخاص المستقسين والمتمثلين في ملاك أو مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث الجنس، العمر، المستوى التعليمي، الخبرة المهنية، طبيعة المسير ودرجة استشارته من أجل اتخاذ مختلف القرارات.

**1- جنس ملاك ومسيري المؤسسات**

من خلال معالجة الاستبيانات التي تم جمعها، يلاحظ أنه يغلب الذكور على ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة، إذ بلغت نسبتهم ما يعادل 93,8 % (أي 45 مالك أو مسير من أصل 48)، في حين أن نسبة الإناث لم تتعد 6,2 %.

يمكن إرجاع سبب ارتفاع نسبة الذكور كمالكين أو مسيرين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى طبيعة هذه المؤسسات خاصة من حيث ملكيتها، والتي عادة ما تكون محصورة داخل أسرة واحدة، يحكمها ويديرها رب الأسرة.

**2- عمر ملاك ومسيري المؤسسات**

يمكن توضيح أعمار الفئات التي أجابت على الاستبيان من خلال الجدول أدناه:

**الجدول رقم (66): عمر ملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة**

العمر	العدد	النسبة (%)	التكرار النسبي المتجمع النازل
أقل من 25 سنة	2	4,2	100
من 26 إلى 30 سنة	4	8,3	95,8
من 31 إلى 40 سنة	10	20,8	87,5
من 41 إلى 50 سنة	13	27,1	66,7
أكبر من 51 سنة	19	39,6	39,6
<b>المجموع</b>	<b>48</b>	<b>100,0</b>	0

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أن أغلب مسيري وملاك المؤسسات المستقصاة تفوق أعمارهم الأربعين سنة، بنسبة بلغت حدود 66,7 %، منها ما يقارب 40 % من الأشخاص المستقصين أعمارهم أكثر من 51 سنة. وهو ما يدل على أن ملكية أو وظيفة تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ترجع غالبا لرب الأسرة، والذي يكون متقدما في السن.

**3- طبيعة الأشخاص المستقصين**

استبيان الدراسة الميدانية موجه خصيصا لملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، هذا ويمكن عرض النتائج المحصل عليها من معالجة البيانات التي تم جمعها من خلال الجدول أدناه:

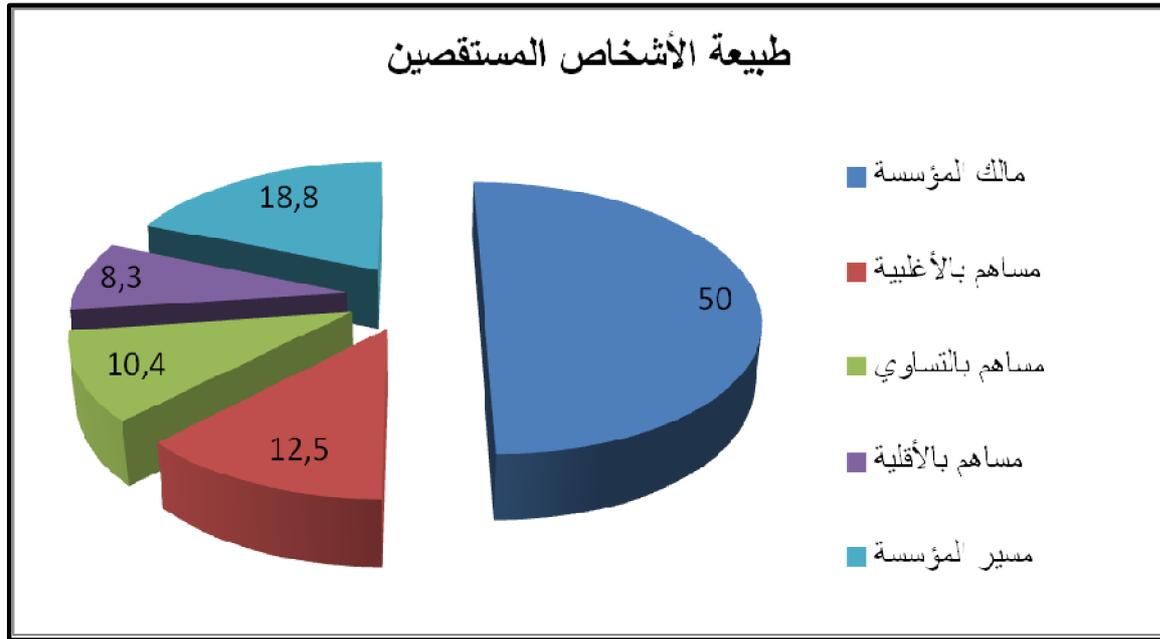
## الجدول رقم (67): طبيعة الأشخاص المستقvisيين

طبيعة الأشخاص المستقvisيين	العدد	النسبة (%)	التكرار النسبي المتجمع الصاعد
مالك المؤسسة	24	50,0	50
مساهم بالأغلبية	6	12,5	62,5
مساهم بالتساوي	5	10,4	72,9
مساهم بالأقلية	4	8,3	81,2
مسير المؤسسة	9	18,8	100
<b>المجموع</b>	<b>48</b>	<b>100,0</b>	-

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

ومن خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض التمثيل البياني الآتي:

## الشكل رقم (15): طبيعة الأشخاص المستقvisيين



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال الجدول والرسم البياني أعلاه أن نصف الأشخاص المستقvisيين هم ملاك للمؤسسات التي يديرونها، وأن أكثر من 81 % منهم مساهمون في رأس مال المؤسسات التي يديرونها، وبالتالي هذا الأمر يعطي مصداقية أكبر للأجوبة التي يعطونها خاصة تلك المتعلقة بقرار قبول مساهمين جدد في المؤسسة، وكذا الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يستخلص مما سبق أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية التابعة للقطاع الخاص تسير بنسبة كبيرة جدا من مالكيها أو أحد المساهمين فيها، وهذا حتى في غياب

المؤهلات العلمية والخبرة المهنية اللازمة لذلك، الأمر الذي قد يؤثر سلبا عليها من أجل تحقيق أهدافها.

بالنسبة لمسيري المؤسسات، فقد قدر عددهم بتسعة أشخاص (09)، بنسبة 18,8 % من مجموع الأشخاص، وهي بالضبط نسبة المؤسسات التي تحمل صفة شركة ذات أسهم، والتي تميل إلى تعيين مسيرين أكفاء، يتمتعون بالخبرة والحنكة اللازمة للتعامل مع مختلف المشاكل والتحديات التي تواجه مؤسساتهم.

#### 4- المستوى التعليمي لملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة

من خلال معالجة الاستبيانات المحصل عليها من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة، أمكن عرض الجدول الموالي الذي يمثل المستوى التعليمي لملاك ومسيري هذه المؤسسات.

#### الجدول رقم (68): المستوى التعليمي لملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة

النسبة (%)	العدد	المستوى التعليمي
18,8	9	ثانوي أو أقل
62,5	30	جامعي
18,8	9	دراسات عليا
<b>100,0</b>	<b>48</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

بناء على معطيات الجدول أعلاه، يلاحظ أن أغلب ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية المستقصاة عبارة عن أشخاص أتموا تعليمهم الجامعي وقاموا بدراسات عليا، إذ بلغت نسبة تمثيلهم في عينة الدراسة الميدانية ما مقداره 81,2 % (39 شخص من أصل 48)، أما البقية والذين يحملون مستوى ثانوي أو أقل فقد بلغ عددهم التسعة (09) أشخاص بنسبة قاربت 18,8 % من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة.

يجب الاهتمام بالمستوى التعليمي لملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، ذلك أن تكوينهم يلعب دورا جد مهم في استمرارية المؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى ضمان نموها وتطورها على الصعيد المحلي والدولي، الأمر الذي يتطلب البحث عن مصادر تمويل خارجية والمفاضلة بينها، ما يتطلب الإلمام بالمعاملات المالية للمؤسسة ومختلف البدائل التمويلية المتاحة أمامهم.

#### 5- الخبرة المهنية لملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة

يمكن عرض الخبرة المهنية لملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية المستقصاة من خلال الجدول أدناه:

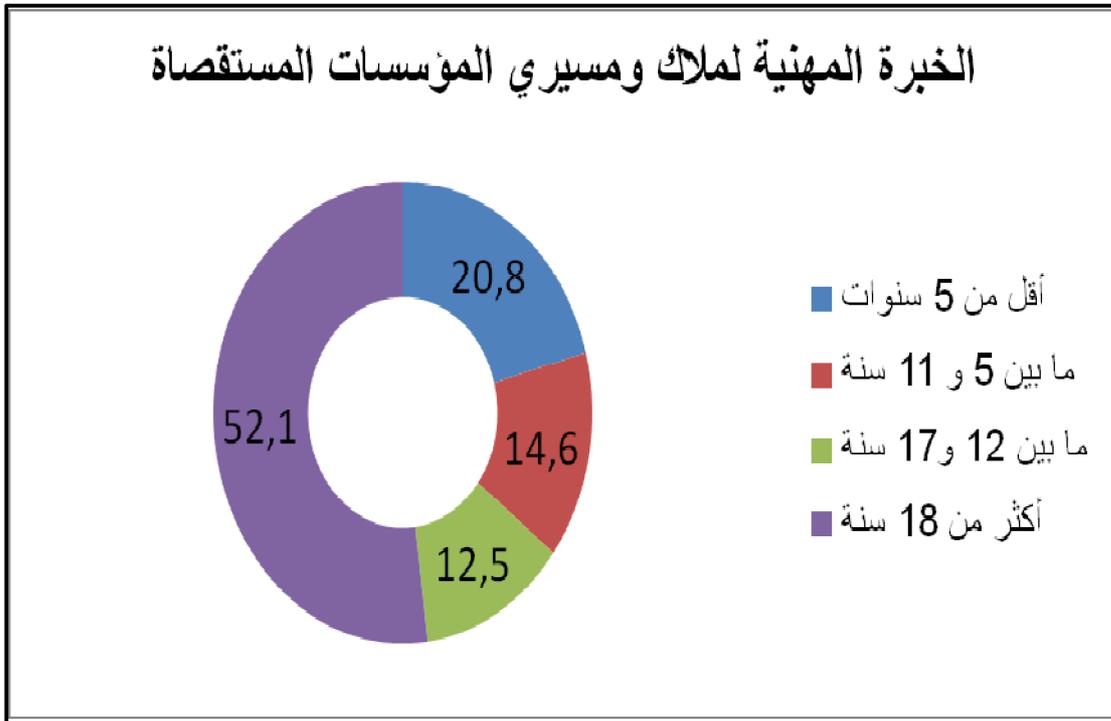
## الجدول رقم (69): الخبرة المهنية لملاك ومسيري المؤسسات المستقصاة

التكرار النسبي المتجمع النازل	النسبة (%)	العدد	الخبرة المهنية
100	20,8	10	أقل من 5 سنوات
79,2	14,6	7	ما بين 5 و 11 سنة
64,6	12,5	6	ما بين 12 و 17 سنة
52,1	52,1	25	أكثر من 18 سنة
0	100,0	48	المجموع

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

ومن خلال الجدول أعلاه، يمكن عرض التمثيل البياني الآتي:

الشكل رقم (16): الخبرة المهنية للأشخاص المستقصين



المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

الملاحظ من خلال الجدول والتمثيل البياني أعلاه أن أغلب ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية يملكون خبرة مهنية لا بأس بها في تسيير وإدارة المؤسسات، إذ أن أكثر من 52% منهم يملك خبرة تفوق 18 سنة، كما أن قرابة الثمانين بالمائة (80%) منهم يملكون خبرة مهنية تفوق الخمس (05) سنوات.

بالنسبة للأشخاص الذين يملكون خبرة مهنية أقل من خمس سنوات والمقدر عددهم بعشرة (10) أشخاص، فهم مسيرون لمؤسسات حديثة، لم يتعد مدة ممارستها للنشاط الخمس (05) سنوات، والذي يقدر عددها بأربعة عشر (14) مؤسسة صغيرة ومتوسطة.

امتلاك ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للخبرة المهنية الكبيرة يمكنهم من التحكم أكثر فأكثر في تقنيات التسيير والإدارة الحديثة، ومواجهة مختلف المشاكل التي تعيقها، خاصة تلك المتعلقة بجمع الأموال الضرورية لاستمرار حياة المؤسسة وتوسعها.

#### 6- درجة التشاور من أجل اتخاذ القرار في المؤسسات المستقصاة

الهدف من هذا السؤال هو معرفة مدى لجوء ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة لمختلف المستشارين، الإطارات والعمال في المؤسسة من أجل اتخاذ القرارات في المؤسسة، وخاصة تلك المصيرية منها، والمتعلقة بالدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على سبيل المثال.

تم طرح هذا السؤال على طريقة مقياس ليكارت، مكون من سبع (07) درجات، انطلاقاً من اتخاذ القرار بشكل فردي وإلى غاية الاستشارة قبل اتخاذ أي قرار في المؤسسة، ومن خلال معالجة الاستبيانات، تم الحصول على متوسط استشارة قدره 4,60 مع انحراف معياري قدره 1,53، وهو ما يعني أن مالك المؤسسة أو مسيرها يستشير المحيطين به (إطارات، عمال، مستشارين،... إلخ) بدرجة مقبولة إلى حد ما.

تفيد هذه الإحصائية في أن نتائج هذا الاستبيان ليست نهائية، خاصة فيما يتعلق بقرار الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة من عدمها، ذلك أنه يمكن لمالك المؤسسات تغيير رأيهم حول البورصة بعد التشاور مع مختلف الأطراف الفاعلة في المؤسسة، الأمر الذي يمكن استغلاله من خلال تعريف مختلف المتعاملين الاقتصاديين بالبورصة والامتيازات الكثيرة التي تتيحها لهم.

#### المطلب الثالث: علاقة المؤسسة مع البنك، البورصة وشروطها

سيتم من خلال هذا المطلب عرض تعامل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع البنوك والهيئات الداعمة لها، نظرتها لشروط الإدراج في السوق البديلة، مدى معرفة ملاك هذه المؤسسات للبورصة والمفاهيم المتعلقة بها، وفي الأخير قرارها بالدخول من عدمه إلى البورصة.

#### 1- علاقة المؤسسات المستقصاة مع البنوك والمؤسسات الداعمة لها

من خلال معالجة أسئلة الاستبيان، أمكن الوصول إلى النتائج الآتية:

- قرابة 73 % من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية التي تم استقصاؤها تعاني من مشاكل من أجل الحصول على قروض بنكية لتمويل دورتها للاستغلال والاستثمار، وهو ما يعكس الصعوبات التي تواجهها هذه المؤسسات جراء المعاملة التي تلقاها من طرف البنوك، وكذا الشروط التعجيزية المفروضة من طرفها خاصة فيما يتعلق بالضمانات الواجب تقديمها.
- فقط 31 % من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة تمكنت من الحصول على قروض بنكية، تنوعت بين تلك الموجهة لتمويل دورة الاستغلال، الاستثمار وقروض تطوير وتحديث المؤسسة، وهو الأمر الذي يرجع بالدرجة الأولى للصعوبات التي تواجهها هذه المؤسسات من طرف البنوك والمؤسسات المانحة للقروض.

