



جامعة الشاذلي بن جديد  
UNIVERSITE CHADLI BENDJEDID

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشاذلي بن جديد - الطارف -

UNIVERSITE CHADLI BEN DJEDID -El Tarf-

كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية وعلوم التسيير

Faculté des sciences Economiques, Commerciales Et Sciences De Gestion



جامعة الشاذلي بن جديد  
UNIVERSITE CHADLI BENDJEDID

السنة الجامعية: 2021/2020

الرقم التسلسلي:

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات  
الصغيرة والمتوسطة  
- دراسة حالة الجزائر -

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

- إشراف الأستاذ:

دحماني نور الهدى

إعداد الطلبة:

➤ بوقايسة هاجر أصيل

➤ شلوفي عبد الرزاق

الاسم	الرتبة	الصفة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَمِيعٌ عَلِيمٌ  
اللَّهُمَّ صَلِّ وَسَلِّمْ  
وَبَارِكْ عَلَى سَيِّدِنَا مُحَمَّدٍ  
وَعَلَى آلِهِ الطَّيِّبِينَ الطَّاهِرِينَ  
الطُّهْرَةَ الطَّاهِرَةَ  
وَالْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَمِيعٌ عَلِيمٌ  
اللَّهُمَّ صَلِّ وَسَلِّمْ  
وَبَارِكْ عَلَى سَيِّدِنَا مُحَمَّدٍ  
وَعَلَى آلِهِ الطَّيِّبِينَ الطَّاهِرِينَ  
الطُّهْرَةَ الطَّاهِرَةَ

Ramstarab.com

## ملخص

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما في الاقتصاديات الحديثة من خلال جمع وتعبئة المدخرات، وتحويلها نحو القطاعات المنتجة، ما يعود بالمنفع على الاقتصاد الوطني. وقد كيفت سوق الأوراق المالية آلياتها لتلائم مختلف المؤسسات بما في ذلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تعد ذات أهمية قصوى من أجل النهوض بالاقتصاديات الوطنية. وفي هذا الإطار قامت بورصة الجزائر بفتح وعاء خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلبية لحاجياتها التمويلية وخدمة للدور الفعال الذي تقوم به في تحقيق التنمية المستدامة.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، البورصة، بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.



## Résumé

Le marché boursier joue un rôle important dans les économies modernes en collectant et en mobilisant l'épargne et en la transférant vers les secteurs productifs, ce qui profitera à l'économie nationale. Le marché boursier a adapté ses mécanismes aux diverses institutions, y compris les petites et moyennes entreprises, qui sont de la plus haute importance pour la promotion des économies nationales. Dans ce contexte, la Bourse d'Alger a ouvert un conteneur spécial pour les petites et moyennes entreprises afin de répondre à leurs besoins de financement et de servir le rôle effectif qu'elles jouent dans la réalisation du développement durable.

**Mots clés:** le Marché des titres financiers, les petites et moyennes entreprises, la bourse, bourse des petites et moyennes entreprises.

## الإهداء

إلى صاحب السيرة العطرة، والفكر المُستنير؛

فلقد كان له الفضل الأوّل في بلوغي التعليم العالي

"والدي الحبيب"، أطال الله في عُمره.

إلى من وضعتني على طريق الحياة، وجعلتني رابط الجأش،

وراعتني حتى صرت كبيراً

"أمي الغالية"، طيّب الله ثراها.

إلى أحن جدة في قلبي أمي بية

إلى إخوتي؛ سيف الدين، هارون، عبد الفتاح، نريمان، نور اليقين، إيناس وإلى

مدللة بيتنا آية أريج، من كان لهم بالغ الأثر في كثير من العقبات والصعاب.

إلى جميع أصدقائي الذين عرفتني بهم الحياة

إلى صديقتي العزيزة وزميلتي هاجر أصيل

إلى جميع أساتذتي الكرام؛ ممن لم يتوانوا في مد يد العون لي

أهديك اليوم بحث تخرجي داعي الله عز وجل أن ينال إعجابكم.

عبد الرزاق

## الإهداء

إلى من حملتني و ربّتي و سقتني لبنها رضيعا و علمتني صغيرا و رافقتني  
لدعائها كثيرا، التي جعلت الجنة تحت أقدامها...، من قلب يهواها والعمر

فداها

امي وجدتي الغاليتين اطلب من الله أن يرعاهما ويحفظوهما وأطال في عمرهما  
إلى الذي علمني ورباني على الفضيلة والأخلاق أبي الغالي حفظه الله و أطال  
في عمره.

إلى أخواتي العزيزات وخالتي العزيزتين سامية وخولة وكل أخوالي وجدتي  
وأعمامي وعماتي.

وإلى أستاذتنا الدكتورة دحماني نور الهدى وزميلي عبد الرزاق

إلى جميع أصدقائي الذين عرفتمني بهم الحياة

## شكر و عرفان

بسم الله الرحمن الرحيم و الصلاة والسلام على أشرف المرسلين  
اشكر الله سبحانه وتعالى على توفيقه لنا في إتمام هذا العمل.

كما نتقدم بالشكر إلى أستاذتنا المشرفة الدكتورة دحماني نور الهدى  
على دعمها لنا القيم ونصائحها السديدة التي استفدنا منها  
كثيرا طيلة تحضيرنا هذا البحث، كما نقدم الكثير من الشكر  
إلى أوليائنا الكرماء اعزهما الله.

و إلى كل من ساعدنا لانجاز هذا العمل، من أصدقاء وأساتذة.  
كما نشكر عمال وموظفي وإطارات جامعة الشاذلي بن جديد

الطارف

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
27	أنواع عقود الخيارات	1-1
29	أنواع عقود المبادلات	2-1
79	إدخال المنتج كطرف ثالث في عملية التمويل التّجيري	1-2
80	عملية البيع ثم الاستئجار	2-2
89	مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر	3-2

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
52	المعايير الكمية في تحديد تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة	1-2
62	مقارنة بين المؤسسات الخاصة والعامة والتعاونية	2-2
100	عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2020	1-3
101	تطور رسملة السوق في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة 1999-2020	2-3
103	تطور معدل قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2020	3-3
104	تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة 1999-2020	4-3
120	تطور تعدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لفترة 2010 إلى 2019	5-3
121	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب طبيعتها من 2010 إلى 2019	6-3

## فهرس المحتويات

رقم الصفحة	المحتوى
I	ملخص
II	Résumé
III-IV	الإهداء
V	شكر وعرفان
VI	قائمة الأشكال
VII	قائمة الجداول
VIII-X	فهرس المحتويات
07-02	المقدمة العامة
08	الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية
09	تمهيد
10	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
11-10	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وخصائصها
13-11	المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية
16-13	المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية
16	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
20-16	المطلب الأول: الأسهم
22-20	المطلب الثاني: السندات
29-22	المطلب الثالث: المشتقات المالية
30	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وآلية عملها
33-30	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها
37-33	المطلب الثاني: التسعير

46-37	المطلب الثالث: نظام التداول
47	خاتمة الفصل
48	الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
49	تمهيد
50	المبحث الأول: أساسيات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
54-50	المطلب الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
56-55	المطلب الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
62-56	المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والعناصر المكونة لها
62	المبحث الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المشاكل والتحديات التي تواجهها
64-63	المطلب الأول: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
69-64	المطلب الثاني: المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
70-69	المطلب الثالث: التحديات المستقبلية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
70	المبحث الثالث: آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
73-71	المطلب الأول: عموميات حول التمويل
76-73	المطلب الثاني: آليات التمويل الكلاسيكية (التقليدية) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
91-76	المطلب الثالث: الآليات المستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
92	خاتمة الفصل
93	الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر-
94	تمهيد
96	المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر للقيم المنقولة
99-96	المطلب الأول: النشأة والهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر
105-99	المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة
115-105	المطلب الثالث: العراقيل التي تواجهها بورصة الجزائر وسبل تفعيلها
115	المبحث الثاني: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
117-115	المطلب الأول: ماهية وأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

121-117	المطلب الثاني: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
124-121	المطلب الثالث: تحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهمية دخولها إلى البورصة
124	المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة
125	المطلب الأول: تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
135-125	المطلب الثاني: تجارب بعض الدول في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة
137-135	المطلب الثالث: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر
138	خاتمة الفصل
142-140	الخاتمة
151-144	قائمة المراجع

# المقدمة

### 1- مدخل للدراسة

تحتل سوق الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة بحيث أصبحت تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء وذلك نظرا للدور الذي تلعبه في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة، لا سيما وأن هذه الأخيرة تتطلب تمويلا مباشرا أو غير مباشر لمثل هذه المشاريع من خلال توفير السيولة النقدية اللازمة وتعتبر سوق الأوراق المالية المرآة الحقيقية التي تعكس الأوضاع الاقتصادية لأي دولة فهي مورد مالي تلجأ إليه المؤسسات الاقتصادية مهما كان حجمها قصد تلبية احتياجاتها المالية وبأقل تكلفة وذلك نظرا لمحدودية إمكانياتها الذاتية التي قد لا تساعد في بلوغ الأهداف المسطرة للمشروع الاستثماري المستهدف.

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي وبالخصوص المؤسسات الاقتصادية التي تحتاج إلى الأموال من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية، بالإضافة إلى أنها تساهم في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة بما يتماشى و تحقيق النمو الاقتصادي و تعد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من بين المؤسسات الاقتصادية التي تلجأ إلى سوق الأوراق المالية بغية تلبية احتياجاتها المالية على المدى المتوسط والطويل، وهذا بعدما كيفت سوق الأوراق المالية مجموعة من الآليات الموجهة خصيصا لها نظرا للمكانة التي باتت تكتسيها هذه الأخيرة - المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات الحديثة للدول المتقدمة والنامية على حد سواء-، إذ أنها تمثل وزنا ذا أهمية قصوى يعول عليه من أجل القيام بدور كبير في تحقيق التنمية المستدامة.

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عاملا أساسيا ومحوريا في تحقيق التنمية الاقتصادية، وخاصة في الأسواق الناشئة. ولضمان نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واستمرار أثرها الإيجابي على الاقتصاد، تحتاج هذه المؤسسات إلى توافر سبل الحصول على الخدمات المالية، حيث تواجه عقبات وقيود شديدة في سبيل الحصول عليها، وتعتبر أدوات الدين طويلة الأجل بعيدة المنال عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة. ومن صيغ تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لجأت إليها مختلف الدول، ومنها بعض الدول العربية، سوق الأوراق المالية ذات تكييف خاص كبديل عن عدم قدرتها للإدراج في السوق الرئيسية للبورصة.

تتطلب عملية إصدار الأوراق المالية من الشركات المعنية توفر شروط معينة تتعلق بحجم رأس المال والنسبة المطروحة للاكتتاب والبيانات الإلزامية التي تقدم لأول مرة أو دوريا والدالة على الوضع المالي للشركة المصدرة والربح المحقق في الأعوام السابقة. الأمر الذي يؤهلها لتسجيل أوراقها المالية والسماح بتداولها في السوق. وتعتبر هذه الشروط صعبة التحقيق للعديد من الشركات، خاصة الصغيرة منها، والتي لا تستطيع الانضباط مع إيقاع السوق الأولى

## المقدمة العامة

وشروطها الأكثر شدة. وبذلك لا يمكنها الاستفادة من المميزات التي تتيحها السوق المالية خاصة المتعلقة بتوفير التمويل اللازم لتلك الشركات.