- قرابة 69 % من المؤسسات المستقصة ترى أن الضمانات المفروضة من طرف البنوك على منح مختلف أنواع القروض غير منطقية، وتعرقل حصول هذه المؤسسات على موارد مالية تضمن لها استمراريتها وتطورها.

- من ناحية تحليل علاقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصة مع البنوك، فقد تم استعمال مقياس ليكرت من 5 درجات، بداية من العلاقة سيئة جدا وإلى غاية العلاقة جيدة جدا مع البنك، وقد كانت الإجابات كالاتي: 24 مؤسسة علاقتها سيئة أو سيئة جدا مع البنك، 17 مؤسسة كانت إيجابتها حيادية و7 مؤسسات كانت علاقتها جيدة أو جيدة جدا مع البنك، وبناء على ذلك فقد قدر متوسط الإجابات ما يقارب 2,52، وهو ما يوافق العلاقة سيئة بين المؤسسة والبنك، وهذا نتيجة الصعوبات التي تواجهها هذه المؤسسات من أجل الحصول على تمويلات مناسبة من طرف البنوك والضمانات الغير منطقية المفروضة عليها كما تبرزه الإحصائيات السابقة.

- فيما يخص استفادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خدمات مختلف الهيئات الداعمة لها والتي تم استحداثها من طرف السلطات العليا في البلاد، وخاصة تلك المتعلقة بضمان قروضها لدى البنوك والمؤسسات المالية في صورة صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وصندوق ضمان قروض الاستثمار للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد سجل من خلال تحليل الاستبيان أن ما يفوق 83 % من المؤسسات (40 مؤسسة) لم تستفد من مختلف هذه الآليات، نتيجة جهلها من جهة للخدمات المقدمة من طرفها، وكذا القصور الفادح في تعاملاتها المالية والبنكية.

- رغم العلاقة السيئة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مع البنوك ومحدودية القروض المحصل عليها، إلا أن قرابة 71 % من المؤسسات المستقصة لا تبحث عن مصادر تمويلية بديلة، وتكتفي فقط بالمدخرات الشخصية لرب العمل أو الاقتراض من جهات غير رسمية.

- قرابة 69 % من المؤسسات المستقصة على استعداد لقبول دخول شركاء جدد في المؤسسة إذ كانت الوضعية المالية للمؤسسة صعبة، وهذا نتيجة إدراكهم المسبق للصعوبات التي سيواجهونها في حالة البحث عن قروض بنكية، كما يعد مؤشرا لإمكانية دخول المؤسسة إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة الجزائر.

ومن خلال معالجة الأسئلة المتعلقة بعلاقة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بالبنك، يمكن القول أن هذه المؤسسات تعاني من أجل تحصيل القروض البنكية نتيجة علاقتها السيئة مع البنك، بسبب الصعوبات التي تواجهها والضمانات التي تراها غير منطقية.

كما أن نسبة استفادة هذه المؤسسات من مختلف الخدمات، برامج وهيئات الدعم الموجهة لترقيتها وتطويرها قليلة جدا بسبب نقص إطلاع ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة، ومن جهة أخرى لعدم معرفة مختلف الخدمات والامتيازات المقدمة لها ما يجعلها تقع في مشكلة الاختيار المعاكس.

وفي هذا الإطار، فهذه المؤسسات على استعداد لفتح ورفع رأس مالها من خلال دخول مساهمين جدد قصد تفادي تأزم وضعيتها المالية، وفتح آفاق جديدة أمامها.

## 2- شروط الإدراج في السوق البديلة

تهدف أسئلة هذا الجزء في محاولة تحديد رأي ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتجاه الشروط المفروضة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للدخول إلى السوق البديلة، وهل هي حقيقة قابلة للاستجابة من طرفها. وقد كانت وجهات نظر هذه المؤسسات كما هو مبين في الجدول أدناه:

الجدول رقم (70): رأي مالكي المؤسسات حول شروط الدخول إلى السوق البديلة في الجزائر

القرار	المتوسط الحسابي	تحقيقها		يمكن تحقيقها	تحقيقها		الشرط
		سهل جدا	سهل		صعب	صعب جدا	
يمكن تحقيقها	3,29	10	10	18	4	6	- أن تكون المؤسسة عبارة عن شركة ذات أسهم
يمكن تحقيقها	3,35	13	12	9	7	7	- رأس المال الأدنى للمؤسسة (05 مليون دج)
تحقيقها سهل	3,52	8	19	12	8	1	- رأس المال الأدنى الموزع على الجمهور في حدود 10 %
تحقيقها سهل	3,69	15	11	16	4	2	- نشر القوائم المالية المصادق عليها للسنتين الأخيرتين
يمكن تحقيقها	3,42	9	12	20	4	3	- استحداث وحدة للمراجعة الداخلية
يمكن تحقيقها	2,81	2	7	23	12	4	- تعيين متعهد بالترقية في البورصة لمدة 5 سنوات
يمكن تحقيقها	3,19	2	20	14	9	3	- عدد حملة الأسهم عند تاريخ التسعير لا يقل عن 50 مساهما أو 03 مستثمرين مؤسسيين
يمكن تحقيقها	3,06	5	13	15	10	5	- نشر المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والإفصاح المالي

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

قدر متوسط الإجابات على كل الأسئلة المتعلقة بشروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر بمقدار 2,29، وهو ما يوافق عبارة "يمكن تحقيقها" على مقياس ليكارت، أي أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ترى بأنه يمكنها الاستجابة للشروط المفروضة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حال ما إذا رغبت في الدخول إلى السوق البديلة الجزائرية.

كانت الإجابة على السؤال المتعلق برأس المال الأدنى الموزع على الجمهور ونشر القوائم المالية للمؤسسة للسنتين الأخيرتين موافقة لخانة "سهولة التحقيق" على مقياس ليكرت، ذلك أن ملاك المؤسسات على استعداد لفتح رأس مال مؤسساتهم، كما أن أغلب المؤسسات التي شملتها عينة الدراسة تفوق مدة حياتها السنتين (ما يفوق 93 % منها).

سجل شرط تعيين متعهد بالترقية في البورصة لمدة خمس (05) سنوات أدنى متوسط حسابي من بين جميع الشروط الأخرى، والذي قدر في حدود 2,81، وهذا راجع لطول المدة والتكاليف التي ستتحملها المؤسسة الصغيرة والمتوسطة جراء ذلك.

وفي الأخير، يمكن القول أن الشروط المفروضة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للإدراج في البورصة وإن لم تكن مناسبة جدا لها، إلا أنه يمكنها الاستجابة لها بعد إجراء التعديلات اللازمة على شكلها القانوني، حجم رأس مالها ونشر قوائمها المالية.

### 3- معارف ملاك المؤسسات المستقصاة حول البورصة

من خلال معالجة أسئلة الاستبيان المتعلقة بهذا الجزء من البحث، أمكن الوصول إلى النتائج الآتية:

- قرابة 73 % من ملاك المؤسسات المستقصاة لا يعلمون بعد بإنشاء بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية على مستوى بورصة الجزائر.
- ما يفوق 33 % من ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يتحكمون في المفاهيم المتعلقة بالأسهم والسندات.
- ما يزيد عن 85 % من الأشخاص المستقصين لا يعرفون ماهية هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- 66,6 % من ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الذين تم استقصاؤهم لا يعرفون ماهية الدخول إلى البورصة، وما هي الطرق، الإجراءات والأساليب التي تمكنهم من ذلك.
- 64,6 % من الأشخاص الذين شملهم الاستقصاء لا يعرفون الوسطاء في عملية البورصة وما هو دورهم على مستوى السوق المالية.
- قرابة 73 % من ملاك المؤسسات المستقصين لا يعرفون المتعهد بالترقية في البورصة، والذي تم استحداثه مع فتح بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 68,8 % من المستقصين ليس لديهم معلومات حول طريقة وآلية تسعير الأصول المالية في البورصة.
- 58,3 % من المستقصين لا يعرفون ماهية أوامر البيع والشراء في البورصة.
- أكثر من 60 % من ملاك المؤسسات لا يعرفون آلية عمل البورصة، ولا الهيئات المسؤولة عن حسن سيرها وتنظيمها.

من خلال المعطيات السابقة، يمكن ملاحظة أن مستوى معارف مالكي ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حول البورصة، الأوراق المالية المتداولة فيها، الهيئات المنظمة للبورصة وطرق وإجراءات التداول جد محدودة، وهو الأمر الذي من المفروض أن ينعكس بالسلب على قرارهم بالدخول من عدمه إلى سوق الأوراق المالية البديلة.

#### 4- قرار المؤسسات حول الدخول إلى البورصة

يمكن توضيح رأي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة حول إمكانية الدخول إلى البورصة من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (70): رأي المؤسسات حول الدخول إلى البورصة

النسبة (%)	العدد	قرار الدخول إلى البورصة
64,6	17	نعم
35,4	31	لا
100,0	48	المجموع

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن 17 مؤسسة فقط أبدت رغبتها في الدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أي بنسبة قاربت 35,4 % من مجموع المؤسسات التي تم استقصاؤها، أما البقية (31 مؤسسة بنسبة 64,6 %) فهم غير متحمسين لفكرة دخول البورصة.

بالنسبة للأشخاص الذين أجابوا بإمكانية الدخول إلى البورصة، فقد برروا خيارهم بالدرجة الأولى في تمويل المؤسسة من خلال الأموال التي سيتم رفعها جراء العملية، إشهار للمؤسسة وتنويع مصادر الأموال.

أما بالنسبة للذين يرفضون الدخول إلى البورصة، فقد برروا ذلك بالتكلفة التي سيتحملونها جراء العملية، فتح رأس مال المؤسسة أمام مساهمين آخرين وبالتالي الخشية من فقدان السيطرة، إضافة إلى نقص الثقة في البورصة.

#### المبحث الثالث: التحليل الإحصائي وعرض نتائج واقتراحات الدراسة الميدانية

سيتم من خلال هذا المبحث عرض بعض مؤشرات التحليل الإحصائي الدالة على جودة وصدق عينة الدراسة الميدانية، وكذا اختبار فروض الدراسة والميدانية وعرض نتائجها، وهذا من خلال:

- قياس الثبات والصدق لمتغيرات الدراسة؛
- اختبار فروض الدراسة الميدانية؛
- نتائج واقتراحات الدراسة الميدانية

#### المطلب الأول: قياس الثبات والصدق لمتغيرات الدراسة

يعتبر ثبات وصدق متغيرات الدراسة من العناصر الأساسية للاستبيان والتي يجب التأكد منها قبل الشروع في تحليل الاستبيان واختبار الفروض، وعليه، سيتم من خلال هذا المطلب عرض ماهية قياس الثبات والصدق لمتغيرات الدراسة، ومن ثم القيام بحساب هذا المعامل للدراسة الحالية وشرح قيمته.

## 1- ماهية ثبات متغيرات الدراسة

سيتم من خلال هذه النقطة عرض ماهية الثبات لمتغيرات الدراسة كآلاتي:

### 1-1- تعريف الثبات

يسمى الثبات أيضا دقة القياس، وهو يعني الدرجة التي تكون نتائج أداة القياس ثابتة من مرة لأخرى في حالة تكراره تحت نفس الظروف، حيث يمكن اعتبار الاختبار ثابتا إذا ما أعطى نفس النتائج في حالة تكراره تحت ظروف مماثلة.<sup>1</sup>

### 1-2- طرق قياس الثبات

يمكن حساب قيمة الثبات بالاعتماد على عدة طرق كآلاتي:<sup>2</sup>

#### 1-2-1- طريقة إعادة الاختبار

تعد هذه الطريقة من بين أكثر الطرق شيوعا، حيث يتم إعادة إجراء الاستبيان تحت نفس الظروف، ويتم حساب معامل الثبات انطلاقا من معامل الارتباط ما بين النتائج المحصل عليها في الحالتين.

#### 1-2-2- طريقة الصور المتكافئة

يتم وفق هذه الطريقة إعداد صورتين متكافئتين من حيث عدد الأسئلة، المحتوى، الصعوبة والتمييز، وتقدم لفئة معينة في نفس الوقت، حيث يمثل معامل الثبات قيمة معامل الارتباط ما بين الأجوبة المقدمة على الصورتين.

#### 1-2-3- طريقة التجزئة النصفية

يتم من خلال هذه الطريقة تقسيم أسئلة الاستبيان إلى جزأين بناء على رقم الأسئلة (الأسئلة الزوجية والأسئلة الفردية)، ثم حساب معامل الارتباط ما بين هذين الجزأين والذي يمثل بدوره معامل الثبات.

### 1-3- العوامل المؤثرة على الثبات

تتأثر قيمة معامل الثبات بعدة عوامل أهمها:

- طول الامتحان، حيث كلما زاد عدد أسئلة الاستبيان كلما زاد معامل الثبات.
- زمن الاستبيان، حيث يزيد معامل الثبات كلما زادت المدة الزمنية المخصصة للإجابة على الاستبيان.
- تباين أسئلة الاستبيان، حيث يزيد معامل الثبات كلما تباينت أسئلة وفقرات الاستبيان.
- طريقة صياغة الأسئلة ودرجة وضوحها وموضوعيتها.

<sup>1</sup> رافدة الحريري، التقويم التربوي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 144.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص ص: 144-145.

- تباين أفراد عينة الدراسة الميدانية، حيث كلما اختلف أفراد العينة المدروسة كلما زاد معامل الثبات.

## 2- صدق متغيرات الدراسة

سيتم من خلال هذه النقطة عرض العناصر الآتية:

### 2-1- تعريف الصدق

صدق الاختبار هو قدرة الاستبيان على قياس السمة المراد قياسها قياسا دقيقا، ويعتبر الاختبار صادقا إذا لم تتأثر النتائج المحصل عليها بعوامل أخرى خلاف النواحي التي يراد قياسها.

### 2-2- أنواع الصدق

يمكن التمييز بين عدة أنواع للصدق، وهي:

#### 2-2-1- صدق المحتوى

يقصد بصدق المحتوى قدرة أسئلة الاستبيان وفقراته على تمثيل السمة المراد قياسها تمثيلا صادقا من مختلف جوانبها.

#### 2-2-2- الصدق الظاهري

يقصد بالصدق الظاهري أن ظاهر الاستبيان يشير إلى احتمال قياس ما وضع لقياسه، ويتم ذلك من خلال عرضه على مجموعة من المحكمين (ليس أقل من عشرة) من ذوي الخبرة والاختصاص.

#### 2-2-3- الصدق التلازمي

يقصد بالصدق التلازمي قدرة الاستبيان على التمييز بين الأفراد الذين عرف عنهم الاختلاف في الأصل، أي قدرة أداة جمع البيانات على تزويد الباحث ببيانات تميز بين الجماعات الذين عرف عنهم الاختلاف (على سبيل المثال القدرة على التمييز بين الرجال والنساء من خلال الإجابات المقدمة حول موضوع تعدد الزوجات).

#### 2-2-4- الصدق التنبؤي

يقصد بالصدق التنبؤي قدرة المقياس على تقديم بيانات تساعد على تحديد الفروق والاختلافات المستقبلية.

### 3- حساب قيمة معامل الثبات والصدق لاستبيان الدراسة

سيتم من خلال هذه النقطة حساب قيمة معاملي الثبات والصدق للدراسة الميدانية، وكذا تفسير قيمتهما.

#### 3-1- حساب معامل الثبات

من بين أكثر الطرق شيوعا لحساب معامل الثبات هو معامل الارتباط ألفا والتي تناسب لصاحبها كرونباخ (Alpha de Cronpach)، والذي يقيس التجانس الداخلي للمقياس، إذ أنه يشير إلى الخاصية الداخلية التي يتمتع بها المقياس والتي تنشأ من العلاقة الإحصائية بين مختلف فقرات الاستبيان.

ومن خلال معالجة نتائج الاستبيان باستخدام برنامج SPSS، فقد أمكن الحصول على الجدول أدناه:

**الجدول رقم (71): معامل ألفا كرونباخ للدراسة الميدانية**

معامل ألفا كرونباخ	عدد العناصر
,788	39

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS

انطلاقاً من النتائج السابقة، يلاحظ أن معامل الثبات ألفا كرونباخ مرتفع نسبياً، وهو ما يدل على ثبات النتائج المحصل عليها في حالة تكرار الاستبيان، عدم تناقض الاستبيان مع نفسه، اتساقه وقدرته على منح معلومات حول سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما أن معامل الثبات يرتفع أكثر عند حذف السؤال المتعلق بمجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ليبلغ قيمة 0,811، إضافة إلى أنه يعرف أكبر قيمة له عند حذف السؤال المتعلق بطبيعة علاقة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع البنوك بالغا قيمة 0,816 (أنظر الملحق رقم 04).

### 3-2- معامل الصدق

تم قياس الصدق الظاهري من خلال عرض أسئلة الاستبيان على مجموعة من المحكمين والأساتذة الجامعيين في مجال التخصص، وذوي الخبرة في مجال إعداد قوائم الأسئلة وتحليلها، وبناء على ذلك تم تعديل الاستبيان للخلاص إلى القائمة النهائية التي تم اعتمادها في إجراء الدراسة الميدانية.

كما تم قياس صدق التلازمي من خلال المقارنة ما بين الارتباط الموجود ما بين مختلف أسئلة الاستبيان ومقارنتها مع معامل الثبات، إذ لوحظ أن أكبر قيمة لمعامل الارتباط بين أسئلة الاستبيان بلغت 0,284، وهي أقل من معامل ألفا كرونباخ (0,788)، وهو ما يدل على وجود صدق تلازمي بين متغيرات الدراسة الميدانية.

كما تم حساب معامل الصدق الذاتي للاستبيان من خلال الجذر التربيعي لمعامل الثبات، حيث بلغت قيمته 0,887، وهي قيمة مرتفعة نسبياً، الأمر الذي يدل على صدق الاستبيان وقدرته على تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة الميدانية.

### المطلب الثاني: اختبار فروض الدراسة الميدانية

سيتم من خلال هذا المطلب عرض نتائج اختبار فروض الدراسة الميدانية لتحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على قرار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة من عدمها.

#### 1- الفرضية الأولى

ينص الفرض الأول للدراسة الميدانية على أن طبيعة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من حيث ملكيتها، شكلها القانوني، حجمها، مجال نشاطها ومدة ممارستها للنشاط يؤثر على قرارها بالدخول إلى البورصة.

وقد تم اختبار هذه الفرضية من خلال اختبار كي دو (Khi deux)، وجاءت النتائج كما هو موضح في الجدول أدناه:

### الجدول رقم (72): نتائج اختبار الفرضية الأولى

القرار المتخذ*	مستوى الدلالة	درجات الحرية	قيمة Khi deux	خصائص المؤسسة
غير معنوي	0,129	2	4,097	ملكية المؤسسة
غير معنوي	0,483	5	4,474	مجال نشاط المؤسسة
غير معنوي	0,431	2	1,682	عدد عمال المؤسسة
معنوي	0,031	3	8,866	عمر المؤسسة
غير معنوي	0,216	4	5,776	الشكل القانوني للمؤسسة

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

\* القرار تم اتخاذه عند درجة ثقة قدرها 95 %.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن مدة ممارسة المؤسسة لنشاطها (عمر المؤسسة) له تأثير ذو دلالة معنوية على قرار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية على الدخول إلى البورصة، حيث إنه كلما زاد عمر المؤسسة زادت احتمالية دخولها إلى البورصة، ويمكن تفسير ذلك بالخبرة المكتسبة من طرف المؤسسة، وكذا تزايد الاحتياجات المالية لها مع مرور الزمن لحاجة المؤسسة لتجديد هيكلها وتوسيع نشاطها، ما يجعلها تفكر بالدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة كوسيلة لتمويل احتياجاتها المالية على المديين المتوسط والطويل.

بالنسبة لطبيعة ملكية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة (عامة، خاصة ومختلطة)، فقد أثبت الاختبار أنه ليس لها تأثير ذو دلالة معنوية على قرار الدخول إلى البورصة من عدمه، وهذا رغم أن التحليل الوصفي أثبت أنه لا توجد أي مؤسسة عامة من بين المؤسسات الخمس التي تم استقصاؤها ترغب في الدخول إلى البورصة (نظرا لأن قرار الدخول إلى البورصة لا يتخذ على مستوى المؤسسة وإنما من طرف مجلس مساهمات الدولة)، في حين كانت 14 من بين 38 مؤسسة خاصة ترغب في الدخول إلى البورصة.

أما بالنسبة لمجال نشاط المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، فهو الآخر ليس له تأثير ذو دلالة معنوية على قرار الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة، وهذا راجع لعدم وجود اتجاه عام في أي نشاط من أنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول إلى البورصة.

قدر مستوى الدلالة بالنسبة لعدد عمال المؤسسة بقيمة 0,431 وهو أكبر من 0,05، ما يعني أن عدد عمال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة (حجم المؤسسة) لا يؤثر تأثيرا معنويا على قرارها بالدخول إلى البورصة من عدمه.

بالنسبة للشكل القانوني للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة، فهو الآخر لا يؤثر تأثيرا معنويا على قرار المؤسسة بالدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.

## 2- الفرضية الثانية

تنص الفرضية الثانية على أن طبيعة المسير، مستواه التعليمي وخبرته في مجال الإدارة والتسيير تؤثر على قرار دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى سوق الأوراق المالية البديلة.

وقد تم اختبار هذه الفرضية من خلال اختبار كي دو (Khi deux)، وجاءت النتائج كما هو موضح في الجدول أدناه:

### الجدول رقم (73): نتائج اختبار الفرضية الثانية

القرار المتخذ*	مستوى الدلالة	درجات الحرية	قيمة Khi deux	خصائص المسير
معنوي	0,039	1	5,835	الجنس
غير معنوي	0,667	4	2,375	العمر
غير معنوي	0,334	2	2,192	المستوى التعليمي
معنوي	0,026	3	9,256	الخبرة المهنية
غير معنوي	0,337	4	4,548	طبيعة المسير

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

\* القرار تم اتخاذه عند درجة ثقة قدرها 95 %.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن جنس مسير أو مالك المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وكذا الخبرة المهنية التي اكتسبها لها تأثير معنوي على قرار الدخول إلى البورصة عند مستوى دلالة قدرها 0,05. إذ قدر معامل Khi deux بالنسبة للجنس بقيمة 5,835، وهو ما يعطي مستوى دلالة قيمتها 0,039، أما بالنسبة للخبرة المهنية فقد قدر معامل Khi deux بقيمة 9,256، ما يعطي مستوى دلالة بقيمة 0,026.

أما بالنسبة للعمر، المستوى التعليمي وطبيعة المسير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فليس لها تأثير معنوي على قرار المؤسسة بالدخول إلى البورصة من عدمه عند مستوى ثقة قدرها 95 %.

## 3- اختبار الفرضية الثالثة

تنص الفرضية الثالثة على أن عدم القدرة على تحصيل قروض بنكية أو الاستفادة من مختلف برامج وهيئات الدعم الموجهة لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يقود هذه المؤسسات للتفكير في دخول سوق الأوراق المالية البديلة بالجزائر من أجل تحصيل الأموال التي تحتاجها لممارسة نشاطها وتوسعته.

ومن أجل اختبار صحة هذه الفرضية فقد تم الاعتماد على اختبار Khi deux كما هو موضح في الجدول أدناه:

**الجدول رقم (74): نتائج اختبار الفرضية الثالثة**

المؤسسة والبنك	قيمة Khi deux	درجات الحرية	مستوى الدلالة	القرار المتخذ*
صعوبة تحصيل قروض بنكية	1,187	1	0,230	غير معنوي
الاستفادة من قروض بنكية	0,730	1	0,302	غير معنوي
علاقة المؤسسة مع البنك	0,350	4	0,986	غير معنوي
عقلانية الضمانات المفروضة من طرف البنوك	3,062	1	0,078	غير معنوي
الاستفادة من هيئات ضمان قروض الم،ص،م	0,893	1	0,289	غير معنوي
الاستفادة من برامج دعم الم،ص،م	0,072	1	0,522	غير معنوي
الاستفادة من مصادر تمويل أخرى غير البنك	0,001	1	0,614	غير معنوي
قبول دخول مساهمين جدد في المؤسسة	11,965	1	0,000	معنوي

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

\* القرار تم اتخاذه عند درجة ثقة قدرها 95 %.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن العنصر الوحيد الذي يتمتع بالمعنوية هو قبول مالك المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لدخول مساهمين جدد في حالة مواجهة صعوبات مالية، أي أنه لها تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى ثقة 95 % على قرار الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.

أما العناصر الأخرى فقد تميزت بعدم المعنوية، ما يدل على عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية ما بين صعوبة وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى القروض البنكية، الاستفادة من القروض البنكية، علاقة المؤسسة مع البنوك المتعامل معها، عقلانية الضمانات المفروضة من طرف البنوك على منح القروض، الاستفادة من هيئات ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبرامج الدعم المختلفة، والاستفادة من مصادر تمويل أخرى غير البنوك، وقرار الدخول إلى البورصة عند درجة ثقة قدرها 95 %.

#### 4- اختبار الفرضية الرابعة

تنص الفرضية الرابعة على أن نقص معرفة مسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بالبورصة ومختلف المفاهيم المتعلقة بها، الهيئات المشرفة عليها وآليات عملها يقلص من إمكانية دخول هذه المؤسسات لسوق الأوراق المالية البديلة.

ومن أجل اختبار صحة هذه الفرضية فقد تم الاعتماد على اختبار Khi deux كما هو موضح في الجدول أدناه:

**الجدول رقم (75): نتائج اختبار الفرضية الرابعة**

معارف المسير جول البورصة	قيمة Khi deux	درجات الحرية	مستوى الدلالة	القرار المتخذ*
الاطلاع بفتح بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	0,899	1	0,269	غير معنوي
معلومات كافية حول السندات	5,510	1	0,018	معنوي
معلومات كافية حول الأسهم	6,438	1	0,011	معنوي
معلومات كافية حول هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة	1,600	1	0,206	غير معنوي
معلومات كافية حول الدخول إلى البورصة	0,729	1	0,295	غير معنوي
معلومات كافية حول الوسطاء في البورصة	1,560	1	0,175	غير معنوي
معلومات كافية حول المتعهد بالترقية في البورصة	0,899	1	0,269	غير معنوي
معلومات كافية حول التسعير في بورصة الجزائر	1,207	1	0,219	غير معنوي
معلومات كافية حول أوامر الشراء والبيع في البورصة	1,377	1	0,193	غير معنوي
معلومات كافية حول سير البورصة	4,075	1	0,044	معنوي
معلومات كافية حول الهيئات المسؤولة عن ضمان السير الحسن للبورصة	4,079	1	0,047	معنوي

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

\* القرار تم اتخاذه عند درجة ثقة قدرها 95 %.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن امتلاك المسير أو مالك المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لمعلومات كافية حول كل من السندات، الأسهم، آليات سير البورصة وكذا الهيئات المسؤولة عن ضمان السير الحسن لها من شأنه أن يعزز من احتمالية دخول هذه المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية البديلة، حيث إن:

- قدرت قيمة Khi deux للمتغير المتعلق بامتلاك معلومات كافية حول السندات بقيمة 5,510، وهو ما يقابلها مستوى دلالة يساوي 0,018، وهو أقل من الحد الأدنى لقبول الفرضية الصفرية (0,05).

- قدرت قيمة Khi deux للمتغير المتعلق بامتلاك معلومات كافية حول الأسهم بقيمة 6,438، وهو ما يقابلها مستوى دلالة يساوي 0,011، وهو أقل من الحد الأدنى لقبول الفرضية الصفرية (0,05).

- قدرت قيمة Khi deux للمتغير المتعلق بامتلاك معلومات كافية حول سير البورصة بقيمة 4,075، وهو ما يقابلها مستوى دلالة يساوي 0,044، وهو أقل من الحد الأدنى لقبول الفرضية الصفرية (0,05).

- قدرت قيمة Khi deux للمتغير المتعلق بامتلاك معلومات كافية حول الهيئات المسؤولة عن ضمان السير الحسن للبورصة بقيمة 4,079، وهو ما يقابلها مستوى دلالة يساوي 0,047، وهو أقل من الحد الأدنى لقبول الفرضية الصفرية (0,05).

بالنسبة للعناصر الأخرى (الاطلاع بفتح بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، معلومات كافية حول: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، الدخول إلى البورصة، الوسطاء في عمليات البورصة، المتعهد بالترقية في البورصة، التسعير في بورصة الجزائر، أوامر الشراء والبيع في البورصة)، فقد أثبت اختبار Khi deux عدم وجود أثر ذو دلالة معنوية على قرار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة، ذلك أن مستوى الدلالة للعناصر السابقة أكبر من 0,05، الأمر الذي يتطلب رفض الفرضية الصفرية.

##### 5- اختبار الفرضية الخامسة

تنص الفرضية الخامسة على أن الشروط المتعلقة بالدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تم وضعها من طرف السلطات المشرفة على سوق الأوراق المالية بالجزائر تعتبر في متناول هذه المؤسسات ويمكنها الاستجابة لها.