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصورة دائمة بنقص القدرة على الحصول على التمويل مما يشكل إحدى العقبات الرئيسية الماثلة أمام نموها، فالبنوك التجارية والمؤسسات المالية ترى في أغلب الأحيان أن خدمة هذه المؤسسات محفوفة بالمخاطر وباهظة التكلفة، وبالتالي فإنها تعاني إلى حد كبير من نقص الحصول على خدمات مالية أساسية كافية، وفي ظل هذه القدرة المحدودة على الحصول على التمويل، يواجه أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات حمة في تنفيذ الاستثمارات اللازمة لزيادة الإنتاجية والقدرة على المنافسة وإنشاء أسواق جديدة وتوظيف المزيد من العمال. ولهذا لجأت العديد من الأسواق المالية إلى إنشاء سوق خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشروط أقل صرامة و حدة يمكن اللجوء إليها للحصول على التمويل الذي تحتاجه.

وفي ذات السياق اتخذت الجزائر مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية خاصة تلك التي مست بالقطاع الخاص وتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قصد المساهمة في التنمية الاقتصادية خصوصا في الآونة الأخيرة أين شهدت أسعار البترول انخفاضا حادا في الأسواق الدولية مما أثر سلبا على اقتصاد الدولة ما جعلها تنظر مجدداً في تشجيع الخواص للدخول إلى حلبة المنافسة للنهوض باقتصاد قوي يجوي في جعبته النشاط الصناعي والزراعي الذي قد يخفف من حدة الاستيراد والاعتماد على المنتج المحلي لتلبية احتياجات السوق المحلية ولما لا تصدير الفائض، ومن بين الإجراءات المحفزة المتخذة في هذا الشأن معالجة مشكلة التمويل التي تعاني منه هذه المؤسسات عن طريق إيجاد قنوات بديلة لتمويل المشاريع الاستثمارية، ومن بينها تنشيط وعصرنة سوق الأوراق المالية من خلال تخصيص وعاء خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر وتحفيز المستثمرين نحو اللجوء إليه.

## 2- إشكالية الدراسة

وفي هذا السياق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة كالآتي :

**ما هو دور وفعالية سوق الأوراق المالية (البورصة) في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؟**

ويتفرع التساؤل الرئيسي إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية:

- ✓ ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟
- ✓ ماهي أهم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- ✓ ما هي أهمية إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- ✓ ما هو واقع السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

✓ هل تعتبر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حلا لمشكلة الفجوة التمويلية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

### 3- فرضيات الدراسة

على ضوء الإشكالية الرئيسية للبحث ومن أجل الإجابة عن الأسئلة المطروحة فيها، تم صياغة الفرضيات التي سوف يتم إثباتها أو نفيها، وهي كما يلي:

**الفرضية الأولى:** تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشاكل تمويلية متعلقة بنقص مصادر التمويل وخاصة الطويل الأجل، ولعل مصادر التمويل المصرفي تبقى عاجزة على تلبية احتياجات هذه المؤسسات.

**الفرضية الثانية:** تحقق بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مزايا عديدة في الحياة الاقتصادية وذلك سواء على مستوى الاقتصاد الكلي أو المستوى الجزئي.

**الفرضية الثالثة:** تعد تجربة الجزائر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية الثانية فعالة.

**الفرضية الرابعة:** يشكل أسلوب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية الثانية الحل الأمثل لتمويل هذه المؤسسات نظرا للمزايا التي تتمتع بها هذه السوق.

### 4- أهمية الدراسة

يكتسب هذا الموضوع أهميته من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والدور الذي تلعبه في مختلف الاقتصاديات فهي تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي وكذا القيمة المضافة والنتائج المحلي الخام. وكذلك ظهور أسلوب تمويل جديد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة كسوق مالية بديلة بعيدا عن الصيغ التقليدية لتمويل هذه المؤسسات. حيث تعتبر البورصة مصدر تمويلي غير تقليدي وهام من شأنه الرفع من القدرات التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وزيادة مساهمتها في النشاط الاقتصادي الوطني، وذلك بالتطرق إلى تجربة مجموعة من التجارب في مجال إنشاء بورصات خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى البورصات الرئيسية ومن ثم التعرض إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر وكيف يمكن الاستفادة من التجارب المدروسة لجذب أكثر عدد من هذه المؤسسات لتدرج أسهمها للتداول على مستوى البورصة.

### 5- أهداف الدراسة

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

❖ محاولة التعرف على تقنيات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا مختلف آليات الدعم التي توفرها بعض الدول.

❖ إبراز دور البورصة كأحد الحلول لمشكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي نجحت في تطبيقها معظم الدول المتقدمة والنامية على حد سواء.

❖ التطرق إلى أهم التجارب في مجال تخصيص بورصات خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

❖ عرض تجربة الجزائر في إنشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة القيم المنقولة والتي لا نطلق عليها في الحقيقة مصطلح تجربة لأنه يتم تداول فقط أسهم مؤسسة واحدة، وما هي أهم النقاط التي من شأنها أن تشجع المستثمرين على إدراج أسهم مؤسساتهم الصغيرة والمتوسطة ضمن هذا السوق.

### 6- منهج الدراسة

بغية الإجابة على إشكالية البحث وإثبات صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي عند التطرق إلى كل من سوق الأوراق المالية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يتعلق باحتياجاتها التمويلية والصعوبات والعراقيل التي تصادفها أثناء بحثها عن مصادر التمويل، ومن ثم دراسة واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

### 7- الدراسات السابقة

لقد سجلنا تواجد بعض الدراسات السابقة التي تم إنجازها في إطار مذكرات التخرج الخاصة بالدكتوراه وكذا بعض الملتقيات الوطنية، حيث تناولت موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من عدة جوانب والتي تتقاطع في أغليتها مع موضوعنا، واهم هذه الدراسات:

أ- دراسة جبار محفوظ وعمر عبده سامية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي: سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بعنوان: دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة فرنسا، 2006.

تناولت هذه الدراسة نظرة عن الأسواق المالية بصفة عامة والسوق الثانية بصفة خاصة وكذا عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهم التحديات التي تواجهها بالإضافة إلى واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بشكل مختصر، وتم التركيز في هذه الدراسة على السوق الثانية الفرنسية في الجانب النظري وخاصة التطبيقي أكثر.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن السوق الثانية دور رئيسي في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ليس فقط بتوفير التمويل المستمر لها بشروط ميسرة نسبيا والاستفادة من الادخار المتاح، ولكن أيضا برفع كفاءتها بسبب

خضوعها لآلية الرقابة التي تفرضها السوق المالية على المؤسسات المقيدة. وبالتالي أصبح للسوق الثانية دور الموجه والوسيط في تنمية تلك المؤسسات.

ب- دراسة ليندة عكاش، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، بعنوان: دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة مقارنة بين تونس والجزائر":

تم التطرق في هذه الدراسة إلى موضوع السوق المالية الثانية أسلوب تمويلي مستحدث لحل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة إلى تجربة كل من الجزائر وتونس في تمويل هذه المؤسسات عن طريق هذه السوق الحديثة النشأة.

وقد تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن هناك العديد من أساليب التمويل أمام هذه المؤسسات مما حتم عليها ضرورة الاختيار والمفاضلة بين هذه التمويلات من حيث التكلفة والشروط المطلوبة. وتعتبر السوق المالية الثانية البديل التمويلي الأمثل لهذا النوع من المؤسسات نظرا للمزايا التي تمنحها وخاصة أن هذه السوق تتماشى مع خصائص هذا النوع من المؤسسات. أما عن واقع تطبيق هذا الأسلوب في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد تأكد الدور الإيجابي الذي تلعبه السوق المالية الثانية في تحسين محيط هذه المؤسسات فيما يتعلق بالحصول على مصادر التمويل وهذا في تونس، أما الجزائر لم ترقى فيها هذه السوق إلى المستوى الذي وصلت إليه تونس وهذا يعود إلى الثقافة المالية للمتعاملين الاقتصاديين في الجزائر.

ج- دراسة يوسف قريشي: سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول الخصائص العامة المحددة لسياسة تمويل الم ص و م على الفترة 2003/2001.

وكان هدف الدراسة تفسير سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائر وتحليل سلوكها التمويلي بالعرف على أهم المحددات التي تفسر بناء هيكلها التمويلية. ومن بين أهم التوصيات التي اقترحتها الباحثة السماح ب بروز سوق مالي يهتم لاحتياجات التمويل المؤسسات الغير مصنفة في بورصة الجزائر.

د- دراسة شوقي جباري، مجلة التنظيم والعمل، بعنوان: السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، -الإشارة إلى حالة الجزائر-

تعالج هذه المقالة موضوع الأسواق المالية البديلة من خلال البحث في أهمية تطوير وتنشيط الأسواق المالية عن طريق الاكتتاب العام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة واستعمال أحدث التكنولوجيات. وقد أظهرت البورصة الجزائرية نيتها في مواكبة التطور الذي وصلت إليه البورصات العالمية، لكي تؤدي دورها في التنمية الاقتصادية، ولعل

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتبر وسيلة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية. حيث استوجب تفعيل وتنشيط السوق المالية تدشين سوق جديد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدعم ذلك القطاع الحيوي في الاقتصاد. وقد خلصت الدراسة إلى أن إنشاء السوق المالية البديلة خطوة أساسية لتطوير وعصرنه السوق المالية من خلال فتح المجال أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمثل الغالبية من حيث عدد المؤسسات في الاقتصاد.

### 8- هيكل الدراسة

لمعالجة هذا الموضوع والإجابة على التساؤلات المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المعتمدة، يتم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول أساسية:

- **الفصل الأول بعنوان الإطار العام لأسواق الأوراق المالية،** تناوله في ثلاثة مباحث حيث نقوم في المبحث الأول بإعطاء نظرة شاملة حول الأسواق المالية وذلك من خلال توضيح مفهوم وخصائص الأسواق المالية، أما المبحث الثاني يتناول الأدوات المالية المتداولة فيه، المبحث الثالث كفاءة سوق الأوراق المالية وآلية عملها وذلك من خلال ذكر كفاءة سوق الأوراق المالية ثم التطرق إلى التسعير، وفي الأخير تمت الإشارة إلى نظام التداول.

- **الفصل الثاني بعنوان إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،** حيث تمت تجزئته إلى ثلاثة مباحث رئيسية، نتناول في المبحث الأول نظرة عامة حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال التطرق إلى بعض تعاريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خصائصها، تصنيفاتها أما المبحث الثاني تطرقنا إلى الأهمية بالإضافة إلى المشاكل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. في حين خصص المبحث الثالث فحاولنا من خلاله تبيان المصادر المتاحة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من إبراز أنواع هذه المصادر التمويلية والتي تتنوع من مصادر تقليدية إلى مستحدثة حيث تطرقت هذه الأخيرة إلى تعريف صيغ التمويل الممكنة.