وسيتم اختبار هذه الفرضية من خلال اختبار Khi deux، كما هو موضح من خلال الجدول أدناه:

## الجدول رقم (76): نتائج اختبار الفرضية الخامسة

القرار المتخذ*	مستوى الدلالة	درجات الحرية	قيمة Khi deux	شروط الدخول إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
غير معنوي	0,116	4	7,414	أن تكون المؤسسة عبارة عن شركة ذات أسهم
غير معنوي	0,665	4	2,387	رأس المال الأدنى للمؤسسة (05 مليون دج)
معنوي	0,039	4	10,081	رأس المال الأدنى الموزع على الجمهور في حدود 10 %
معنوي	0,024	4	11,244	نشر القوائم المالية المصادق عليها للسنتين الأخيرتين
غير معنوي	0,382	4	4,184	استحداث وحدة للمراجعة الداخلية
غير معنوي	0,607	4	2,710	تعيين متعهد بالترقية في البورصة لمدة 5 سنوات
غير معنوي	0,132	4	7,067	عدد حملة الأسهم عند تاريخ التسعير لا يقل عن 50 مساهما أو 03 مستثمرين مؤسساتيين
معنوي	0,034	4	10,390	نشر المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والإفصاح المالي

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

\* القرار تم اتخاذه عند درجة ثقة قدرها 95 %.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

- يؤثر رأس المال الأدنى الواجب توزيعه من طرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الجمهور والمقدر في حدود 10 % على قرار المؤسسة في الدخول إلى البورصة، حيث كلما كانت إجابة الأفراد المستقvisين بإمكانية الاستجابة إلى هذا الشرط بسهولة كلما زادت احتمالية قبول دخولهم إلى البورصة.

- يتمتع الشرط المتعلق بنشر القوائم المالية للمؤسسة للسنتين الأخيرتين بمستوى دلالة جيد (متغير معنوي)، حيث قدر مستوى دلالتها في حدود 0,024 وهو أقل من 0,05، وبالتالي فيؤثر هذا الشرط على احتمالية الدخول إلى البورصة، حيث أنه كلما كانت إجابة ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حول هذا الشرط بسهولة تحقيقه كلما زادت احتمالية قبولهم للدخول إلى البورصة.

- نفس الأمر ينطبق على الشرط المتعلق بنشر المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والإفصاح المالي، حيث كلما كانت إجابة ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خانة إمكانية تحقيق هذا الشرط، كلما زادت احتمالية قبولهم للدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.

بالنسبة لبقيّة الشروط الأخرى، والمتعلقة بضرورة أن تكون المؤسسة عبارة عن شركة ذات أسهم (SPA)، رأس المال الأدنى للمؤسسة في حدود خمسة (05) مليون دج، استحداث وحدة للمراجعة الداخلية في المؤسسة، تعيين متعهد بالترقية في البورصة لمدة خمس (05) سنوات، عدد حملة الأسهم عند تاريخ التسعير لا يقل عن 50 مساهما أو 03 مستثمرين مؤسستين، فقد جاءت قيمة Khi deux المحسوبة أقل من تلك المجدولة والمقدرة في حدود 9,487 عند درجة حرية قدرها أربعة (04) وبمستوى ثقة قدرها 95 %، ما يعني رفض الفرضية الصفرية، أي أن الإجابة على هذه الشروط لا تؤثر بصفة معنوية على قرار دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلى سوق الأوراق المالية البديلة من عدمه.

### المطلب الثالث: نتائج واقتراحات الدراسة الميدانية

سيتم خلال هذا المطلب التعرض إلى النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة الميدانية، وهذا بالتطرق إلى العناصر الآتية:

- نتائج الدراسة الميدانية؛

- اقتراحات الدراسة الميدانية.

#### 1- نتائج الدراسة الميدانية

لقد تم من خلال هذه الدراسة الميدانية توزيع مجموعة من الاستبيانات على ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قصد تحليل سلوكهم اتجاه التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة، ومعرفة رأيهم حول شروط الإدراج في البورصة، طبيعة علاقتهم مع البنوك وما هي أهم محددات الدخول إلى البورصة، وقد أمكن من خلال تحليل نتائج الاستبيان الوصول إلى النتائج الآتية:

- تفضل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية الشركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL) من أجل ممارسة نشاطها، وهذا للامتيازات العديدة التي تمنحها لها، وللمرونة في ممارسة نشاطا وإمكانية تعديل صيغتها القانونية.

- أغلب ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من فئة الذكور بنسبة قاربت 94 %، وهذا نظرا لطبيعة ملكية هذه المؤسسات وانحصار رأس مالها على العائلة غالبا.

- تسير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بنسبة كبيرة من طرف مالكيها، أو أحد المساهمين فيها، بغض الطرف عن المؤهلات العلمية والخبرة المهنية.

- لا يقوم مالك أو مسير المؤسسة الصغيرة والمتوسطة باتخاذ القرارات بصفة فردية، وإنما يقوم باستشارة الأفراد المحيطين به (عمال، إطارات، استشاريين،... إلخ)، وبالتالي يمكن التأثير على قناعاته ورأيه حول التمويل البورصي من خلال التأثير في البيئة المحيطة به.

- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من مشكل التمويل البنكي، إذ أن أغلبها لم يحصل على قروض من قبل جراء الصعوبات التي تواجهها والضمانات المفروضة عليها، كما أنها تشتكي من عدم وجود صيغ تمويلية مناسبة، تراعي خصوصيتها واحتياجاتها من جهة، ومن جهة أخرى تكون موافقة للشريعة الإسلامية.

- تعتبر أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية أن علاقتها مع البنوك سيئة، نظرا للشروط التي تفرضها عليها وللضمانات التي تطلبها.
- لم تستفد أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من مختلف برامج وهيئات الدعم الموجهة لتطوير وترقية هذا القطاع، نظرا للقصور والإمكانات المحدودة لهذه البرامج والهيئات من جهة، ومن جهة أخرى لبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن المحيط البنكي بصفة خاصة والمحيط المالي بصفة عامة.
- أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تبحث عن مصادر تمويلية بديلة، رغم أنها لم تستفد من أي قروض بنكية، بل تكتفي بالمدخرات الشخصية والاقتراض من الجهات غير الرسمية.
- ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية على استعداد لفتح رأس مال مؤسساتهم اتجاه مستثمرين خارجيين في حالة مواجهة المؤسسة لصعوبات مالية، أو من أجل تمويل البرامج التوسعية لها.
- بصفة عامة، كانت أغلب إجابات ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حول شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية البديلة في خانة إمكانية تحقيق تلك الشروط أو أن تحقيقها سهل، ما يعطي الانطباع بأن هذه الشروط مقبولة ومراعية لخصوصية هذا النوع من المؤسسات خاصة من حيث الحجم.
- أغلب ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ليسوا على إطلاع بالمستجدات على الساحة البنكية والمالية، بما فيها فتح صحن خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة الجزائر.
- مستوى معارف ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية حول البورصة، الأوراق المالية المتداولة فيها، الهيئات المنظمة للبورصة وطرق وإجراءات التداول على الأسهم والسندات جد محدودة، الأمر الذي ينعكس على قرارهم بالدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.
- بعد إجراء التحليل الإحصائي والقيام باختبار الفرضيات، أمكن الوصول إلى مجموعة من العناصر التي تؤثر بصفة معنوية على قرار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى البورصة، والتي يمكن ذكرها في الآتي:
- مدة ممارسة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لنشاطها (عمر المؤسسة)، حيث كلما زادت هذه المدة كلما انعكس ذلك بالإيجاب على قرارها في الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.
- جنس متخذ القرار على مستوى المؤسسة (المالك أو المسير)، له تأثير معنوي على قرار الدخول إلى البورصة من عدمه، حيث إنه من بين 3 إناث تم استقصاؤهم (من بين ملاك المؤسسة)، كانت إجاباتهم كلها بإمكانية الدخول إلى البورصة، أي بنسبة 100 %.

- الخبرة المهنية لمالك المؤسسة أو مسيرها، حيث كلما زادت الخبرة المهنية للمسير كلما زادت احتمالية الدخول إلى البورصة.
- قبول مالك المؤسسة لدخول مساهمين جدد في حالة مواجهة صعوبات مالية له تأثير معنوي على إمكانية الدخول إلى البورصة من عدمه.
- توفر مالك المؤسسة الصغيرة والمتوسطة أو مسيرها على معلومات كافية حول السندات من شأنه أن يعزز من احتمالية الدخول إلى سوق الأوراق البديلة.
- امتلاك مالك أو مسير المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لمعلومات كافية حول الأسهم له تأثير ذو دلالة معنوية على قرار المؤسسة بالدخول إلى البورصة.
- امتلاك مالك أو مسير المؤسسة لمعلومات كافية حول سير البورصة له تأثير معنوي على قرارها بالدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة.
- توفر مالك (مسير) المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لمعلومات كافية حول الهيئات المسؤولة عن ضمان السير الحسن للبورصة له تأثير معنوي على قرارها بالدخول إلى البورصة.
- يؤثر رأي مالك المؤسسة الصغيرة والمتوسطة حول شرط رأس المال الأدنى الموزع على الجمهور في حدود 10 % على قرار الدخول إلى البورصة معنويا، حيث كلما كانت الإجابة في خانة قابلية أو سهولة هذا الشرط للتحقيق، كلما زادت احتمالية دخول المؤسسة للبورصة.
- إجابة مالك المؤسسة على شرط نشر القوائم المالية المصادق عليها للسنتين الأخيرتين له أثر معنوي على قبول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة من عدمها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والإفصاح المالي لها أثر معنوي على قرار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة من عدمه، حيث كلما كانت الإجابة بقبالية هذا الشرط للتحقيق (سهولة تحقيقه) كلما زادت احتمالية دخول المؤسسة للبورصة.

## 2- اقتراحات الدراسة الميدانية

- بعد عرض نتائج الدراسة الميدانية، يمكن تقديم بعض الاقتراحات التي من شأنها أن تسهم في زيادة معرفة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسوق الأوراق المالية البديلة وتزيد من احتمالية دخولها للبورصة. والتي يمكن عرضها كالآتي:
- التعريف بشتى الأشكال القانونية التي من الممكن أن تتخذها المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، مع التركيز على الخصائص والميزات التي تتيحها كل على حدى، خاصة الشركة ذات الأسهم (SPA).

- الفصل ما بين الملكية والتسيير أو اختيار الفرد الأكثر كفاءة في الأسرة، والذي يكون ذو مستوى علمي وخبرة مهنية لإدارة شؤون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة.
- لا يقوم مالك المؤسسة الصغيرة والمتوسطة باتخاذ القرارات بصفة فردية، وبالتالي وجب استغلال هذه النقطة من خلال التأثير على المحيطين به (مستشارين، إدارات، عمال،... إلخ) قصد تغيير قناعاته وتوجيه القرارات التي يتخذها بما فيها الدخول إلى البورصة.
- تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى مصادر التمويل اللازمة، بما فيها القروض البنكية، من خلال تخفيف الإجراءات، عقلنة الضمانات وتفعيل دور الصناديق المعنية بضمان قروض هذه المؤسسات.
- العمل على تحسين الخدمات البنكية المقدمة قصد تحسين علاقتها مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لما تمثله هذه المؤسسات من وزن مهم على الساحة الاقتصادية الوطنية.
- خلق مناخ مناسب لنمو وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتمكينها من الاستفادة من مختلف برامج وهيئات الدعم الموجهة لها بكل شفافية وموضوعية.
- تنظيم حملات توعية لفائدة مالكي ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وإطلاعهم على جديد الساحة البنكية والمالية، بما فيها فتح وعاء خاص بمؤسساتهم على مستوى البورصة، ذلك أن أغلبهم ليس على علم بذلك.
- شرح وتبسيط الشروط المتعلقة بدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة الجزائر، من خلال تنظيم ندوات وملتقيات لملاك هذه المؤسسات حول البورصة والمزايا التي تتيحها لهم.
- ضرورة تقرب بورصة الجزائر من مختلف المتعاملين الاقتصاديين الوطنيين بما فيهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ذلك أن أغلبهم ليس على علم بالخدمات التي تقدمها، والامتيازات التي تتيحها، وعليها في ذلك استعمال مختلف وسائل الاتصال المتاحة من المرئية، المسموعة، المكتوبة وكذا قنوات التواصل الاجتماعي التي أصبحت تمثل أكبر مصدر لنقل وتداول المعلومات.
- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها قابلية للدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة هي تلك المؤسسات التي مارست نشاطها لمدة زمنية طويلة، يتمتع مالكوها (مسيرها) بخبرة مهنية كبيرة، تقبل بدخول مساهمين جدد، امتلاك مالك المؤسسة لمعلومات كافية حول البورصة وسيرها وكذا الأوراق المالية المتداولة فيها وتعتبر الشروط المفروضة للدخول إلى السوق البديلة سهلة التحقيق، وبالتالي وجب التركيز على هذه الفئة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قصد إقناعها بالدخول إلى البورصة من خلال تنظيم حملات تحسيسية لملاكها وتنظيم ملتقيات لشرح الامتيازات التي تمنحها هذه العملية.

### خلاصة الفصل السادس

لقد تم من خلال الفصل السادس والأخير من هذه الرسالة دراسة وتحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، من خلال الاعتماد على استبيان موجه لمالكي ومسيري هذه المؤسسات، وهذا من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تناول الأول منها منهج وأسلوب الدراسة الميدانية، من خلال التطرق إلى هدف ومتغيرات الدراسة الميدانية، إجراءات الدراسة الميدانية، فروض الدراسة الميدانية وحدودها، إضافة إلى المنهجية المعتمدة في إعداد الاستبيان.

أما المبحث الثاني فجاء بعنوان التحليل الوصفي لبيانات الدراسة الميدانية، من خلال عرض خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستقصاة (من حيث طبيعة الملكية، مجال النشاط، عدد العمال، مدة ممارسة النشاط وشكلها القانوني)، طبيعة ملاك ومسيري هذه المؤسسات (من حيث الجنس، العمر، طبيعة المسير، المستوى التعليمي والخبرة المهنية)، علاقة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع البنك، البورصة وكذا شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية البديلة.

أما المبحث الثالث والأخير فخصص للقيام بالتحليل الإحصائي لبيانات الدراسة الميدانية (معاملي الثبات والصدق للدراسة الميدانية)، والقيام باختبار فروض الدراسة، عرض النتائج وتقديم الاقتراحات.

ومن خلال هذا الفصل أمكن التوصل إلى أن علاقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع البنك جد محدودة، إضافة إلى أنها لا تعتمد على التمويل البنكي بصفة كبيرة وتكتفي بمدخراتها الشخصية والاقتراض من الجهات غير الرسمية، إضافة إلى المعارف ملاك هذه المؤسسات حول البورصة وآليات سيرها والهيئات التي تحكمها قليلة جدا الأمر الذي يعرقل استيعابهم للفرص التمويلية المهمة التي تتيحها لهم.

## خلاصة الباب الثاني

### خلاصة الباب الثاني

لقد تم من خلال الباب الثاني التطرق إلى ثلاثة فصول، تناول الأول منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، قسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، جاء الأول بعنوان وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية حيث تناول تطور الاهتمام بهذا القطاع في الجزائر، واقع هذه المؤسسات وتطور عددها، طبيعتها القانونية، مجال نشاطها وكذا مساهمتها الاقتصادية على مستوى التشغيل، القيمة المضافة، الناتج الداخلي الخام وتنويع الاقتصاد الوطني. أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، من خلال نشأة النظام المصرفي الجزائري وأهم إصلاحاته، هيكله النظام المصرفي الجزائري وكذا مساهمة البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. في حين خصص المبحث الثالث لإلقاء الضوء على واقع بعض هيئات الدعم التي تم استحداثها من طرف السلطات العليا بغية تنمية وتطوير هذا القطاع.

أما الفصل الثاني من هذا الباب، فقد جاء بعنوان سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، تطرق المبحث الأول منه إلى تقديم لماهية سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال نشأته، دوره، الهيئات المنظمة للسوق وكذا أهم المتدخلين في بورصة الجزائر، إضافة إلى حجم نشاط السوق. أما المبحث الثاني فقد تم من خلاله تحليل وضعية مختلف الأسواق الفرعية لبورصة الجزائر (السوق الرئيسية لسندات الملكية، سوق سندات الدين وسوق سندات الخزينة العمومية). أما المبحث الثالث فقد خصص لدراسة سوق الأوراق المالية البديلة في الجزائر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تحديد ماهية هذه السوق، شروط وآليات الإدراج فيها، ووضعيتها السوق البديلة وسبل تنشيطها.

أما الفصل الثالث والأخير من الباب الثاني، فقد خصص للدراسة الميدانية قصد تحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل البورصي، وقسم هو الآخر إلى ثلاثة مباحث، تناول الأول منها منهجية الدراسة الميدانية، الهدف منها، متغيراتها، عينة الدراسة، فروض الدراسة الميدانية وحدودها. أما المبحث الثاني فقد تناول التحليل الوصفي لبيانات الدراسة الميدانية من خلال تحديد خصائص المؤسسات التي استقصاؤها، خصائص ملاك ومسيري هذه المؤسسات، وعلاقة المؤسسة مع البنك وسوق الأوراق المالية البديلة. في حين خصص المبحث الثالث لاختبار فروض الدراسة الميدانية، صياغة نتائج الدراسة الميدانية وتقديم الاقتراحات.

ومن خلال ما سبق، أمكن استخلاص الآتي:

- لم يرق بعد الدور الاقتصادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلى المستوى المرغوب، نظرا لقلة عددها والمشاكل العديدة التي تعترض طريقها (متعلقة بإجراءات إنشائها، تمويلها وقصور برامج وهيئات دهمها).
- تم افتتاح سوق الأوراق المالية البديلة في ظل الركود الكبير الذي تعرفه السوق الرئيسية، وهو الأمر الذي انعكس بالسلب على هذه السوق.
- هنالك مجموعة من العوامل تحول دون دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة الجزائر، أهمها ضعف الثقافة المالية لملاك ومسيري هذه المؤسسات، محدودية معرفتهم بأهم المفاهيم المتعلقة بالبورصة إضافة إلى نظرتهن للشروط المتعلقة بالإدراج.

الخاتمة العامة

### الخاتمة العامة

لقد تم من خلال هذه الأطروحة دراسة الآليات التي تم تكييفها في سوق الأوراق المالية والتي تم استحداثها خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي من شأنها أن تسمح بتمويل هذه المؤسسات، ذلك أن الأموال تمثل العصب الحيوي الذي تقوم عليه مختلف المؤسسات من أجل ضمان استمراريتها، وتحقيق أهدافها وضمان توسعها.

وقد جاءت هذه الرسالة لمعالجة السؤال الرئيسي المتمحور حول إمكانية توفير سوق الأوراق المالية لتمويل مناسب للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يتوافق وخصوصيتها وميزاتها من حيث حجمها وقلة مواردها، مع تحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائية لمعرفة الأسباب التي تحول دون دخولها للسوق.

ومن أجل الإجابة على هذا السؤال، تم تقسيم هذا البحث إلى بابين، يندرج تحت كل باب ثلاثة فصول كالآتي:

جاء الباب الأول بعنوان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية - دراسة تجارب دولية-، والذي تم تقسيمه بدوره إلى ثلاثة فصول كالآتي:

- تناول الفصل الأول ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها، حيث تم من خلاله معالجة إشكالية تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خصائصها ومعوقات نموها وتطورها، أشكالها، دورها وأهميتها الاقتصادية والاجتماعية، مصادر تمويلها ومعايير المفاضلة فيما بينها.

- أما الفصل الثاني فحمل عنوان سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تم التعريف بسوق الأوراق المالية، وظائفها وهيكلتها، كفاءة السوق، الأدوات المالية المتداولة في السوق، المتدخلون في السوق وكذا مختلف الأوامر التي يتم تنفيذها في السوق، ماهية سوق الأوراق المالية البديلة وميزاتها وخصائصها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تقييمها، طرق وإجراءات قيدها في هذه السوق.

- في حين خصص الفصل الثالث لدراسة بعض التجارب الدولية فيما يخص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق الأوراق المالية البديلة، من خلال الإشارة إلى تجربة كل من فرنسا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وتونس، إذ تم في كل مرة إبراز خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذه الدول، تطورها ومساهمتها في التنمية الاقتصادية، وضعية سوق الأوراق المالية الرئيسية والسوق البديلة، ومحاولة الكشف عن الأسباب وراء نشاط أو ركود هذه السوق.

أما الباب الثاني فجاء بعنوان التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائية - تحليل سلوك هذه المؤسسات اتجاه البورصة-، والذي قسم هو الآخر إلى ثلاثة فصول كالآتي:

- تطرق الفصل الأول إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال عرض الوضعية العامة لهذه المؤسسات في الاقتصاد الوطني، إذ تم تقديم التعريف المعتمد من طرف السلطات لهذه المؤسسات، مختلف البرامج والهيئات الداعمة لها، تطور عددها، طبيعتها القانونية ومجالات نشاطها، مساهمتها الاقتصادية ومصادر تمويلها، والأرقام المتعلقة ببعض الهيئات المسؤولة عن دعمها وتسهيل وصولها للتمويل اللازم لها.

- أما الفصل الثاني فعالج السوق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، إذ تم تقديم السوق الرئيسية من خلال عرض مراحل نشأتها، دوافع إنشائها ودورها في الاقتصاد الوطني، الهيئات المشرفة عليها، وأهم المتدخلين في البورصة والعمليات التي يقومون بها، وضعية الأسواق الفرعية لبورصة الجزائر، إضافة للإمكانيات التي تتيحها سوق الأوراق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

- في حين خصص الفصل الثالث لتحليل سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه الدخول إلى سوق الأوراق المالية البديلة من خلال الاعتماد على عينة من المؤسسات، وهذا بغية معرفة أهم المعوقات التي تحول دون استفادة هذه المؤسسات من هذا البديل التمويلي المهم. إذ تم عرض منهجية إعداد الاستبيان والدراسة الميدانية، تحليل نتائج الاستبيان، اختبار فرضيات الدراسة الميدانية وعرض لأهم النتائج المتوصل إليها.

### نتائج الدراسة

ومن خلال العرض السابق، يمكن عرض النتائج الرئيسية الآتية:

- يعتبر معيار عدد العمال، رقم الأعمال ومجموع أصول الميزانية من بين أهم المعايير التي تعتمد عليها مختلف الدول والمنظمات من أجل تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن قيمة هذه المعايير تختلف من دولة لأخرى حسب الوضعية الاقتصادية ودرجة التطور وحتى قطاع نشاط هذه المؤسسات.

- أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تؤدي دورا مهما جدا في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول، وبالأخص تلك المتقدمة منها، وهذا من خلال مساهمتها الفعالة في خلق القيمة المضافة والرفع من الإنتاجية الوطنية وتنويع الاقتصاد، إضافة لتوفير مناصب الشغل والمساهمة في التخفيف من حدة البطالة.

- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المستوى الدولي من مشاكل تمويلية عديدة ناجمة عن طبيعة هذه المؤسسات (الحجم وقلة الموارد)، وكذا المعاملة الغير عادلة من طرف البنوك والمؤسسات المالية (معدلات فائدة مرتفعة و ضمانات كثيرة،... إلخ).

- تلعب سوق الأوراق المالية دورا مهما في جمع وتعبئة المدخرات المحلية وتوجيهها بأحسن كفاءة نحو المؤسسات والقطاعات المنتجة، إضافة لكونها تمثل مرآة عاكسة للوضعية الاقتصادية للدولة، الأمر الذي يفسر اهتمام السلطات بها وتوفير أحسن مناخ لنموها وتوسعها.

- تعتبر سوق الأوراق المالية البديلة من التحديثات التي أدخلت على السوق المالية، إذ أنها موجهة لتلبية حاجيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الأموال على المدى المتوسط والطويل، مراعية في ذلك خصوصية هذه المؤسسات.

- تتميز السوق البديلة بشروط إدراج ميسرة عن تلك المعتمدة في السوق الرئيسية لتتناسب وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة، ومن جهة أخرى لتشجيع هذه المؤسسات على الدخول إلى البورصة والاستفادة من الميزات التي تتيحها.

- تتطلب عملية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى سوق الأوراق المالية البديلة تعيين مرافق لها لمدة زمنية معينة، وهو من بين الآليات المستحدثة على مستوى السوق البديلة، يكون دوره تسهيل

عملية الإدراج في المرحلة الأولى، ومن ثم ضمان سيولة أصول المؤسسة وبقائها في السوق لأطول فترة ممكنة.

- تقوم مختلف المؤسسات ومنها الصغيرة والمتوسطة بعملية تقييم أصولها من أجل الدخول إلى السوق المالية البديلة، معتمدة في ذلك على عديد طرق التقييم، حيث إن هذه العملية تكتسي أهمية بالغة كون أنها تحدد السعر الذي سيتم من خلاله بيع أصول المؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى تعتبر مفتاح نجاح عملية الدخول إلى السوق.

- يعتبر سوق الأوراق المالية البديلة كحلقة وصل بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسوق الأوراق المالية الرئيسية، إذ أن هذه المؤسسات تعتمد على هذه السوق من أجل جمع الأموال لتي تحتاجها لنموها وتوسعها ومن ثم التحول إلى السوق الرئيسية بعد أن تصبح قادرة على الاستجابة لشروط هذا السوق الخاص بالمؤسسات الكبيرة.

- يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية البديلة على عدد من المؤشرات والتي من أهمها قوة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهمتها على المستوى الاقتصادي، تخفيف وتبسيط شروط وإجراءات القيد في السوق البديلة، شروط الإقراض الصعبة ومعدلات الفائدة المرتفعة المطبقة على هذه المؤسسات ونشاط وحركية السوق الرئيسية.

- يعتمد نجاح السوق البديلة كذلك على رغبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدخول إلى السوق المالية والاستفادة من المزايا التي تتيحها خاصة فيما يتعلق بالتمويل طويل الأجل وبتكلفة جد معقولة تتناسب وخصوصية هذه المؤسسات.

- السياسة الإعلامية للبورصة والتقرب من الجمهور والمؤسسات على حد سواء من شأنه أن يساهم في تنشيط وزيادة حركية السوق المالية البديلة، كما أن انتشار الثقافة البورصية وسط الجمهور الواسع وإقباله على الاستثمار في مختلف الأوراق المالية المصدرة من طرف الفاعلين على مستوى السوق من شأنه أن يساهم هو الآخر في تحفيز المؤسسات على الدخول إلى السوق البديلة.

- يعتمد نجاح السوق المالية البديلة كذلك على نوع النظام المالي القائم في الدولة ودرجة الاعتماد على القطاع البنكي أو السوق المالية كبديل لتمويل الاقتصاد الوطني، حيث كلما زاد التوجه نحو الأسواق المالية أكثر كلما كانت فرص نجاح هذه السوق أكبر.

- تعتمد الجزائر على نفس معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمعتمدة من طرف غالبية الدول والمنظمات، وهي عدد العمال، رقم الأعمال ومجموع الأصول، إضافة لمبدأ الاستقلالية.

- رغم مختلف هيئات وبرامج الدعم الوطنية الموجهة لترقية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، إلا أنه لم يرق بعد إلى تأدية الدور المحوري الذي من المفروض القيام به على مستوى تنويع الاقتصاد الوطني، خلق القيمة المضافة، فتح مناصب شغل جديدة والتقليل من حدة البطالة، وهذا لقلة عدد هذه المؤسسات مقارنة مع دول الجوار خصوصا والدول المتطورة عموما.

- لم تعرف سوق الأوراق المالية في الجزائر ومنذ نشأتها سوى إدراج عدد جد محدود من المؤسسات سواء من خلال إصدار أسهم أو سندات، ما يعكس فشلها عن تأدية الدور الذي أنشأت من أجله، خاصة فيما يتعلق بجمع وتعبئة المدخرات الوطنية وتمويل الاقتصاد الوطني عموما والمؤسسات الاقتصادية خصوصا.