- **الفصل الثالث والذي يشكل الجزء التطبيقي للبحث** تحت عنوان **سوق الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر،** حيث قسم بدوره إلى ثلاثة مباحث تناول المبحث الأول سوق الأوراق المالية في الجزائر، أما المبحث الثاني فقد تم التعرض من خلاله إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وفي الأخير تم الوقوف من خلال المبحث الثالث على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق سوق المالية الثانية أو ما يعرف ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## الفصل الأول

### الإطار العام لسوق الأوراق المالية

### تمهيد:

تعتبر استثمارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وتعظيم قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتفعيل الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة، سببا في تزايد أهمية أسواق الأوراق المالية التي أصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي، الأمر الذي كان له الأثر المباشر أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر.

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم في التقريب بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن أسواق الأوراق المالية تنقسم إلى أسواق أولية وثانوية ولكل منها دورا خاصا متكاملا في ما بين السوقين، حيث تعتبر سوق أوراق المالية المعاصرة بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين إذ يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

وفي هذا السياق تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وآلية عملها

### المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

لقد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمرة لفكرة آدم سميث المتجلية في النظرية التي تقوم على مبدأ تخصص وتقسيم العمل بما يكفل الكفاءة الإنتاجية للعمل، وبالشكل الذي يساعد على زيادة سعة السوق وكبر حجمها، وقبل أن نتكلم عن هذه السوق يرتئى من خلال هذا المبحث التعرّيج على السوق التي انبثقت منها، وهي السوق المالية ثم نذهب بعد ذلك إلى التعرف على مختلف أقسام سوق الأوراق المالية ومختلف الخصائص والشروط المتعلقة بنشأتها ووظائفها.<sup>1</sup>

### المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وخصائصها

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستقلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزاً في السيولة النقدية.<sup>2</sup>

### 1-1- مفهوم سوق الأوراق المالية

لقد وردت العديد من التعاريف لأسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر البعض منها من خلال ما يلي:

**التعريف الأول:** يرى بأن السوق الأوراق المالية هي: "أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع."<sup>3</sup>

**التعريف الثاني:** سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في صكوك المالية طويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها.<sup>4</sup>

**التعريف الثالث:** سوق الأوراق المالية هو سوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة أما السوق الغير منظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.<sup>5</sup>

**التعريف الرابع:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول.

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص: 20.

<sup>2</sup> - F.LEROUX, Marchés internationaux des capitaux , Montréal, 2eme Edition, 2000, P 03.

<sup>3</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 20 .

<sup>4</sup> زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص: 187 .

<sup>5</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 23.

## الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

**التعريف الخامس:** شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية و تداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي.

**التعريف السادس:** هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال و طالبها من اجل تلبية أحدهما لاحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية .

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

"سوق الأوراق المالية (البورصة) هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي اقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشتريين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان إلى آخر وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.<sup>1</sup>

### 1-2- خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها باقي الأسواق الأخرى وهي<sup>2</sup>:

- يعتبر سوق الأوراق المالية عن حقيقة السلوك القطيعي الذي يميز جمهور المستثمرين في مكان و وضع معين.
- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلالها وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

- سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة وبإمكانية استفادة من تكنولوجيا الاتصالات.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

**المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية**

### 1- الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

<sup>1</sup> مأمون إبراهيم السيد، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها، سلسلة الدراسات الاستثمارية المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1988، ص: 09.

<sup>2</sup> جمال حويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص: 56.

لقد أبحاث أسواق الأوراق المالية في الوقت الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعائمه، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسار الصحيح.<sup>1</sup> وللوقوف على أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية، سوف يتم التطرق لأهميتها بالنسبة للأفراد بالإضافة إلى أهمية أسواق الأوراق المالية في تنفيذ برنامج الخصخصة، والشرح الموالي يوضح ذلك.

### 1-1- أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد

تتبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم و مدخراتهم مهما - بلغ حجمها - بما يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، و في ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع ربات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس المال وأيضا المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول، كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على سيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة.

### 1-2- أهمية سوق الأوراق المالية للمؤسسات

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى المؤسسات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. يغزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم مؤسسة ما، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، وبناءً على ذلك فإن المؤسسة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي - يفترض أنها متوافرة - هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة لإصدار، وهذا يعني انخفاض تكلفة الأموال، أي انخفاض تكلفة الاستثمار. أما الدور الغير المباشر، فينجم عن إقبال المستثمرين على التعامل في لأسهم مؤسسة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه المؤسسة بما تحتاجه من أموال إضافية، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

### 1-3- أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد الوطني

تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد الوطني، حيث أنها تساعد في الإسراع بتنمية ورفع مستوى الناتج الوطني فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة، كما أنها تنتج مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، مما يشجع على زيادة الاستثمار واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو من جهة أخرى، فإن سوق الأوراق المالية النشطة توجد وعاءاً مناسباً للاحتكار والاستثمار، كما تعمل على إيجاد فرص عمل جديدة.

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة مصر، 2002، ص 41-44.

تساهم في تخفيف حدة البطالة التي هي إحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة وبالتالي فإنه يمكن القول بأن السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين. وسوق الأوراق المالية إذا ما توفرت لها سبل الكفاءة، فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات المحفظة بطرق مكتملة للادخار المحلي وليست عوضاً عنه، وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى، أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة.

### 1-4- أهمية سوق الأوراق المالية لتنفيذ برامج الخصخصة

دأب الأدب الاقتصادي في ما يتعلق بعمليات الخصخصة على محاولة الربط بينها وبين قيام سوق الأوراق المالية تنافسية و ذات كفاءة. وقد اتضح هذه العلاقة في الكثير من تجارب الخصخصة حيث تبين أنه كلما كانت هنا سوق أوراق مالية قوية ونشيطة وتنافسية وذات كفاءة، كلما نجح برنامج الخصخصة التي يتم تنفيذه. ويتعاطف دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات النامية، وخاصة تلك التي تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادي، وتتميز بالكفاءة والاتساع، تساهم في إتمام عمليات الخصخصة من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد في حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة عن طريق شراء المدخرين مباشرة الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات العامة محل الخصخصة.

من ناحية أخرى فإن القيام بعمليات الخصخصة سوف يساعد على تنشيط الأوراق المالية وتوسيع دائرة التعامل فيها، حيث أن مؤسسات قطاع الأعمال العام المطروح أسمائها للبيع في سوق الأوراق المالية سوف تساهم في زيادة حجم الأوراق المالية المعروضة، مما يؤدي إلى تنشيط حركة التعامل في السوق الثانوية للسوق ومن ثم الازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية تبعاً لمعيار آجال استحقاق الأدوات المالية المتداول فيها، إلى سوقين رئيسيين هما:<sup>2</sup>

#### 1- السوق النقدية

هناك من يعطيها تعريفاً أكثر شمولاً من خلال أنها "الميكانيكية التي بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائده) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في

<sup>1</sup> جمال جويدان الجميل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 56.

<sup>2</sup> مأمون إبراهيم السيد، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانات تطويرها والربط فيما بينها، سلسلة الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1988، ص: 09.

مقابل حصوله على عائدها، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما"<sup>1</sup>.

فمن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء على شكل قروض مصغرة الأجل على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، فهذه السوق الغير مشروطة بوجود مكان معين مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى.<sup>2</sup>

### 2- سوق رأس المال

يمكن تعريف سوق رأس المال بأنها: " تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل - مثل الأسهم والسندات - والقروض العقارية، وازدادت أهمية هذه السوق في السنوات الأخيرة لما تساهم به في عملية التنمية"<sup>3</sup>. كما يمكن أن نعرفها أيضا بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأصول تمثل سند ملكية كالأسهم أو سند مديونية كالسندات، وهذه الأصول تمثل عقود تصدر عن طريق شركات الأعمال أو الحكومات.<sup>4</sup>

وتعرف أيضا بأنها تلك السوق التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال لمدة تزيد عن سنة، سواء من خلال الاقتراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية<sup>5</sup>، ويمكن تقسيم هذا السوق إلى:

### 2-1- أسواق حاضرة

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة - للمشتري فورا عند تمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها<sup>6</sup> وتنقسم السوق الحاضرة إلى قسمين: أ- السوق المالية: ( سوق الإصدار ) يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق " التي تنشأ فيها مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل "<sup>7</sup>.

وتعرف أيضا السوق المالية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بأوراق المالية عند إصدارها مرة، فهي يمكن من خلالها لكل مستثمر - سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا - تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات درجة ثانية أو المجمدة - أسهم وسندات يمكن من خلالها تحقيق عائد.

<sup>1</sup> عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، اقتصاديات النقود والصرافية والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996، ص: 100.

<sup>2</sup> P- Navette , instruments et marchés financiers , Editions management , Paris , 1992 , P: 14.

<sup>3</sup> أنطوان الناشف و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ط 2، 2000، ص: 31.

<sup>4</sup> أحمد بوراس، أسواق الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص: 73 .

<sup>5</sup> عبد النافع زرارى وفرج غاري، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص: 44.

<sup>6</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 1، 1996، ص: 16.

<sup>7</sup> مصطفى رشيد شيخة، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996، ص: 510.

في غالب الأحيان السوق تتكون من مؤسسات متخصصة عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير الو بنك الاستثمار مثل مارلنش Merrill Lynch وإخوان سالومون ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تهتم بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزعم إصدارها، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية.<sup>1</sup>

**ب – السوق الثانوية:** وتدعى كذلك سوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس الشركات كما حدث في السوق الأولية<sup>2</sup> ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:

✓ **السوق المنظمة:** وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة دوريا والمنظمة وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، تعرف أيضا هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين: السوق المنظمة المركزية هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق، بينما السوق هي السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تم المستثمرين فيلا النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القرنية منه.

✓ **السوق الغير منظمة:** سوق الغير منظمة هي السوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو السوق المعاملات على المنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على المستوى البنوك التي كانت الدور الأساسي في عمليات التداول فهذه السوق، في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية و سريعة، ويتعامل أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها:<sup>3</sup>

❖ **السوق الثالث:** و هو جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة.

❖ **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى السماسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة ويتكلفه بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 67، 68.

<sup>2</sup> أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 07.

<sup>3</sup> محمد صالح الخناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 56.

وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.<sup>1</sup>

### 2-2- السوق الآجلة

كما عرفنا سابقا إن سوق الأوراق المالية على أنها تتضمن السوق الثانوية منها تضم سوق عاجلة وهي الأسواق المنظمة وغير المنظمة كما أنها تتضمن أسواق آجلة أو أسواق المشتقات المالية، حيث تمثل المشتقات المالية إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي، وتعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل و بالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن أنواع منها: المشتقات المالية، وتعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل و بالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن أنواع منها: المشتقات، الخيارات، العقود الآجلة، المبادلات، ويعتمد سعر المشتقات على قيمة الموجودات الأساسية أو سعرها، ويعرف هذه الموجودات بالموجودات الأساسية والتي تتضمن أسهم الشركات الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والعملات ومؤشرات الأسهم والسندات، كما تعرف المشتقات المالية بأنها عقود مالية خارج الميزانية.<sup>2</sup>

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

الأدوات المالية هي أصول يمكن تداولها أو يمكن اعتبارها أيضاً حزم رأس مال يمكن تداولها، يمكن تحويل معظم أنواع الأدوات المالية بكفاءة اعتباراً من رأس المال لجميع المستثمرين في جميع أنحاء العالم. يمكن استبدال هذه الأصول بالنقد، ويمكن اعتبارها حقاً تعاقدياً لتسليم أو استلام النقد أو أي نوع آخر من الأدوات المالية أو دليل على ملكية الفرد لكيان.