- جاء إنشاء سوق الأوراق المالية البديلة في الجزائر في ظل الركود الذي تعرفه السوق الرئيسية، الأمر الذي انعكس على هذه الأخيرة بالسلب.
- تسير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من طرف مالكيها في أغلب الأحوال، بغض النظر عن المؤهلات التي يملكها والخبرة التي يتمتع بها.
- تعتمد أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية على التمويل الذاتي والاقتراض من مصادر غير رسمية، وجزء جد محدود من القروض البنكية، نتيجة الصعوبات التي تواجهها من طرف البنوك والضمانات المفروضة عليها.
- لم تستفد أغلب المؤسسات التي تم استقصاؤها من مختلف برامج وهيئات الدعم الموجهة لتنمية وتطوير هذه المؤسسات.
- تعتبر شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر مناسبة، وتتماشى وخصوصية هذه المؤسسات وميزاتها.
- أغلب ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ليسوا على اطلاع بالمستجدات الحاصلة على الساحة البنكية والمالية، وبما فيها إنشاء بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- معارف ملاك ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حول المفاهيم المتعلقة بالبورصة، الأوراق المالية المتداولة فيها، الهيئات المسيرة لها ومختلف طرق وإجراءات التداول على الأسهم والسندات جد محدودة، الأمر الذي ينعكس بالسلب على قرارهم حول التمويل البورصي.
- يتأثر قرار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى البورصة من عدمة بعديد المتغيرات، والتي من أهمها: مدة ممارسة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لنشاطها، جنس متخذ القرار على مستوى المؤسسة، الخبرة المهنية لمالك المؤسسة أو مسيرها، قبول مالك المؤسسة لدخول مساهمين جدد، امتلاك مالك المؤسسة لمعلومات كافية حول البورصة، الأوراق المالية، طرق وإجراءات التداول في البورصة والهيئات المسيرة لها، إضافة لرأي مالك المؤسسة حول شروط الإدراج الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### اقتراحات الدراسة

وعلى ضوء النتائج السابقة، يمكن تقديم الاقتراحات الآتية:

- العمل على ترقية الاقتصاد الوطني، والحد من ظاهرة الغش الضريبي والاقتصاد الموازي، لما لها من أثر سلبي على سلوك مختلف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- فرض سياسة إفصاح مالية واضحة على مختلف المتعاملين الاقتصاديين العوام والخواص، من أجل زيادة الشفافية والثقة بين مختلف الأطراف الفاعلية على مستوى الساحة المالية والاقتصادية.
- ترقية قطاع الوساطة المالية على مستوى بورصة الجزائر وفتح المجال أمام الخواص والأشخاص الطبيعيين، لما لهم من دور كبير خاصة فيما يتعلق بعملية ترويج مختلف الأوراق المالية المتداولة على مستوى السوق.
- تبني سياسة إعلامية واضحة المعالم، مبنية على التقرب من مختلف الفاعلين في السوق، وخاصة المؤسسات الاقتصادية سواء الكبيرة منها والصغيرة والمتوسطة، والمستثمرين الطبيعيين بغية تعريفهم

بالبورصة، والفرص التي تتيحها لهم سواء من أجل تمويل استثماراتهم أو توظيف فائض دخولهم. ويتم هذا من خلال:

- أيام دراسية على مستوى الجامعات ومعاهد التكوين من أجل التعريف بالبورصة، ونشر ثقافة الاستثمار المالي بين مختلف شرائح المجتمع.
  - تنظيم أيام مفتوحة على البورصة، يتم من خلالها توضيح وشرح مختلف المفاهيم المتعلقة بها، الهيئات المنظمة لها وكذا الفرص التي تتيحها لهم.
  - التقرب من المؤسسات الاقتصادية على اختلاف أحجامها وحثها على الاستفادة من هذا البديل التمويلي المهم المتاح أمامهم.
  - تنظيم دورات تكوينية حول البورصة لمالكي ومسيري المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وكذا محافظي الحسابات والخبراء المحاسبين لما لهم من دور مهم في نصح وتوجيه المؤسسات نحو الدخول إلى البورصة.
  - فتح فروع لبورصة الجزائر في أهم المدن الجزائرية وعدم الاكتفاء بمقر واحد فقط على مستوى الجزائر العاصمة.
- ضرورة استغلال عملية الإدراج المزمع إجراؤها قريبا والتي تخص ثمانية (08) مؤسسات وطنية، تتميز بالسمعة الحسنة والملاءة المالية الجيدة من أجل إعطاء الدفع الذي تبحث عنه بورصة الجزائر وتعزيز الثقة فيها لدى مختلف المتعاملين الاقتصاديين.
- العمل على تفعيل دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني، من خلال التشجيع على إنشائها حيث مازال عددها جد محدود مقارنة مع الاقتصاديات المجاورة والعالمية، وتسهيل وصولها إلى مصادر التمويل المناسبة.
- العمل على تبني التكلفة الحقيقية للتمويل البنكي، من خلال اعتماد أسعار الفائدة الحقيقية، ذلك أن المؤسسات الاقتصادية الكبيرة، الصغيرة والمتوسطة لن تقبل على البورصة مادام أنها تستفيد من قروض بنكية بأسعار فائدة مدعمة (لا تتعدى حاجز الواحد بالمائة في بعض الأحيان).
- ضرورة قيام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالنظر ومراجعة سعر دخول المؤسسات إلى بورصة الجزائر، وعدم الاكتفاء بدور حيادي، وهذا بغية زيادة الشفافية وحماية المستثمرين الطبيعيين الذي لا يمكنهم معرفة القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسات المدرجة، لقلّة معارفهم من جهة، ومن جهة أخرى لغياب الإفصاح عن المعلومات الضرورية من طرف المؤسسة، إذ أثبتت التجربة الهبوط الحاد في أسعار بعض الأصول المسعرة مباشرة بعد بداية تداولها، في صورة سهم مؤسسة أليانس للتأمينات الذي انتقل من سعر دخول قدره 830 دج إلى حدود 545 دج مع نهاية سنة 2014، ما يعطي الاستفسار حول مصداقية عملية التقييم وتحديد سعر أصول المؤسسة.
- شرح وتبسيط الشروط المتعلقة بدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة الجزائر، من خلال تنظيم ندوات وملتقيات لملاك هذه المؤسسات حول البورصة والمزايا التي تتيحها لهم.

- توعية ملاك المؤسسات بضرورة الفصل ما بين الملكية والتسيير، واختيار أشخاص أكفاء، ذوي مستوى علمي وخبرة مهنية واسعة لإدارة شؤون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، ذلك أن التجربة أثبتت نمو وتطور المؤسسات التي تفصل بين الملكية وتسيير شؤون المؤسسة.
- العمل على تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى مصادر التمويل اللازمة لنموها وتطورها، بما فيها القروض البنكية، من خلال تخفيف الإجراءات، عقلنة الضمانات وتفعيل دور الصناديق المعنية بضمان قروض هذه المؤسسات.
- ترقية السوق المالية البديلة لا يتم إلا من خلال سوق رئيسية قوية ونشيطة، ولذلك وجب الاهتمام أولاً بزيادة نشاط بورصة الجزائر في المقام الأول، ومن ثم التفكير في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### صعوبات البحث

وفي الأخير، تجدر الإشارة إلى أن إنجاز هذا العمل لم يكن من الأمور الميسرة وهذا راجع لوجود بعض المشاكل التي تمت مواجهتها، والتي من أهمها قلة المراجع المتخصصة، والدراسات الميدانية حول البورصة والدور التمويلي الذي تؤديه، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى الصعوبات الكبيرة التي تمت مواجهتها من أجل جمع بيانات الدراسة الميدانية، نتيجة عدم تقبل ملاك المؤسسات أو مسيريهام لملأ الاستبيانات المقدمة إليهم.

### آفاق البحث

وكغيره من الأبحاث، يحتاج هذا البحث إلى جهود إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل أكثر، متمنين أن يكون نقطة انطلاق نحو بحوث أخرى، يكون لها الدور المهم في تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر خاصة بعد قرار السلطات العليا بإدراج ثماني مؤسسات عمومية في البورصة.

وعليه، يمكن اقتراح المواضيع الآتية:

- دراسة تنبؤية لمدى استجابة الأشخاص الطبيعيين والمعنويين لعرض الأوراق المالية في بورصة الجزائر- دراسة تحليلية.
- اهتمت هذه الدراسة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي يمكن القيام بدراسة مشابهة على مستوى المؤسسات الكبيرة.
- دراسة مقارنة للدور الاقتصادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات العالمية.

وفي الأخير، الله نسأل أن نكون قد وفقنا لما كنا نصبوا إليه والحمد لله أولاً و آخراً.

انتهى بتوفيق وفضل من الله.

## قائمة المراجع

## قائمة المراجع

أولاً: الكتب

## I- الكتب باللغة العربية

1. أحمد عبد الوهاب يوسف، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
2. الأسرج حسين عبد المطلب، البديل الإسلامي لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وزارة التجارة الخارجية والصناعة، القاهرة، مصر.
3. الأسرج حسين عبد المطلب، مستقبل المؤسسات الصغيرة في مصر، وزارة التجارة الخارجية والصناعة، القاهرة، مصر.
4. آيت عاش سمير، التنظيم والرقابة البنكية، مطبوعة جامعية مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2013-2014.
5. بشارت هيا جميل، التمويل المصرفي الإسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
6. البوعبيدي محمد، الإدارة المالية، كتب للنشر الإلكتروني عبر الموقع [www.e-kutub.com](http://www.e-kutub.com)، الطبعة الإلكترونية الأولى، بدون سنة نشر.
7. بيرلي ريتشارد وآخرون، تعريب سرور علي إبراهيم سرور وأحمد يوسف عبد الخير، أساسيات تمويل المنشأة، دار المريخ للنشر، الكتاب الأول، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011.
8. التيمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
9. جواد نبيل، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجزائرية للكتاب، الطبعة الأولى.
10. الحريري رافدة، التقويم التربوي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
11. حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والطبع والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001.
12. خبابة عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2013.
13. خوني رابح وحساني رقية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008.
14. الزعبي هيثم محمد، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
15. السيدة عبد الفتاح إسماعيل وحنفي عبد الغفار علي، الأسواق المالية- أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- صناديق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
16. العساف أحمد عارف وآخرون، الأصول العلمية والعملية لإدارة المشاريع الصغيرة والمتوسطة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.

17. علام سمير ، إدارة المشروعات الصناعية الصغيرة، مطبعة مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، مصر.
18. الغالبى طاهر محسن منصور، إدارة وإستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
19. القهيوي ليث عبد الله والوادي بلال محمود، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها فى عملية التنمية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.
20. كرسى سابق لدراسة الأسواق المالية الإسلامية، ترجمة لطفي عامر بن جديدة وآخرون، النظام المالى الإسلامى: المبادئ والممارسات، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011.
21. لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003.
22. مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل فى الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، الجزء الأول.
23. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والخدمات، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2011.
24. محمد صالح الحناوي ومحمد فريد الصحن، مقدمة فى المال والأعمال، الدار الجامعية، مصر.
25. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2007.
26. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003.
27. وفا عبد الباسط، مؤسسات رأس مال المخاطر ودورها فى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- II- الكتب باللغات الأجنبية**

1. Amos Susskind, La finance comportementale, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2005.
2. Aswath Damodaran, Pratique de la finance d'entreprise: A user's manual, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2e Edition, 2010.
3. Benjamin Ndong, Les Marchés boursiers émergents: problématique de l'efficience, Edition Publibook, Paris, France, 2011.
4. Bertrand Duchéneaut, Enquête sur les PME françaises: identités, contextes, chiffres, Edition MAXIMA, Paris, France, 1995.
5. Carole bolusset, L'investissement, Edition Breal, 2007.
6. Choinel Alain et Rouyer Gérard, Marché financier : Structures et acteurs, La revue Banque éditeur, 6<sup>e</sup> édition, Paris, France, 1996.
7. Corhay Albert et Mbangala Mapapa, Fondements de gestion financière: manuel et applications, 2<sup>e</sup> Edition, Edition de l'Université de Leige, Belgique, 2007.
8. Damodaran Aswath, Finance d'entreprise: Théorie et pratique, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2e Edition, 2006.
9. Elise Cormier, Préparation et analyse des états financiers, Les Presses de l'université Laval, Québec, Canada, 3<sup>e</sup> Edition, 1997.

10. Emmanuel Boutron et autres, **Alternext : un bilan après 5 années d'exercice**, Janvier 2013.
11. Éric Stéphany, **La relation capital-risque/PME: fondements et pratiques**, 1<sup>er</sup> édition, Edition De Boeck & Larcier, 2003, Bruxelles, Belgique.
12. Farhad Analoui and Azhdar Karami, **Strategic Management in Small and Medium Enterprises**, First Edition, Thomson learning edition, 2003.
13. Franck Moraux, **Finance de marché**, Edition Pearson Education, Paris, France, 2010.
14. Frederic Mishki et autres, **Monnaie, banque et marchés financiers**, 9<sup>e</sup> édition, Edition Pearson Education France, Paris, France, 2010.
15. Fredj Jawadi, Jean-Michel Sahut, **Inefficiency et dynamique des marchés financiers**, Edition L'Harmattan, Paris, France, 2009.
16. Gérard Melyon, **Gestion financière**, Edition Bréal, 4<sup>e</sup> Edition, France, 2008.
17. Guy Roussey, **Guide complet des OPCVM: Investir et gagne sur les SICAV, FCP, TRACKERS**, Edition MAXIMA, Paris, France, 2009.
18. Jean Redis, **Finance entrepreneuriale: Le créateur d'entreprise et les investisseurs en Capital**, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 1<sup>er</sup> Edition, 2009.
19. Joanne Ouellet, **La PME Canadienne : Situation et défis**, L'institut de recherches politiques, les Presse de l'université LAVAL, 2eme trimestre 1989.
20. John Hull et autres, **Gestion des risques et institutions financières**, 2<sup>e</sup> Edition, Edition Pearson Education, Paris, France, 2007.
21. Josef Antoine et Marie Claire Capiou Huart, **Dictionnaire des marchés financiers**, 1<sup>er</sup> édition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2006.
22. Joseph Antoine et Marie-Claire, **Titres et Bourse: Valeurs mobilières**, 2<sup>e</sup> Edition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 1998.
23. Junichi Ujiie, **Japanese financial market**, 2<sup>nd</sup> edition, Published by Woodhead publishing limited, Abington, England, 2002.
24. Keith Cuthbertson, **Économie financière quantitative: actions, obligations et taux de change**, 1<sup>er</sup> Edition, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2000.
25. Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez, **Asset & Risk Management: La finance orientée « risques »**, Edition De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2003.
26. M. Mansouri , **La Bourse des valeurs mobilières d'Alger**, Edition Dar Houma, Alger, Algérie, 2002.
27. MEUNIER Alain, **PME: les stratégies du succès**, Dunod, Paris, 2007.
28. Michel Monereau, **Management des organisations touristiques : 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> années**, Edition Bréal, 2<sup>e</sup> Edition, France, 2008.
29. Nadine LEVRATTO, **Les PME: définition, rôle économiques et politiques publiques**, De boeck, Bruxelles, Belgique, 1<sup>er</sup> édition, 2009.
30. Olivier Picon, **Comprendre la bourse pour gagner à la hausse comme à la baisse**, 15<sup>e</sup> édition, Edition MAXIMA, Paris, France, 2010.
31. Pascal Alphonse et autres, **Gestion de portefeuille et marchés financiers**, 2<sup>e</sup> Edition, Edition Pearson Education, Paris, France, 2007.

32. Patrick della Faille, **Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises: une approche juridique, Economique et financière**, Edition de Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique, 2001.
33. Paul Jacque Lehmann, **Bourse et Marché Financiers**, 2e édition, Edition DUNOD, Paris, France, 2005.
34. Paul-A forti, **Devenez entrepreneur**, les Editions Transcontinental inc, 2eme édition, 1992.
35. Philippe Kneipe, **Trésoriere et finance d'entreprise**, Edition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 1997.
36. Rassi Faouzi, **Gestion Financière A Long Terme: Investissements Et Financement**, Presse de l'université du Québec, 2007.
37. Rassi Faouzi, **L'Évaluation des Actifs Financiers et la Relation Risque-Rendement**, Presse de l'université du Québec, 2010.
38. Roger A. Lamontagne, **La Planification Financière Personnelle**, 2° Edition, Presses de l'université du Québec, Québec, Canada, 2001.
39. Sarthi capital advisors, **SME capital market watch**, 7<sup>th</sup> édition, 2013.
40. Serge Peffer, **Vade-mecum du financement des PME**, Edition De Boeck & Larcier, Bruxelles, Belgique, 2010.
41. Simon Parienté, **Analyse financière et évaluation d'entreprise**, 2° Edition, Edition Pearson education, Paris, France, 2009.
42. Tarek Miloud, **Les introductions en bourse, la structure de propriété et la création de Valeur**, Institut d'Administration et de gestion, Faculté de science économique sociale et politique, Université catholique de louvain.
43. Thierry Meloux, **Analyse 360°: Pratique de l'analyse financier de l'entreprise**, Edition Books On Demand, Hambourg, Allemagne, 2008.
44. Yasmine Hayek Kobeissi, **Marchés fractals: Stratégies d'investissements**, Edition connaissance et savoir, Paris, France, 2009.
45. Zéphirin Sédar Amboulou, **L'essentiel d'une gouvernance sans ambiguïté des entreprises congolaise aujourd'hui**, Edition Publibook, 2010.

## ثانيا: المجلات

### I- المجلات باللغة العربية

1. الأسرج حسين عبد المطلب، **تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية**، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 79، 2004.
2. آيت عيسى عيسى، **المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر: آفاق وقيود**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلى، الشلف، العدد السادس، 2009.
3. الشريف ریحان والطاوس حمداوي، **بورصة الجزائر: رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية**، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، عنابة، الجزائر، عدد 34، جوان 2013.
4. شوقي جباري ومصطفى قمان، **السوق المالية كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة لحالة الجزائر-**، مجلة التنظيم والعمل، العدد الخامس.

5. محمد براق، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، العدد 21، جوان 2001.

## II- المجالات باللغات الأجنبية

1. Benoît Pigé, La gouvernance d'entreprise dans les PME : l'adaptation du profil du dirigeant aux besoins de l'entreprise, Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, vol. 15, n° 2, 2002.
2. BOUZAR Chabha, Les contraintes de développement du marché financier algérien, Revue Campus, n° 18, 2010.
3. Dominique Dufour et Eric Molay, Sous évaluation a l'introduction en bourse et valorisation : l'exemple d'ALTERNEXT, International REVIEW of Financial Analysis Vol 16, 2008.
4. Géraldine broye et Alain schatt, Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français, Revue Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 2, juin 2003.
5. Léon Gingembre, Le rôle des grandes, moyennes et petites entreprises dans l'essor économique européen, Management International, Vol. 5, No. 2/3 (1965).
6. Liu Zeting, Les politiques pour la promotion des PME innovantes en Chine, Revue Marché et organisations, 2014/2 N° 21.
7. Maximilian ROBU, The dynamic and importance of SMEs in economy, The USV Annals of Economics and Public Administration, Volume 13, Issue 1(17), 2013.
8. Olivier Torrès, Pour une approche contingente de la spécificité de la PME, Revue internationale P.M.E., vol. 10, n° 2, 1997.
9. Patrick Sentis, INTRODUCTION EN BOURSE : Quelles stratégies pour l'entreprise candidate, Revue française de gestion, no 158, vol 5, 2005.
10. Sahnoun Djamel eddine, Le marché alternatif et son rôle dans le développement des PME -Le cas de la Tunisie-, Revue Des économies nord Africaines, N°6, 2009.
11. Thierry NOBRE, Méthodes et outils du contrôle de gestion dans les PME, Revue Finance Contrôle Stratégie – Volume 4, N° 2, juin 2001.

## ثالثا: الأطروحات والمذكرات

1. الأسرج حسين عبد المطلب، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مارس 2002.
2. أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه في العلوم السياسية، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2012.
3. براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 1999.

4. بسبع عبد القادر، مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة مع الإشارة لحالة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2009-2010.
5. بهناس العباس، الإصلاح المالي وتسيير المخاطر المصرفية - حالة الجزائر-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012-2013.
6. بوخلالة سهام، المنافسة البنكية في الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية بعد 1990 - دراسة حالة عينة من البنوك التجارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2005-2006.
7. بورمة هشام، نظام المصرفي الجزائري وإمكانية الاندماج في العولمة المالية، مذكرة ماجستير في الإدارة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2008-2009.
8. تقيّة إلياس، عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003-2004.
9. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006.
10. حورية حمّني، آليات رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية وفعاليتها - حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005-2006.
11. خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة - دراسة إستشرافية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2007-2008.
12. عزوز عائشة، دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية، أطروحة دكتوراه علوم التسيير، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013.
13. قنيدرة سمية، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من ظاهرة البطالة - دراسة ميدانية بولاية قسنطينة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير الموارد البشرية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2009-2010.
14. كروش نورالدين، عرض الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة آليانس للتأمينات-، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، السنة الجامعية 2011-2012.
15. لحرش الطاهر، استراتيجية تسويق الأوراق المالية وأثرها تنشيط الاستثمار المالي - دراسة تحليلية لخصائص وسلوك المستثمر المالي الفرد الجزائري-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسويق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2008-2009.

16. لخلف عثمان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتنميتها دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2003-2004.
17. لونيسي هدى، إشكالية تسيير السيولة في البنوك الجزائرية الفترة 1990-2009، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012.
18. ليلي لولاشي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مساهمة القرض الشعبي الجزائري -وكالة بسكرة-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004-2005.
19. ماجدة مدوخ، اليورو والسياسات النقدية في الدول النامية -دراسة حالة الجزائر-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012.
20. مرزوقي نوال، معوقات حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية على شهادة الايوز 9000 و14000 -دراسة ميدانية لبعض المؤسسات-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.
21. مشري محمد الناصر، دور المؤسسات المتوسطة والصغيرة والمصغرة في تحقيق التنمية المحلية المستدامة -دراسة الإستراتيجية الوطنية لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة ولاية تبسة-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إستراتيجية المؤسسة للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.
22. مفتاح بخته، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012.
23. نجمة عباس، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل سياسة التجديد والإبداع -دراسة حالة المؤسسات الفتية المبدعة في ولاية باتنة-، رسالة دكتوراه علوم، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010-2011.
24. يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.

#### رابعاً: المداخلات

##### I- المداخلات باللغة العربية

1. بودلال على وسعيداني محمد، فعالية النظام المصرفي الجزائري بين النظرية والتطبيق، مداخلات مقدمة ضمن الملتقى الوطني الأول حول إصلاح المنظومة المصرفية، المركز الجامعي جيجل، الجزائر، ماي 2015.

## II- المداخلات باللغة الأجنبية

1. Moustapha Kassé, Apport des PME dans le développement économique, papier présenté au Union des Entreprises pour l'Emergence du Sénégal –UDEES, Chambre de Commerce Dakar 29 mai 2012.
2. Salah Essayal, président du conseil de marché financier en Tunisie, L'expérience Tunisienne en matière de marché financier, Intervention en journée scientifique organiser par la Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Alger le 25 Avril 2013.

## خامسا: التقارير والدوريات

## I- التقارير والدوريات باللغة العربية

1. الأمم المتحدة، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، التمويل والاستثمار في قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، نشرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات للتنمية لغربي آسيا، العدد رقم 6، 2006.

2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، 2010.
3. منشورات شركة تسيير بورصة القيم لمنقولة، أوامر البورصة، بدون سنة.
4. منشورات شركة تسيير بورصة القيم لمنقولة، تعريف بورصة الجزائر، بدون سنة.
5. منشورات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تنظيم اللجنة ومهامها وصلحياتها، 2004.
6. منشورات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، دليل القيم المنقولة، أوت 2004.
7. منشورات لجنة تنظيم عمليات لبورصة ومراقبتها، سير البورصة، 2004.

## II- التقارير والدوريات باللغة الأجنبية

1. Allan Riding et Barbara Orser, Les petites et moyennes entreprises de l'Ontario, Programme du recherche sur le financement des PME, Gouvernement du Canada, Septembre 2007.
2. Aseem Grover and Kati Suominen, 2014 Summary – State of SME Finance in the United States, TradeUp, 2014.
3. Bourse des valeurs mobilières de Tunis, Rapport annuel 2013.
4. Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013.
5. Business Population Estimates, Department of business innovation and skills, SMEs: The Key Enablers of Business Success and the Economic Rationale for Government Intervention, December 2013.
6. Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Intervenants du marché.
7. Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Introduction en bourse, sans année d'édition.
8. Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Introduction en bourse, sans année d'édition.

9. Gérard Rameix et Thierry Giami, **Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier**, ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Novembre 2011.
10. Institut national de la statistique et études économique (INSEE), **Démographie des sociétés et des entreprises individuelles**.
11. KPMG, **Panorama de l'évolution des PME depuis 10 ans**, 2010.
12. L'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE), **Perspectives de l'OCDE sur les PME 2000**, Edition OCDE, paris, France, 2000.
13. London Stock Exchange, **A guide to AIM**, Edition White Page Ltd, London, United Kingdom, 2010.
14. London stock exchange, **From local to global: the rise of AIM as market for growing companies**, September 2007.
15. L'Organisation de coopération et de développement économiques, **Le financement des PME en des entrepreneurs 2012**, Publication de l'OCDE, 2013.
16. Matthew Ward and Chris Rhodes, **Small businesses and the UK economy**, House of commons library, December 2014.
17. Média Bank, **Mise en place du marché financier en Algérie**, , n° 30, Juillet 1997.
18. **Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne**, ERIAD Setif SPA, 1998.
19. Office National des Statistiques, **Activité, Emploi et Chômage au 4eme trimestre 2013**, N° 653.
20. Organization for Small & Medium Enterprises and Regional Innovation, **SME Support**, Japan, 2012.
21. **PME 2014 : Rapport sur l'évolution des pme**, la documentation française, publiée par Bpifrance, 2014.
22. Société de gestion de la bourse des valeurs, **Bilan d'activité 2013 : Structure des opérations et de développement du marché**, Janvier 2015.
23. Société de gestion de la bourse des valeurs, **Bilan d'activité 2014: Structure des opérations et de développement du marché**, Janvier 2015.
24. United States International Trade Commission, **Small and medium-sized enterprises: U.S and E.U export activities, and barriers and opportunities experienced by US firm**, USITC Publication, Washington, July 2010.
25. United States International Trade Commission, **Small and Medium-Sized Enterprises: Overview of Participation in U.S. Exports**, Investigation No. 332-508, USITC Publication 4125.
26. White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan, 2014, Recompiled from MIC, METI, 2012 Economic Census for Business Activity.

**سادسا: التشريعات والتنظيمات****I- التشريعات والتنظيمات باللغة العربية**

1. الأمر رقم 04-10 المؤرخ في 26 رمضان 1431 هـ، الموافق 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية 1424 الموافق 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية رقم 11.
2. الأنظمة رقم 01-04، 02-04 و 03-04 المؤرخة في 12 محرم عام 1425 هـ، الموافق 04 مارس 2004.
3. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77 الصادر بتاريخ 15-12-2001، المادة رقم 4 من القانون رقم 01-18 الصادر في 12-12-2001 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
4. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77 الصادر بتاريخ 15-12-2001، المادة رقم 4 من القانون رقم 01-18 الصادر في 12-12-2001 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
5. القانون رقم 86-12 الصادر بتاريخ 19 أوت 1986، والمتعلق بنظام البنوك والقرض، المادة 26.
6. المادة 46-2 من النظام رقم 01-012 المؤرخة في 12 جانفي من عام 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 41 الصادرة بتاريخ 15 جويلية 2012.
7. المرسوم التنفيذي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993.
8. المرسوم التنفيذي رقم 94-188 المؤرخ في 26 محرم 1415 هـ الموافق لـ 06 جويلية 1994، الجريدة الرسمية رقم 44 الصادر في 07 جويلية 1994.
9. مرسوم تنفيذي رقم 04-14 مؤرخ في 29 ذي القعدة عام 1424 الموافق لـ 22 يناير سنة 2004، المتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر، المادة رقم 5.
10. النظام رقم 01-012 المؤرخة في 12 جانفي من عام 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 41 الصادرة بتاريخ 15 جويلية 2012.

**II- التشريعات والتنظيمات باللغات الأجنبية**

1. Article 21 bis du décret n°77-608 du 27 juillet 1977, modifié et complété par les textes subséquents et notamment par le décret n°2005-2397 du 31 Août 2005.
2. Journal officiel de l'Union européenne n° L 124 du 05 Mai 2013.
3. article 28 de la directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54, paragraphe 3, point g), du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, JO L 222 du 14.8.1978.

**سابعا: مواقع الانترنت**

1. <http://www.andi.dz/>.
2. <http://www.andpme.org.dz/>.
3. <http://www.angem.dz/> .
4. <http://www.ansej.org.dz/>.

5. <http://www.bank-of-algeria.dz/> .
6. <http://www.bvmt.com.tn/>.
7. <http://www.bvmt.com.tn/fr>.
8. <http://www.cgci.dz/fr/>.
9. <http://www.chusho.meti.go.jp>.
10. <http://www.cosob.org>.
11. <http://www.fgar.dz/>.
12. <http://www.growadvisors.com/>
13. <http://www.insee.fr/>.
14. <http://www.londonstockexchange.com/>.
15. <http://www.mfdgi.gov.dz/>.
16. <http://www.sarthiwm.in>.
17. <http://www.sgbv.dz/ar/>
18. <https://www.cnac.dz/>.
19. <https://www.saidalgroup.dz/>
20. [www.parliament.uk/](http://www.parliament.uk/)

قائمة الملاحق

## قائمة الملاحق

الملحق رقم (1): التوزيع الجغرافي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

Taux de concentration = (Nombre de PME/Population résidente)\*1000

Wilaya	Nombre de PME (1er semestre 2013)	Population par wilaya (RGPH 2008)	Taux de concentration
<b>Région Centre</b>			
Alger	50 887	2 988 145	17,03
Tizi ousou	26 267	1 127 607	23,29
Tipaza	18 109	591 010	30,64
Boumerdes	15 891	802 083	19,81
Bli da	15 050	1 002 937	15,01
Chlef	10 676	1 002 088	10,65
<b>S/Total</b>	<b>136 880</b>	<b>7 513 870</b>	<b>18,22</b>
<b>Région Est</b>			
Bejaia	20 684	912 577	22,67
Constantine	14 002	938 475	14,92
Annaba	11 066	609 499	18,16
Skikda	9 596	898 680	10,68
Jijel	7 843	636 948	12,31
Guelma	5 508	482 430	11,42
El Tarf	4 125	408 414	10,10
<b>S/Total</b>	<b>72 824</b>	<b>4 837 023</b>	<b>14,90</b>
<b>Région Ouest</b>			
Oran	20 759	1 454 078	14,28
Ain Defla	7 162	766 013	9,35
Mascara	7 098	784 073	9,05
Mostaganem	6 976	737 118	9,46
Relizane	6 044	726 180	8,32
Ain Temouchent	4 680	371 239	12,61
<b>S/Total</b>	<b>52 719</b>	<b>4 838 701</b>	<b>10,90</b>
<b>Région Hauts plateaux</b>			
Setif	19 859	1 489 979	13,33
Datna	11 194	1 119 791	10,00
Bordj Bou Arreridj	9 611	628 475	15,29
Bouira	9 599	695 583	13,80
Tlemcen	9 297	949 135	9,80
M'sila	8 990	990 591	9,08
Mila	8 083	766 886	10,54
Sidi Del Abbas	7 666	604 744	12,68
Medea	6 995	819 932	8,53
Djel fa	6 847	1 092 184	6,27
Tiaret	6 370	846 823	7,52
Tebessa	6 309	648 703	9,73
Khenchela	5 360	386 683	13,86
Oum El-Bouaghi	4 860	621 612	7,82
Souk Ahras	4 478	438 127	10,22
Sai da	2 594	330 641	7,85
Naama	2 364	192 891	12,26
El Bayadh	2 313	228 624	10,12
Tissemst	2 171	294 476	7,37
<b>S/Total</b>	<b>134 960</b>	<b>13 145 880</b>	<b>10,27</b>
<b>Région Sud</b>			
Ghardaia	7 475	363 598	20,56
Ouargla	7 302	558 558	13,07
Biskra	5 814	721 356	8,06
Bechar	5 570	270 061	20,62
El Oued	5 536	647 548	8,55
Laghouat	4 434	455 602	9,73
<b>S/Total</b>	<b>36 131</b>	<b>3 016 723</b>	<b>11,98</b>
<b>Région Grand-sud</b>			
Adrar	3 185	399 714	7,97
Tamanrasset	2 406	176 637	13,62
Tindouf	1 447	49 149	29,44
Illizi	1 412	52 333	26,98
<b>S/Total</b>	<b>8 450</b>	<b>677 833</b>	<b>12,47</b>
<b>Total</b>	<b>441 964</b>	<b>34 080 030</b>	<b>12,97</b>

Source : Bulletins d'information statistique de la PME N° 23, direction générale de veille stratégique, des études économiques et de statistiques, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Novembre 2013, P : 15.