### المطلب الأول: الأسهم

#### 1- تعريف السهم

يمكن ذكر أهم التعاريف الخاصة بالسهم في الآتي:

**التعريف الأول:** الساهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل المشاركة في رأس المال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سوى كانت الحصة نقدية أو عينية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 11.

<sup>2</sup> حاتم الربيعي، ميثاق الفتاوى وآخرون؛ المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، مبادلات)، دار اليازوري، عمان، الطبعة 1، 2011، ص 15.

<sup>3</sup> - مصطفى رشيد شيخة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993، ص

**التعريف الثاني:** السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري.<sup>1</sup>

**التعريف الثالث:** السهم هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم يمثل حصة في رأس مال الشركة.<sup>2</sup>

من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة تصدرها الشركة سواء عند تأسيسها أو عند الرفع من رأس مالها وهي بذلك تمثل حق ملكية المساهم في جزء من رأس مال الشركة و هي قابلة للتداول وفقا للقانون التجاري.

### 2- قيم السهم:

للسهم ثلاثة قيم هي:

✓ **القيمة الاسمية:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، و هي عادة أقل من القيمة السوقية، وفيها منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.<sup>3</sup>

✓ **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم الموجود في دفاتر المؤسسة وتعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية/عدد الأسهم}$$

ونقصد بحقوق الملكية رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح المحجوزة (الغير موزعة) وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بزيادة نشاط الشركة لان احتياطاتها وأرباحها تكون مرتفعة، وتقل في الحالة العكسية علما أن القيمة الدفترية للسهم تساوي قيمته الاسمية عند بداية نشاط الشركة.

✓ **القيمة السوقية:** وهي تميل سعر السهم في السوق أو البورصة وعادة ما تحدد هذه القيمة السوقية وفقا لعدة معايير ومعطيات نذكر منها القيمة الدفترية، ظروف العرض والطلب في السوق والظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم في الدولة، توقعات المحللين الماليين لمستقبل نشاط وأوضاع الشركة المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل نسبة توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة.<sup>4</sup>

### 3- خصائص السهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى أهمها:

<sup>1</sup> شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 65.

<sup>2</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 164-165.

<sup>3</sup> محمد صالح الخناوي، نبال فريد مصطفى وجمال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 191.

<sup>4</sup> حسني خويوش وعبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، 1998، ص 55.

- القابلية للتداول: تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، فإذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.
- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن الشركة المساهمة تصدر أسهما متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار أوراق المالية الأخرى.
- المسؤولية المحدودة للمساهم: المسؤولية للمساهم تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط، لهذا فهو يملك حصة من رأس مال الشركة.<sup>1</sup>
- تقادم حق المساهم: لا يتقدم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي ينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين أي عند تصفية الشركة.

### 4- أنواع الأسهم

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم، وذلك وفقا لعدة معايير هي:

#### 4-1- أنواع الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: و تقسم إلى:

- أ- أسهم اسمية<sup>2</sup>: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل.
- ب- أسهم لحاملها<sup>3</sup>: يكون لحمله عندما يصدر بشهادة لا تحمل مالك هذا السهم ويتم التنازل عن هذا النوع بتسليمه من يد إلى أخرى.
- ج - أسهم لأمر<sup>4</sup>: للشركة الحق في أن تصدر أسهما لأمر ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع إن تتعقب تداول السهم، ولا يستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

#### 4-2- أنواع الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يمكن تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

- أ- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال شركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.
- ب - أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ولا يصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

<sup>1</sup> أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 122 .

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 22.

<sup>3</sup> مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص 34.

<sup>4</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 23 .

ج- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

4-3- حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتنقسم إلى:

أ- أسهم عادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية للمالكين، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة التي تصدرها الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها.

فحاملوها لهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، إلا أنهم يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي تجري عرضها للاكتتاب العام، كما أنه بإمكان أصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.<sup>1</sup>

ب- أسهم ممتازة<sup>2</sup>: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية في عدة نقاط أهمها:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير فأسهم الممتاز شبيه السند، فمثلا حددت هذه النسبة في الهند رسميا بـ 14% بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى.

- بما أن العائد لا يتغير فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.

- حملة الأسهم الممتازة لا يشاركون عادة في التصويت.

- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

### 5- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم

تم استحداث أنواع جديدة من الأسهم منها:

5-1- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية<sup>3</sup>: نذكر منها:

أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: في هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين.

ب- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: حسب التشريع الأمريكي فإنه يسمح للمؤسسات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 92.

<sup>2</sup> عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2001، ص 159-160.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص 11.

ج- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في الو. م . أ عام 1984 م وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة إذا ما انخفضت القيمة السوقية إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حاملها عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

5-2- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: وتتمثل فيما يلي:

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت عام 1982 م بالو.م.أ حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزينة بناء على التغيير بناء الذي يطرأ على سندات الخزينة.

ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة.

المطلب الثاني: السندات

1- تعريف السندات

لقد تعددت التعاريف الخاصة بالسند إلا تدور في نفس الإطار نذكر منها:

التعريف الأول: تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال وتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض " المصدر " بدفع مبلغ معين من المال " القيمة الاسمية " إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين<sup>1</sup>.

التعريف الثاني: السند ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدر شركة المساهمة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار".

التعريف الثالث: السند ورقة مالية تمثل قرضاً طويلاً لأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة<sup>2</sup>.

من خلال هذه التعاريف نستنتج أن السند يمثل مديونية حيث يكون مصدر السند ملزم بدفع قيمة السند الاسمية مع فائدة وذلك عند حلول تاريخ الاستحقاق .

2- أنواع السندات

يمكن التمييز بين عدة لأنواع من السندات وذلك نظراً لاختلاف معايير تصنيفها:

2-1- أنواع السندات حسب الحجة المصدرة<sup>3</sup>: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

أ- سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، وهذا تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها: تغطية العجز في الميزانية العامة والتحكم في الأزمات الاقتصادية كحالة التضخم مثلاً حيث تصدر للتقليل من حجم السيولة.

<sup>1</sup> - B.laget , les nouveaux outils financiers , Topo édition , paris 1999 , p 18.

<sup>2</sup> - J.peyard , la bourse , Imprimerie bérisssey , ayreaux , 3<sup>eme</sup> édition , 1993 , p 61.

<sup>3</sup> - M.Douis , Value mobiliers et gestion de porte faille que bec , SMG , 1993 , P61.

ب- سندات خاصة: وهي سندات تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال لتمويل مشاريعها بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، ما تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية.

2-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد<sup>1</sup>: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

أ - سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عند تاريخ الاستحقاق.

ب - سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

2-3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكها: وتنقسم إلى:

أ- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم<sup>2</sup>: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها وهي إمكانية تحويلها أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك.

ب- سندات ذات علاوة: للمالكها الحق في التعويض بمبلغ سعر إصدارها.

2-4- أنواع السندات حسب معدل العائد: ونميز نوعين هما:

أ- سندات ذات معدل ثابت: هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، لأنه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكبر.

ب- سندات ذات معدل متغير: هذا النوع من السندات بتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، و في غالب الأحيان يكون بمعدلات تصاعدية.

2-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة<sup>3</sup>: وتنفرغ إلى:

أ - سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

ب- سندات الدخل: تتأثر بحجم النشاط وما تحققه الشركة من نتائج حسنة فالمستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: ونميز نوعين هما:

أ- سندات مضمونة<sup>4</sup>: وهي سندات صادرة بقيمة اسمية تكتسب بفائدة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة.

ب- سندات غير مضمونة<sup>5</sup>: الضمان الوحيد يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

<sup>1</sup> G.De fosse et p. Ball Ey , la bourse des Valeurs , que Sais je , édition bouchère , Alger , 16<sup>eme</sup> édition 1993,p18.

<sup>2</sup> سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 2008، ص 52.

<sup>3</sup> - عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص 15.

<sup>4</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي- الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2011، ص 437.

<sup>5</sup> محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 139.

### 3- خصائص السندات

للسندات عدة خصائص أهمها<sup>1</sup>:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد سواء حققت الشركة أرباحاً أو تحملت خسائر، ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد تقع ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

#### المطلب الثالث: المشتقات المالية

بالإضافة إلى الأدوات المالية التقليدية المتداولة في السوق الأوراق المالية، سواء بالنسبة لأدوات الملكية المتمثلة في الأسهم أو الأدوات المديونية المتمثلة في السندات، فقد ظهر نوع جديد من الأدوات المالية (المشتقات المالية) في سبعينات القرن الماضي بالو.م.أ وقد ساهمت هذه الأدوات بشكل كبير في تعميق حجم الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

**1- تعريف المشتقات المالية<sup>2</sup>:** هي أصول أو قيم تداولها في البورصة، وتشتق من الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة الأسهم والسندات - فهذه الأخيرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلباً أساسياً لوجود هذه المشتقات، وتمثل عقودها أساس في عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المبادلة.

**2- أنواع المشتقات المالية** تتعدد أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها لكن أكثر الأنواع تداولاً في الأسواق المالية وأشهرها هي خمسة والمتمثلة في: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلة ومشتقات القروض أو المشتقات الناتجة عن عملية التوريق. أما طرق واستراتيجيات التعامل بها فهي تختلف من نوع لآخر. ومن هنا سنحاول التعرف على مختلف هذه الأنواع وعلى استراتيجيات التعامل فيها.

#### 1-2- تعريف العقود الآجلة

يعرف العقد الأجل على أنه "عقد يبرم بين طرفين، بائع ومشتري، للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق"<sup>3</sup>.

كما يعرف بأنه "عقد يلتزم فيه البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ"<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1993، ص 139.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية -، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 56.

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية، ج2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 6.

ويعرف أيضا بأنه عبارة عن اتفاق بين الطرفين يضمن بموجبه كلا منهما تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل على اقتراضه أو على استثماره بمبلغ معين من المال.<sup>2</sup>

### 2-2- أنواع العقود الآجلة

العقود الآجلة عدة أنواع وكذا عدة تصنيفات، ولعل أهم وأشهر تصنيف هو ما يلي:

#### 2-2-1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة:

تستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

#### 2-2-2- العقود الآجلة لأسعار الصرف<sup>3</sup>:

هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ أجال وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، فإذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على حساب الطرف (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإنه بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد 6 أشهر وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صاحب المبلغ الذي سوف يقضيه بالعملة المحلية.

#### 1-3 خصائص العقود الآجلة<sup>4</sup>:

- مهما كان نوع العقد الأجل، فكلما تتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة والتي يمكن توضيحها كالتالي:
- عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما، فيحددان تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة في حالة القروض، الجودة الرتبة في حالة البيع، سعر التنفيذ... الخ.
- عقود ليس لها شكل نمطي، حيث يتم الاتفاق على شروطها.
- عقود نهائية، حيث بمجرد التوقيع عليها لا يمكن لأي طرف من الطرفين إلغائها أو تعديلها.
- عقود يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط وليس لها سوق ثانوية، ولذلك فإن أحجامها وتواريخها تكون مرنة وغالبا ما تكون قيمها كبيرة، ولذلك فإن الأفراد والمستثمرين الصغار عادة لا يتعاملن بها.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 23.

<sup>2</sup> حبش محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة تطبيقات عملية، الطبعة الأولى، عمان، 1998، ص 265.

<sup>3</sup> بززر حليلة هدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، مداخلة من الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدليل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2009، ص 6.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 6.

- تصعب المضاربة بهذه العقود، حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل، والمضاربون لا غرض لهم من السلعة محل التعامل، بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح.

### 2-العقود المستقبلية

يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها التزام متبادل بين الطرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد وبواسطة طرف ثالث كوسيط.<sup>1</sup> كما أنها تعرف بأنها اتفاقية لشراء أو بيع سلعة أو أدوات مالية أن تسلم في المستقبل وخلافا للعقد الآجل الذي يتم التفاوض عليه بشكل خاص والذي يشمل موضوعية فإن العقد المستقبلي اتفاقية موحدة قياسيا لا يتغير فيها سوي السعر وشهر التسوية.

وفي تعريف آخر العقد المستقبلي اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل. تعرف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية أو الأصل المعنى، أما تاريخ التبادل فيسمى الاستلام، والسعر الذي وافقت عليه الأطراف يسمى السعر المستقبلي المتعاقد عليه أو سعر المستقبليات، أما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك للعقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز القصير.<sup>2</sup>

وهناك من يرى العقود المستقبلية تعد من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، و تمثل هذه الأدوات تعاقد بين الطرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه.

### 2-1- أنواع العقود المستقبلية

تتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد، ومن أبرز أنواعها:

2-1-1- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:<sup>3</sup> هي عقود ترم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت، أي يكون موضوع التعامل فيما هو معدل الفائدة على الودائع السندات، قروض معينة... الخ، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عليها في البداية، وضمن هذه العقود نجد:  
أ- عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل، مثل العقود المستقبلية على الودائع.

<sup>1</sup> نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحمودي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005، ص 48.

<sup>2</sup> محمد الصالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعة، الإسكندرية، 2001، ص 11.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمشتقات المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 502.

## الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

ب- عقود مستقبلية على أوراق لمعدلات فائدة الأجل، مثل العقود المستقبلية على سندات الخزانة.

2-1-2- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: وفيما يتم تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي تدولها في السوق، وغالبا ما تتم تسوية هذه العقود نقدا لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد.

2-1-3- العقود المستقبلية على العملات الأجنبية أو على أسعار الصرف: وفيها تداول العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

2-1-4- العقود المستقبلية على السلع: وهي عقود يتم إبرامها على سلع معينة.

كما سبق نستنتج أن العقود المستقبلية تعتبر مجالا استثماريا واسعا للعديد من أصناف السلع والأدوات المالية وحتى الخدمات.

### 2-2- خصائص العقود المستقبلية

تتمتع العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيح أهمها فيما يلي:<sup>1</sup>

أ- يتم الشراء بعسر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ رغم أنه قد يكون مرتفعا.

ب- يتم التعامل بها من خلال المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات اليومية التي تتم بين طرفي العقد. وبهذه العقود لا يتم إلا من خلال بيوت السمسرة.

ج- يجب أن تتوفر في السلع التي تحرر عليها العقود المستقبلية مجموعة من الشروط لكي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية، ومن أهم الشروط ما يلي:

- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما ينتج توفيرها في التاريخ المحدد مستقبلا.

- أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة.

- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.

- أن يكون هناك طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

د- تعتبر خاصية الرفع سمة أساسية في العقود المستقبلية، إذ أنه بالمقارنة مع السوق الحاضر نجد أن هذا الأخير يلزم المشتري بالدفع فورا أو سداد جزء من قيمة العقد مع وجوب دفع فوائد على المبلغ المتبقي الذي يعتبر بمثابة دين عليه، أما في سوق العقود المستقبلية فلا وجود لمثل هذا الالتزام، وذلك على أساس أن العقود المستقبلية يتم التسليم في تاريخ لاحق، هامش صغيرا جدا مقارنة بالهامش الذي يدفع في السوق الحاضر، حيث أن في هذا الأخير عادة ما يكون من 50% فما أكثر.

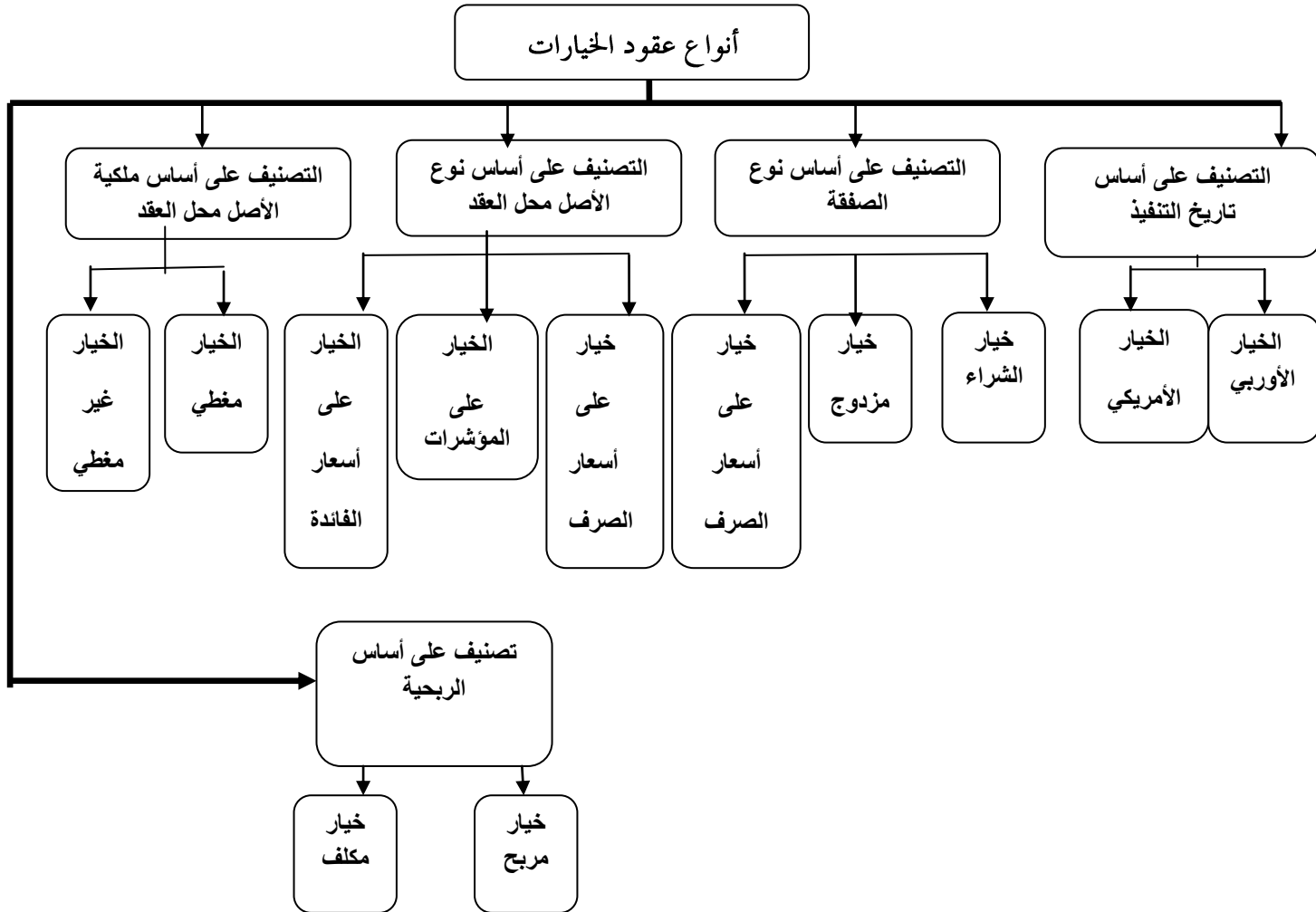
<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص 11.

### 3- عقود الخيارات

تمثل الخيارات إحدى أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وهي تعتبر بديل عن المتاجرة المباشرة، فعندما يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية رسمياً بأنه مالك له ويخول له ذلك التمتع بجميع الحقوق. ولكن المستثمر الذي يشتري الخيارات لا يمتلك شيئاً محددًا سوى حق يخول له شراء أو بيع أوراق مالية معينة في تاريخ لاحق، ولهذا تتجسد حقيقة الخيارات كونها أدوات تعاقدية بين طرفين لقاء سعر وتاريخ محددين. وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على الخيارات بالتفصيل.

#### 3-1- تعريف عقود الخيارات

الخيارات في اللغة جمع خيار، والخيار اسم مشتق من اختبار، والاختيار يعني الاصطفاء وطلب خير الأمرين، وخيار بين الشيئين أي فوض إليه الخيار. إما الأدبيات المالية والاقتصادية المعاصرة فالخيار يتلاءم مع ما تناولته اللغة، حيث يعرف بأنه اتفاق تعاقدي خاص، يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت وفي وقت و قبل التاريخ المعطى. وهو كذلك " عقد يعطى الحق في الاختيار، وليس الالتزام، وفي شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، ونظراً لأن مشتري هذا الاختبار له الحق في تنفيذه من عدمه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق وهو محرر الاختيار مكافأة غير قابلة للرد تسمى ثمن الخيار أو العلاوة تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد." كما يعرف الخيار بأنه " حق شراء أو بيع سلعة ما في تاريخ محدد بسعر متفق عليه سلفاً، ولا يترتب على مشتري الخيار التزام بيع أو شراء وإنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه، ويصبح المضارب مالكا للخيار بمجرد دفع قيمته، فالاختيار اتفاق بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول ( البائع ).



المصدر: محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نihal فريد مصطفى، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 372.

### 3-3- خصائص عقود الخيارات

مهما كان نوع عقد الخيار، فهو يتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة، والمتمثلة فيما يلي:<sup>1</sup>

أ- تتميز عقود المتداولة في الأسواق المنظمة أنها عقود نمطية لا يمكن تغيير مواصفاتها من قبل طرفي العقد، وهذا التنميط يشمل حجم العقد، تاريخه وسعره وقيود التنفيذ، حدود المراكز، نظام الهامش، والتسوية اليومية، كما أن هذا التنميط أدى إلى تيسير التداول وتوفير السيولة للعقد مما أدى إلى السرعة في تنفيذ الأوامر معاملات أقل.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

ب- عقد الخيار قابل للتداول، فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد، أي ثمن العقد ليس له علاقة مباشرة بثمن السلعة، وتتوقف قيمة الخيار على قيمة الأصل الضمني، فتزداد قيمته بارتفاع الأصل وتنخفض بانخفاضها، هذا في حالة الشراء، أما في حالة البيع فيحدث العكس.