**الملحق رقم (02): مجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بقاعدة البيانات (2230) مؤسسة).**

Secteur	Nbr dossier	Montant
AGRICULTURE Grande culture - céréaliculture	2	192 300 000,00
AGRICULTURE Gros élevage - bovin	1	9 607 000,00
BTPH	479	15 079 242 700,30
COMMERCE DE DETAIL	5	26 574 040,00
COMMERCE DE DETAIL - Alimentation	2	4 940 000,00
COMMERCE DE DETAIL - Equipements , matériaux de construction et fournitures pour bâtiments et travaux publics	2	49 500 000,00
COMMERCE DE DETAIL - Equipements et fournitures industriels et professionnels	1	3 600 000,00
COMMERCE DE DETAIL - Fournitures , de pièces détachées et accessoires pour entretien et réparations mécaniques	1	11 856 000,00
COMMERCE DE DETAIL - Habillement , Bijouterie , Maroquinerie et Produits de beauté	1	1 113 000,00
COMMERCE DE DETAIL - Matériel et fournitures pour l agriculture et les activités annexes	1	14 000 000,00
COMMERCE DE DETAIL - Multiple	2	186 671 523,00
COMMERCE DE GROS	2	7 760 000,00
COMMERCE DE GROS - Equipements et fournitures industriels et professionnels	3	463 000 000,00
COMMERCE DE GROS - Equipements, matériaux de construction et de travaux publics	3	32 100 000,00
COMMERCE DE GROS - Fournitures, pièces et accessoires mécaniques	1	4 600 000,00
COMMERCE DE GROS - Produits alimentaires	14	208 405 600,00
IMPORTATION / EXPORTATION	1	1 500 000,00
IMPORTATION / EXPORTATION - Matériels et produits divers liés à différents domaines	1	2 250 000,00
IMPORTATION / EXPORTATION - Matériels et produits liés au domaine du bâtiment et travaux publics	2	204 100 000,00
IMPORTATION / EXPORTATION - Produits liés au domaine de l alimentation	4	174 756 000,00
INDUSTRIE	89	4 622 881 007,00
INDUSTRIE - Agriculture, élevage et pêche	25	1 650 317 241,00
INDUSTRIE - Agro-alimentaire	176	9 496 937 170,00
INDUSTRIE - Bois, quincaillerie et Meubles	14	265 692 641,27

INDUSTRIE - Chimie	50	3 753 002 512,00
INDUSTRIE - Divers	79	3 918 114 469,00
INDUSTRIE - Energie et hydrocarbures	12	429 132 000,00
INDUSTRIE - Matériaux de constructions	119	8 937 097 307,00
INDUSTRIE - Matériaux de constructions et BTPH	173	7 030 611 994,50
INDUSTRIE - Mécanique et électrique	31	1 319 527 271,00
INDUSTRIE - Metallurgie	36	2 682 092 307,56
INDUSTRIE - Mines et carrières	59	4 646 555 514,46
INDUSTRIE - Récupération	24	1 402 498 000,00
INDUSTRIE - Textiles et Cuirs	18	322 460 000,00
SERVICES	26	674 372 000,00
SERVICES - Conditionnement et emballage	3	233 800 000,00
SERVICES - Contrôle technique et Assainissement	8	80 760 000,00
SERVICES - Diffusion de courrier , Presse et Télécommunication	1	19 769 500,00
SERVICES - DIVERS SERVICES	62	1 142 752 488,00
SERVICES - Etudes, Conseils et Assistances	3	23 015 000,00
SERVICES - Hébergement et Restauration	32	1 787 269 984,00
SERVICES - Hygiène corporelle	2	6 300 000,00
SERVICES - Installation et reparations de tous équipements et matériels industriels et domestiques	2	163 940 000,00
SERVICES - Location d infrastructures d équipements et matériels à usage professionnel ou domestique	10	460 673 200,00
SERVICES - Location et Gestion immobilière	11	243 491 000,00
SERVICES - Santé humaine et animale	102	4 205 266 054,20
SERVICES - Transports et services annexes	534	6 232 362 805,12
SERVICES - Travaux à façon administratif	1	1 500 000,00

## الملحق رقم (03): استبيان حول: التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

في إطار التحضير لرسالة الدكتوراه في العلوم التجارية والمالية تخصص " مالية " بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر- حول موضوع "التمويل البورصي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، نضع بين أيديكم استمارة استبيان نطمح من ورائها لتحقيق أهداف هذه الدراسة وفي سبيل تحقيق ذلك نرجو منكم التفضل بالإجابة على الأسئلة الواردة فيها مع الإشارة إلى أن نتائج هذا الاستبيان ستكون أساسا لخدمة البحث العلمي فقط، ودقة الإجابة ستعزز من قيمة النتائج المستهدفة.  
مع خالص الشكر والتقدير مسبقا.

الباحث

### I- حول المؤسسة

#### 1- طبيعة المؤسسة

عمومية  خاصة  مختلطة

#### 2- طبيعة النشاط

الفلاحة والصيد  البناء والأشغال العمومية والمياه  الصناعة   
الطاقة والمناجم  الخدمات  التجارة

#### 3- هل مؤسستكم فرع من مجمع مؤسسات؟

لا   
نعم، هي المؤسسة الأم   
نعم، هي فرع من مجمع

#### 4- عدد العمال

من 1 إلى 9  من 10 إلى 49   
من 50 إلى 250  أكثر من 250

#### 5- عمر المؤسسة

من 0 إلى سنتين (02)  من سنتين (02) إلى 5 سنوات   
من 5 سنوات إلى 10 سنوات  10 سنوات وأكثر

#### 6- الطبيعة القانونية للمؤسسة

الشركة الفردية   
شركة ذات أسهم (SPA)   
شركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL)   
شركة ذات الشخص الواحد والمسؤولية المحدودة (EURL)   
شركة الأشخاص (SNC)

أخرى: .....

## II- حول المسير

## 1- الجنس:

ذكر  أنثى

## 2- العمر:

أقل من 25 سنة  من 26 إلى 30 سنة  
 من 31 إلى 40 سنة  من 41 إلى 50 سنة  
 أكبر من 51 سنة

## 3- المستوى التعليمي

ثانوي أو أقل  جامعي  دراسات عليا  
 أخرى: .....

## 4- الخبرة المهنية

أقل من 5 سنوات  من 6 إلى 11 سنة  
 من 12 إلى 17 سنة  أكثر من 18 سنة

## 5- طبيعة المسير

مالك المؤسسة  مساهم بالأقلية في المؤسسة  
 مساهم بالتساوي  مساهم بالأغلبية في المؤسسة  
 موظف

## 6- درجة التشاور عند اتخاذ القرار في المؤسسة

مرتفعة جدا	<input type="checkbox"/>	منخفضة جدا							
	7	6	5	4	3	2	1		

## III- المؤسسة والحصول على الائتمان

## 1- هل تجد مؤسستكم صعوبة في الحصول على القروض البنكية:

لا

نعم

## 2- هل حصلت مؤسستكم على قروض بنكية من قبل:

لا

نعم

إذا كانت الإجابة "لا"، هل قدمتم طلب الحصول على قروض بنكية من قبل:

لا

نعم

إذا كانت الإجابة "نعم"، ما نوع القروض المتحصل عليها:

قروض استغلال

قروض استثمارية

قروض ايجارية

قروض تطوير وتحديث

3- كيف تقيم العلاقة بين المؤسسة والبنك المتعامل معه:

○ سيئة جدا ○ سيئة ○ قريبة من الجيد ○ جيدة ○ جيدة جدا

4- هل الضمانات المطلوبة من طرف البنك معقولة؟

○ لا ○ نعم

5- هل استفدتم من خدمات CGCI و FGAR ؟

○ لا

○ نعم

6- هل استفادات مؤسستكم من برامج وهيئات الدعم الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

○ لا

○ نعم

7- هل تستعمل مؤسستكم مصادر تمويل أخرى غير البنوك؟

○ لا

○ نعم

8- هل تقبل بدخول مساهمين جدد في حالة ما إذا كنت الوضعية المالية للمؤسسة صعبة؟

○ لا ○ نعم

IV- المؤسسة والبورصة

1- هل أنت على إطلاع بفتح سوق مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببورصة الجزائر؟

○ لا ○ نعم

2- هل تفكر في إدراج مؤسستكم في البورصة؟

○ لا ○ نعم

إذا كان الجواب "لا"، لماذا:

○ رأس المال الأدنى المطلوب

○ تكلفة الدخول

○ فتح نسبة من رأس المال

○ نقص الثقة

○ أخرى: ما هي:.....

إذا كان الجواب "نعم"، ما هي الأهداف المراد تحقيقها (بالترتيب) من هذه العملية:

○ رفع الأموال الضرورية للمؤسسة

○ تنويع مصادر تمويل المؤسسة

○ فرص النمو الخارجي

○ إشهار للمؤسسة

○ أخرى: ما هي:.....

## 3- ما رأيك في الشروط الآتية الخاصة بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر؟

الشرط	لا يمكن تحقيقها تماما	لا يمكن تحقيقها	يمكن تحقيقها	قابلة للتحقيق	قابلة للتحقيق تماما
- أن تكون المؤسسة عبارة عن شركة ذات أسهم					
- رأس المال الأدنى للمؤسسة (05 مليون دج)					
- رأس المال الأدنى الموزع على الجمهور في حدود 10 %					
- نشر القوائم المالية المصادق عليها للسنتين الأخيرتين					
- استحداث وحدة للمراجعة الداخلية					
- تعيين متعهد بالترقية في البورصة لمدة 5 سنوات					
- عدد حملة الأسهم عند تاريخ التسعير لا يقل عن 50 مساهما أو 03 مستثمرين مؤسساتيين					
- نشر المعلومات المتعلقة بالمؤسسة والإفصاح المالي					

## 4- هل لديك معلومات كافية أو غير كافية عن المصطلحات الآتية:

كافية	غير كافية	
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	السندات
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	الأسهم
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM)
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	الدخول إلى البورصة
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	الوسيط في البورصة
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	المتعهد بالترقية في البورصة
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	التسعير في بورصة الجزائر
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	أوامر الشراء والبيع

## 5- هل لديك معلومات جيدة أو غير كافية حول سير البورصة؟

جيدة

غير كافية

## 6- هل تعرف الهيئات المسؤولة عن ضمان السير الحسن للبورصة؟

لا

نعم

## الملحق رقم (04): قيمة معامل الثبات للدراسة الميدانية

### Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,788	39

### Statistiques de total des éléments

	Moyenne de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Variance de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Corrélation complète des éléments corrigés	Alpha de Cronbach en cas de suppression de l'élément
nature de l'entreprise	64,81	125,347	,124	,788
Secteur d'Activité	63,38	127,771	-,097	,811
Nombre Salaries	64,60	120,627	,332	,781
Age de l'entreprise	63,69	117,070	,375	,779
Statut Jurisque	63,79	126,551	-,034	,797
Le sexe du gérant	65,75	125,809	,176	,787
L'âge du gérant	62,92	120,504	,198	,787
Le niveau d'instruction du gérant	64,81	124,113	,170	,787
L'expérience professionnelle du gérant	63,85	123,829	,054	,796
Nature du gestionnaire	64,40	117,010	,202	,792
Degré de consultation pour prendre les différentes décisions dans l'entreprise	62,21	121,275	,096	,797
Avez-vous trouvez des difficultés pour obtenir des crédits bancaires	66,08	128,418	-,175	,793
Avez-vous obtenu des crédits bancaires	66,50	124,851	,169	,787
Comment évaluez-vous la relation entre l'entreprise et la Banque	64,29	137,317	-,456	,816
Trouvez- vous que la garantie exigée par les banques est raisonnable	66,50	125,574	,099	,788
Avez- vous bénéficié les services du FGA et CGCI	66,65	123,425	,391	,783
Avez-vous bénéficié des programmes et organes destinée au soutien des PME	66,54	123,488	,315	,784
Accédez- vous à d'autres moyen de financement que la banque	66,52	126,893	-,026	,790

Acceptez-vous l'entrée de nouveau actionnaire en cas de difficultés financières	66,13	126,069	,052	,789
Êtes- vous au courant de la création d'un marché destiné aux PME en bourse d'Alger	66,54	123,402	,324	,784
Obligations	66,15	120,893	,546	,779
Actions	66,17	120,227	,602	,778
OPCVM	66,67	125,546	,146	,787
Introduction en bourse	66,48	122,893	,352	,783
Intermédiaire en bourse	66,46	120,849	,541	,779
Promoteur en bourse	66,54	121,785	,489	,780
Cotation en bourse d'Alger	66,50	122,340	,413	,782
Ordre d'achat et de vente	66,40	122,414	,379	,782
Avez-vous une connaissance bonne ou insuffisante du fonctionnement de la Bourse	66,42	121,482	,469	,780
Savez- vous les différents organismes responsables du bon déroulement de la bourse d'Alger	66,52	122,170	,439	,781
L'Entreprise doit être une société par action (SPA)	63,52	109,021	,620	,765
Capital minimum exigé (5 MDA)	63,46	105,743	,661	,760
Part du capital minimum à diffuser dans le public au niveau de 10 %	63,29	109,232	,767	,760
États financiers certifiés et publiés de deux (02) derniers exercices	63,13	109,984	,655	,764
Exiger d'une structure d'audit interne	63,40	111,223	,629	,766
Désignation d'un promoteur en bourse pour 5 ans	64,00	116,128	,486	,774
nombre de détenteurs des actions le jour d'introduction : 50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels	63,63	116,282	,441	,776
Diffuser toutes les informations concernant l'entreprise et les états financiers	63,75	111,851	,558	,769
Pensez- vous à introduire votre entreprise en bourse	66,46	122,977	,338	,783