ج- يمكن لصاحب عقد الخيار الاستفادة من سمه الرفع المالي من خلال دفع مكافأة قليلة نسبيا مقارنة بالقيمة السوقية للموجود الضمني بدلا من شرائه نقدا و استغلال المبلغ المتبقي باستثماره في مجالات أخرى يتوقع أن يختار بين تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ونظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد فإنه يدفع مبلغ يسمى ثمن الخيار أو العلاوة أو المكافأة.

د- يدفع ثمن الخيار للجهة التي حررت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما صاحب الحق بممارسته لحقه، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل للمخاطر التي يتحملها المحرر عندما يمارس المشتري حقه مهما كانت الظروف السائدة في لسوق والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل التعاقد.

### 4- عقود المبادلات

تعتبر عقود المبادلات Swaps إحدى أدوات تغطية المخاطر، وهي تعرف كذلك بعقود المقايضة، وسنحاول خلال من هذا المطلب عليها من مختلف الجوانب.

#### 4 - 1- مفهوم عقود المبادلات<sup>1</sup>

تعرف عقود المبادلات على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية قد تكون (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية،... الخ).

كما تعرف بأنها التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين التدفقات النقدية أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.

وتعرف أيضا بأنها : اتفاقية بين طرفين أو أكثر التبادل مجموعة من التدفقات خلال فترة زمنية معينة في المستقبل. من خلال هذه التعاريف يمكننا التوصل إلى أن عقد المبادلة هو عقد ملزم للطرفين على عكس ما هو معروف في العقود الاختبار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، ويضاف إلى ذلك أن عقود المبادلة لا تتم تسويتها دفعة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة.

#### 4 - 2- خصائص عقود المبادلات

تتصف عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي العقود، وتتمثل أهم هذه الخصائص فيما يلي:<sup>2</sup>  
- عقود ملزمة للطرفين .

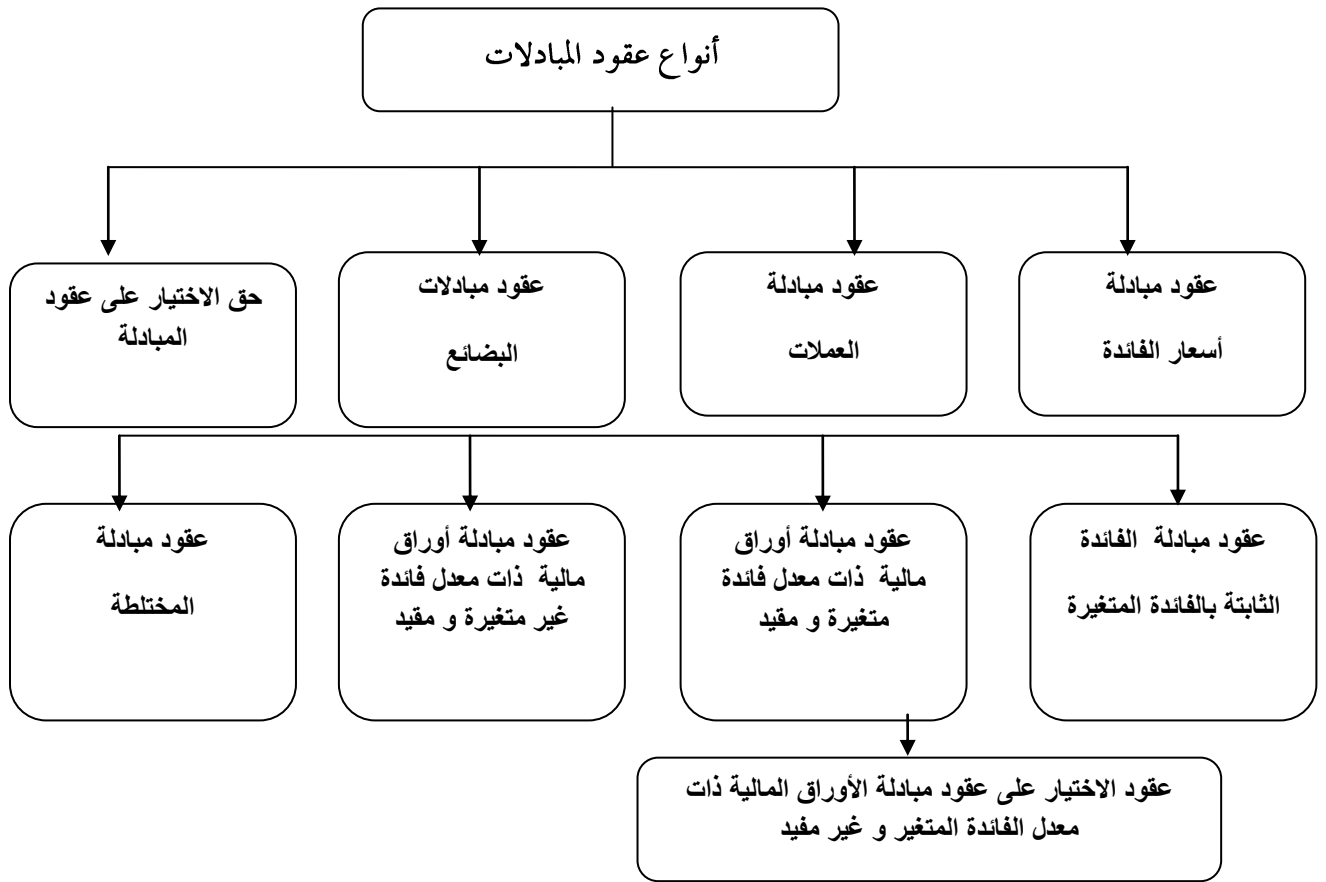
<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي مرجع سبق ذكره ص 91

## الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- عقود غير نمطية، تفصل حسب رغبة الطرفين.
  - تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
  - توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
  - يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
  - لا تتمن دفع الهوامش أو العلاوات.
- 3-4- أنواع عقود المبادلات

الشكل رقم (1-2): أنواع عقود المبادلات



المصدر: محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نihal فريد مصطفى، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 373.

### المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وآلية عملها<sup>1</sup>

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال - وما زالت تثير - خلافا بين المهتمين بتلك الأسواق، غير أن المتفق عليه هو أن كفاءة السوق تعتمد بدرجة كبيرة على المعلومات الواردة إليه، واختلاف هذه المعلومات يقودنا إلى مستويات مختلفة من الكفاءة. كما تعتمد المؤسسات الاقتصادية في تطوير نشاطها على التغيرات التي تجري في البورصة، وتعتبر المؤشرات أحد أهم تلك العوامل والمصادر التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة من خلال توفيرها جملة المعطيات المتعلقة بالتغيرات في الأسعار.

### المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى مفهوم كفاءة السوق والتفريق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ثم التطرق إلى متطلبات سوق الأوراق المالية.

#### 1- مفهوم كفاءة السوق

يمكن تعريف كفاءة السوق المالي بـ:

✓ مدى قدرة الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة بأقل ممكنة للتبادل، على تعكس أسعار الأدوات المالية في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، أي تكون متناسبة مع معدلات العوائد المردودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول<sup>2</sup>.

✓ هي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية (لهذه الأدوات) حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي (العرض والطلب) لهذه الأسعار<sup>3</sup>.

وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في المنشأة المصدرة للسهم.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في الأسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص 60.

<sup>2</sup> معبد على الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، ج1، مؤسسة البيت، عمان، 1989، ص 128.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 73.

### 2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها. كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بها يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً<sup>1</sup>. ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

#### 2-1 الكفاءة التخصيصة

تعتبر الكفاءة التخصيصة عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض إن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلاً بالنسبة للمجتمع، ويعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات. وفي هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين، الأول مباشر والثاني غير مباشر. فمن خلال الدور المباشر فعندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم يشترون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظر أن تحققها هذه المؤسسة، وهذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق وتفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها وزيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالاقتراض وهي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور الغير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها.<sup>2</sup>

#### 2-2 كفاءة التسعير

تدعى بالكفاءة الخارجية، وفي هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق وكذا تحقق التوازن بين جاني العرض والطلب، كما لا يستطيع أياً من المتعاملين تحقق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظراً لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع والشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطئ رد فعلهم أو لعدم خبرتهم، فلا يمكن القول إذاً بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهداف، الأهمية، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003، ص 25.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1991، ص 45.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 287.

### 2-3 كفاءة التشغيل

تدعى بالكفاءة الداخلية، ويمكن القول إن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل إما عن المتعاملات وكذا الضرائب فهي تلعب دورا هاما في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقا أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص. كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة و بيوت الخبرة و صناع السوق من شأنه أن يخلق جوا من التنافس بينهم في السوق، مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل والأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.<sup>1</sup>

### 3-3 مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>

قام كل من هاري موريرت و بوجن فاما بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات كما يلي:

#### 3-1 فرص الكفاءة الضعيفة

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى انه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

#### 3-2 فرض الكفاءة شبه القوية

تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بان أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سواء تمثلت في معلومات متعلقة بالشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية غيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

#### 3-3 فرض الكفاءة القوية

تقضي صيغة الكفاءة القوية بان المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامّة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الاساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 33-34.

<sup>2</sup> وليد أحمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 58-60.

على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

### المطلب الثاني: التسعير<sup>1</sup>

#### 1- مفهوم التسعير

سعر البورصة هو القيمة التي يبلغها سند ما إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعيرة. ويتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم المتداولة في البورصة، وذلك عند بدأ التعامل اليومي بطرق عدة تتفق في جوهرها ومضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات.<sup>2</sup>

يتم الإعلان في البورصة على الأسعار الآتية:

- **سعر الافتتاح:** يعبر عن أول سعر بدأت به فترة التداول لسهم ما وهو سعر التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة والذي يقوم نظام التداول باحتسابه بعد إدخال أي أمر على الورقة المالية أو تعديله أو إلغائه وفقاً للمعايير المالية.

- **السعر الذي يحقق أكبر كمية تداول قابلة للتنفيذ،** وفي حال وجود أكثر من سعر يحقق هذا الشرط يتم الانتقال للبند الثاني.

- **السعر الذي يحقق أقل كمية تداول غير قابلة للتنفيذ،** وفي حال وجود أكثر من سعر يحقق هذا الشرط يتم الانتقال للبند الثالث.

- **السعر الذي يحقق أقل تغيير ممكن لسعر الإغلاق ليوم التداول السابق** وفي حال وجود أكثر من سعر يحقق هذا الشرط يتم الانتقال للبند الرابع.

- **السعر الأعلى** ويؤخذ بعين الاعتبار عند حساب سعر الافتتاح كميات جميع الأوامر المدخلة إلى نظام التداول بما في ذلك الكميات الغير المعلنة.<sup>3</sup>

- **أعلى سعر للورقة:** وهو أعلى سعر تصل إليه الورقة المالية خلال الجلسة.

- **أدنى سعر الورقة:** وهو أدنى سعر تصل إليه الورقة المالية خلال جلسة التداول.

ويختلف سعر الافتتاح وسعر الإغلاق عن السعر السوقي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمود يوسف ياسين، البورصة "عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم"، ص 105.

<sup>2</sup> وليد أحمد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره 173-174.

<sup>3</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001، ص 77.

<sup>4</sup> السعر السوقي: هو السعر المعلن للصفقة خلال فترة التعاملات في البورصة.

- **سعر الإغلاق:** يقوم النظام بعد انتهاء كل جلسة التداول المستمرة باحتساب سعر الإغلاق لكل ورقة مالية وهو معدل أسعار عمليات التداول التي نفذت في جلسة التداول على الورقة المالية معينة أو آخر سعر الإغلاق إذا لم يتم تداول تلك الورقة. كما أن وقوف المستثمر على هذه الأسعار ومعرفة كيفية حسابها ومدلولها يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم.
- **السعر السوقي:** هو السعر المعلن للصفقة خلال فترة التعاملات في البورصة.

### 2- مراحل التسعير

يمر نظام التسعير في البورصة بالمراحل التالية<sup>1</sup>:

- **المرحلة الأولى:** يقوم الوسطاء بنقل وإدخال الأوامر في الحواسيب التابعة لنظام التداول الممكن التابع للبورصة والموضوعة تحت التصرف ضمن إطار نظام التسعيرة دون أن يعني ذلك في أي حال من الأحوال إتماماً وتنفيذ عمليات التداول.
  - **المرحلة الثانية:** تتم الكترونياً مقابلة أوامر البيع والشراء المسجلة بالنسبة للصك المالي على حدة ويتم السعر في حال سمحت المقابلة بذلك.
  - **المرحلة الثالثة:** يسمح للوسطاء في حال حصول اختلال مابين أوامر الشراء والبيع عند سعر التوازن أن يدخلوا أوامر إضافية بسعر التوازن وبالاتجاه المعاكس للاختلال دون سواه بغية التخفيف من حجم هذا الاختلال.
  - **المرحلة الرابعة:** يتم الإعلان بالنسبة لكل صك مالي عن عدد الصكوك المتبادلة في أسواق البورصة وعن السعر المحدد وعن شروط التداول.
  - **المرحلة الخامسة:** تتم الكترونياً طباعة لائحة نهائية بالأوامر المنفذة كما تتم طباعة لائحة بالصفقات المباشرة الجارية خارج البورصة والمقبولة مع تحديد وضعيات التسديد والتسليم الخاصة بكل وسيط والتي تقوم البورصة بنقلها إلى الهيئة المعتمدة لأنجاز عمليات التسديد والتسليم.
  - **المرحلة السادسة:** يتم لدى البورصة إلغاء الأوامر غير المنفذة في جلسة التسعير من نظام التداول الممكن المتبع للبورصة.
  - **المرحلة السابعة<sup>2</sup>:** وهي الإعلان عن اختتام الجلسة.
- تقوم لجنة البورصة بتحديد إجراءات التسعير الواجب تطبيقها لكل فئة صكوك ولكل سوق ووتيرة التسعير وفروقات التسعير القصوى الواجب التقييد بها بالنسبة إلى تسعير الجلسة السابقة إضافة إلى "فروقات التسعير" التي يمكن

<sup>1</sup> محمود يوسف ياسين، البورصة "عمليات البورصة - تنازع القوانين - إختصاص المحاكم"، ص 103.

<sup>2</sup> إستثناء الصفقات المباشرة الجارية خارج البورصة.

اعتمادها للانتقال من سعر إلى آخر تحدد اللجنة لكل صك مالي وحده التسعير (بالوحدة النقدية أو بالنسبة المئوية للقيمة الاسمية).

تدون تسعيرة "سندات التدين" المسعرة بالنسبة المئوية في أسفل القسيمة ينتج التسعير عن مقابلة أوامر البيع والشراء المدخلة من قبل الوسطاء خلال الجلسة التداول في البورصة وفقا للشروط المحددة من لجنة البورصة وتنتقل الأوامر إلى البورصة أمرا بدون جواز ضم هذه الأوامر بدون مقاصة مسبقة بين أوامر الشراء وأوامر البيع التي تتناول الصك المالي نفسه وفي ختام كل جلسة التسعيرة تصدر لجنة البورصة بيانا في نشرة البورصة الرسمية تشير إلى نتائج الجلسة إلى الشروط التي تخضع لها التسعيرات في الأيام المقبلة.

### 3- أشكال التسعير

تتم عملية التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء بأكثر من بديل وهناك العديد من الأشكال والتي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة وتهدف هذه الأشكال في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا والتي يمكن أن نذكر منها: التسعير بطريقة المناذاة (الفرع الأول)، التسعير بالصندوق (الفرع الثاني) والتسعير بالمعارضة (الفرع الثالث).

### 3-1- التسعير بطريقة المناذاة

يجمع ممثلو جميع العروض والطلبات الوسطاء والطلبات الوسطاء في قاعة التداول وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، مستعملين إشارات اليد، وذلك الساعد أفقيا في اتجاه الجسم عند الشراء وعموديا عند البيع، وذلك حتى يتم التوازن المطلوب.<sup>1</sup>

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة أو كما تسمى بمقصورة البورصة وتعقد بمناذاة بعضهم البعض. بأعلى صوتهم عن ماهية الأوراق المالية مستعين في ذلك بألفاظ متعارف عليها أيضا وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى، فبمجرد الوصول إلى سعر التوازن للورقة الأولى يمر المسعر وهو عبارة عن موظف لدى سلطات البورصة إلى الورقة الثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سليم جابو، تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2009، ص 32.

<sup>2</sup> أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص 117-118.

### 3-2- التسعير بالصندوق

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في السوق البورصة كثيرة ومتعددة، فيعتمد الوسطاء في هذه الحالة إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ومن ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب تلك العروض والطلبات<sup>1</sup>.

تمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر البيع والشراء الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئات من هيئات سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص، وبعد تلك الأوامر ويجدد على أساسها سعر التوازن، ويلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. هذه القرارات التي لا يمكن إلا من قبل سلطات البورصة<sup>2</sup>.

### 3-3- التسعير بالمعارضة

وفيها في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن<sup>3</sup>. ويعتمد نجاح هذه الطريقة على فعالية شخصين: المسعر وهو موظف في البورصة، والخبير وهو مندوب أحد الوسطاء، ويعتمد المسعر في هذه الطريقة إلى تعبئة السجل حسب البطاقات الذين سجلوا طلباتهم في حدود معينة<sup>4</sup>.

### 4- التسعيرة الرسمية و قيد الأوراق المالية في جدولها

يعبر سعر البورصة عن القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في جدول التسعيرة. ويعكس هذا السعر القيمة التي تالقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة . وهذا ما سيتم في ( الفرع الأول ) من خلال تعريف التسعيرة الرسمية أما ( الفرع الثاني ) تناول فيه قيد الأوراق المالية في الجدول مثلا بالنسبة إلى المستثمر يضمن سلامة هذه الأوراق المصدرة من الناحية القانونية ويضمن عنصر الشفافية والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة عن طريق القوائم المالية التي تلزم البورصة الشركات بنشرها، أما بالنسبة للشركات فقيد الأوراق المالية يؤدي مثلا إلى توزيع الإصدارات على نطاق واسع مما يؤدي إلى إحداث كبير للمستثمرين فيما يتعلق بنمو الشركة ونجاحها .

### 4-1- تعريف التسعيرة الرسمية

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، 2002، ص 75 .

<sup>2</sup> أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 118.

<sup>3</sup> شعبان شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 46.

<sup>4</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة " عمليات - إختصاص المحاكم - تنازع القوانين "، ص 102 .

- يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، وغايتها إعلان الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة، هذه التسعيرة تحتوي على المعلومات التالية:
- عدد السندات وقيمة القرض المقبول في التسعيرة.
  - عدد السندات وقيمة القرض الموضوع في التداول.
  - اسم الورقة المالية.
  - بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت يذكر أيضا الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد.
  - موعد السحب في حال وجوده.
  - أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم.
  - السعر السابق.
  - أسهم الشركات الوطنية<sup>1</sup>.

### 4-2- قيد الأوراق المالية في جدول التسعيرة وشطبها

للمحافظة على مستوى الأوراق المالية المتداولة وضمانا للمتعاملين فيها تفرض بورصة الأوراق المالية شروطا خاصة لقبولها في جدول التسعيرة، إذ لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ومن بين تلك البيانات الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع للجمهور، وكذا السعر المحدد للبيع لبعض الفئات الخاصة كالملاك الحاليين للشركة، وميزانية عمومية تفصيلية، وقائمة دخل تفصيلية عن 3 سنوات السابقة، ونسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص، ويتولى هذا الأخير إرسال صورة من تلك البيانات بعد اعتمادها من اللجنة إلى المستثمرين المختصين الذين يرغبون في شراء الورقة<sup>2</sup>.

تشطب الأوراق المالية من جدول الأسعار - بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية - بناء على قرار لجنة البورصة وأغلبية الثلثين من الأصوات وذلك بعد منحها إنذار من قبل لجنة البورصة وكذلك إذا أشهر إفلاس الشركة ذات الشأن<sup>3</sup>.

### المطلب الثالث: نظام التداول

<sup>1</sup> شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، - ص 46-47.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، دار المعارف، مصر، 2002، ص 487.

<sup>3</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 203.

تقوم سوق الأوراق المالية بتشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد و التعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به سوق الأوراق المالية ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية سوف نتطرق إلى العناصر الآتية:

- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية
- المتعاملون
- شروط الدخول إلى البورصة

### 1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة وذلك داخل قاعة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغير الأسعار - كلما كان ذلك ضروريا- وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.<sup>1</sup>

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

أولاً- قاعة التداول: هو المكان المخصص للتداول.

ثانياً- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة<sup>2</sup>

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة فهم من أهم صناعات السوق وموجهوه فهم المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها وبالتالي فالوسيط يعتبر احد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة فهو المستشار للمستثمر يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل. ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي وكذلك بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازنه من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

ثالثاً- طرق التداول بسوق الأوراق المالية

<sup>1</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 29.

<sup>2</sup> محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، 2001، ص 55-56.

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:<sup>1</sup>

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

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

### 2- المتعاملون في سوق الأوراق المالية

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية وهما:

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

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الوجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:<sup>2</sup>

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

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

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

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.

<sup>1</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 1998، ص 30.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 32.

- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقبلها.

- التشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

د- المستثمرون: هناك نوعين من المستثمرين:

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

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

### 2-2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطلبين

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية أنه تجاهل الأطراف المتعاملة في

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

#### أ- العارضون لرأس المال

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم

منقولة وعلى العموم ينقسم عارضوا رؤوس الأموال إلى فئتين:<sup>1</sup>

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

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

ومما سبق ذكره يتضح أنّ الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:<sup>2</sup>

- محرك السوق ومنعشها.

- يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.

- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة أو مستمرة.

- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أنّ هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

#### ب- الطالبون لرؤوس الأموال<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 51.

<sup>2</sup> مصطفى رشدي شيخة، اقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 1996، ص 551.

<sup>3</sup> أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، 1997، ص 60.

ويقصد بالطالين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية ويأخذون في اغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

بالإضافة للعارضين والطلالين يوجد الوسطاء الماليون وهم صناع ومحركوا السوق ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.

- صناديق الاستثمار.

- المحكمون والمراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

### 3- شروط الدخول إلى البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني ما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:<sup>1</sup>

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

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

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

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

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

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

### 3-1- إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة

<sup>1</sup> P.Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3<sup>ème</sup> édition, 1997, pp 28-29.

## الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

يتم التعامل على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية بالتداول بيعا وشراء من خلال السوق الثانوية وتختلف إجراءات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية من بلد إلى آخر كما يختلف تنظيم السوق الحاضرة عن السوق الآجلة (العمليات الفورية والعمليات الآجلة) وأن كانت تتفق جميعها في أن التعامل أو عمليات السوق تجب أن تتم وفق قواعد وإجراءات تنظيمية تحقق ما تهدف إليه أسواق الأوراق المالية من المتاجرة في الأوراق المالية وتسجيل عملياتها وتسوية صفقاتها والجدير بالذكر انه يصعب القول أن هناك قواعد نمطية ثابتة لآلية قيام الوسطاء بانجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعا إلا أن ذلك يمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي الأوامر (ordres) والتنفيذ (exécution) التي تقوم بها الوسطاء في السوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

### 3-1-1- أوامر سوق الأوراق المالية المعاصرة

يقصد بأوامر سوق market ordres التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء في أن يبيع أو يشتري له في سوق الأوراق المالية أوراقا مالية معينة ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط ويجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل الردهة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط، حيث تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في سوق الأوراق المالية محل تنفيذ العملية<sup>(2)</sup> مما سبق نلاحظ أنه أوامر السوق يمكن أن يتم تقسيمها إلى ما يلي:

أولاً- حسب حجم الطلب: في هذا المجال نميز بين نوعين من الأوامر:

أ- الأوامر على أساس وحدة التعامل أو مضاعفتها

و يقصد بها الأوامر غير الكسرية round lot أي تلك التي يشتمل الأمر فيها على 100 سهم أو مضاعفاتهما (200 سهم، 300 سهم، 400 سهم... الخ) ومنه فان أساس وحدة التعامل هو 100 سهم.<sup>3</sup>

ب- الأوامر على أساس أجزاء وحدة التعامل

إذا كان الأمر يقبل من وحدة التعامل يعد الأمر قطاعي (odd lot) أي أمرا كسريا مثل أوامر الشراء أو بيع لعدد قدره سهم واحد أو عشرة أسهم أو تسعة عشرة سهما من إصدار معين أما إذا كان الأمر 132 سهما من إصدار معين يتم التعامل مع الأمر على انه نوعين من الأوامر أي يتم تداول 100 سهم من الإصدار على أساس وحدة التعامل وباقي الأسهم 32 يتم تداولها على أساس كسر لوحدة التعامل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص ص 38-40.

<sup>2</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين اختصاص المعالم، منشورات حلي الحقوقية، بيروت، ط 1، 2004، ص 99.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 123.

<sup>4</sup> صلاح الدين جودة، مرجع سابق، ص 43.

وعادة ما تكون تكلفة السهم (الأوراق المالية) داخل الكمية الكسرية (odd lot) أعلى من مثيله في الكمية غير كسرية (round lot) وذلك لسببين<sup>(1)</sup> السبب الأول هو أن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله في داخل الكمية غير الكسرية، أما السبب الثاني فيتمثل في أن سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة ما يضاف إليه نسبة إضافية (odd lot differential).

ثانياً- حسب طرق تحديد السعر لأوامر البيع أو الشراء: وتنقسم أوامر السوق في هذه الحالة إلى ما يلي:

### أ- الأوامر المحددة

يعد السعر المحدد من طرف المستثمر هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها لذلك يشار صراحة إلى سعر التنفيذ (limit Price) فعند أمر الشراء المحدد فإن التنفيذ يجري على أساس أقل من سعر التنفيذ أو مساو له بينهما أمر البيع المحدد فيجري تنفيذه على أساس سعر أعلى من سعر التنفيذ أو يساويه لذلك فإن القيام بتنفيذ الأمر من قبل السمسار يرتبط بإعلان للسعر الذي يتناسب مع السعر المحدد (للشراء أو للبيع) ومثل هذه الأوامر لا بد من وجود حدود زمنية كما أنه يمكن للسمسار اللجوء إلى المتخصصين لتلبية طلبه أو أن سيسجل طلبه لديهم للتنفيذ عند الوصول إلى سعر الذي يتناسب مع السعر المحدد للشراء أو البيع.<sup>2</sup>

### ب- أوامر السوق

إن الأوامر بسعر السوق هي الأوامر التي تعطي للوسطاء من دون تحديد السعر وهي تنفذ وفقاً لشروط السوق فالأمر بسعر السوق لا يتوافق مع أية إشارة للسعر أي أن المستثمر المشتري أو البائع يشير تماماً إلى أي سعر محدد وهذه الأوامر (أوامر السوق) هي الأكثر شيوعاً بمقتضاها يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل وقت صدور الأمر ويتطلب هذا الأمر من السمسار بعض المهارة الخاصة ليبدل أقصى جهده للحصول على أفضل سعر للعميل أو المستثمر.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة والضمان أما عيوبه كون أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند أخطاره به كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 124.

<sup>2</sup> محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص 250.

<sup>3</sup> أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلامة، الإسكندرية، ص 98.

### ثالثاً- حسب النطاق الزمني لتنفيذ الأوامر

حسب هذا المعيار الزمني يمكن التمييز بين أنواع عدة للأوامر للسوق الأوراق المالية كما يلي:

#### أ- الأوامر لمدة يوم واحد:

يستمر الأمر لمدة يوم واحد في التعامل وهو ساري المفعول حتى يتم انتهاء اليوم أو حتى يتم تنفيذ الأمر أو حتى أن يتم إيقافه بواسطة العميل ويقوم السمسار بإدخال كافة الأوامر التي ترد إليه كأوامر لمدة يوم واحد وهذا وتعتبر أوامر السوق (حسب التقسيم السابق) أوامر يومية نظراً لعدم تحديد سعرها ويرجع تحديد مدة الأمر بيوم واحد إلى ظروف السوق والشركة فقد تتغير بشكل ملحوظ بين اليوم والليالية.<sup>1</sup>

#### ب- أمر محدد بأسبوع أو شهر

هو الأمر الذي ينتهي بنهاية الأسبوع فإذا صدر الأمر مثلاً يوم الاثنين فإنه يظل ساري المفعول إلى نهاية يوم الخميس بالبورصات العربية ويوم الجمعة في بورصة نيويورك وكذلك الأمر الذي مدته شهراً حيث ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه وقد تتحدد مدة الأمر للأكثر من شهر وقد تتحول إلى أمر مفتوح المدة.<sup>2</sup>

#### ج- الأمر المفتوح المدة

ويسمى كذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء وهي أوامر لا حدود زمنية في تنفيذها حيث تكون سارية حتى يلغها المستثمر لذلك فإن بعض البورصات تطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتداخلات والمشاكل خاصة التحسب لتأثير التغير في المعلومات وهناك أوامر مرتبطة بالزمن ولكن لها مواصفات خاصة.

1- أوامر التنفيذ أو الإنهاء وتعني بتنفيذ الأمر (شراء أو بيع) فوراً وبخلافه يعد لاغياً.

2- الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها.

3- الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أو جزء من الطلبية حال الوصول والجزء غير قابل للتنفيذ يعد لاغياً.

4- الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسمسار وفق المواصفات (زمن، سعر، كمية) أو حرية التصرف لواحدة منها، لذلك يطلق عليها أمر الحر (حسب مقتضى الحال).

#### رابعاً- الأمر حسب السعر ووقت التنفيذ

هذا التمييز لأوامر السوق يدمج بين السعر والوقت أو مدة تنفيذ الأمر ويمكن هنا أن نوضح من هذه الأوامر

وهي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 46.

<sup>2</sup> أشرف محمد دواهمه، مرجع سابق، ص 100-101.

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 130.

### أ- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة

يقصد بالأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية معينة الأوامر التي تحدد سعر معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة الزمنية.

### ب- الأمر المفتوح في حدود سعر معين

يقصد به الأمر الذي يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه ويتلاءم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه الثقة بأن إعطاء وقتاً كافي لأمر كفيل بتنفيذه بشروط التي يريها أما ما يعاب على هذا النوع من الأمر أنه لم يصل السعر في السوق إلى السعر المحدد من طرف المستثمر أو العميل فإن السمسار لن ينفذ الأمر أبداً ما دام سعر السوق كذلك.

### حامسا- الأوامر الخاصة

تضم الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف المتعلقة بالبيع والشراء وأمر الإيقاف المحدد.

أ- أوامر الإيقاف: وهو أمر لا ينفذه إلا إذا بلغ السهم مستوى معين أو تعدها وتقسيم إلى نوعين:<sup>1</sup>

#### ❖ أمر إيقاف يتعلق بالبيع

وفيه يصبح السمسار ملزماً على أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوي المحدد أو انخفض عنه فلو أن المستثمرين يمتلك أسهم سبق وأن اشتراها بسعر 50 جنيهاً للسهم الواحد بينما السعر السائد في السوق 60 جنيهاً للسهم ومن بين توقعاته استمرار انخفاض أسعار السوق للأسهم عندما يصدر أمر للسمسار بالبيع إذا انخفض السعر إلى 55 جنيهاً مثلاً وإذا يتمكن السمسار من إبرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في انخفاض عن 55 جنيهاً يظل السمسار ملزماً بتنفيذ الأمر عند أي سعر يمكن استدراكه وهكذا يتحول أمر الإيقاف (إيقاف الخسائر) إلى أمر بسعر السوق بمجرد وصول سعر السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر.

#### ❖ أمر إيقاف يتعلق بالشراء

وفيه يقوم المستثمر بشراء سهم وإذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها فلو أن التوقعات تنبأ بمستقبل مزدهر بخصوص سهم معين إلا أن المستثمر لا يثق بهذه التوقعات عندها ولحماية نفسه يمكنه إصدار أمر إيقاف وإذا كان السعر الذي يباع به السهم في السوق 50 جنيهاً فقد يصدر المستثمر الأمر للسمسار بالشراء إذا بلغ سعر السهم 52 جنيهاً أو

<sup>1</sup> محمود صبح، التحليل المالي والاقتصاد للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000، ص 32.

تعداه وبذلك يصبح أمر الإيقاف الشراء أمر بسعر السوق وتعتبر أوامر الإيقاف سواء كانت للبيع أو الشراء أداة للحد من تضاؤل الأرباح أو الحد من الخسائر التي قد يتحملها المستثمر.

### ب- أمر الإيقاف المحدد

تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع وحدا أقصى لسعر الشراء و لا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو السعر الأفضل منه وإذا يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر في الصالة يتوجه إلى المتخصص الذي يتعامل مع هذا النوع من الأسهم ذلك طالما أن السعر لم يهبط (حالة البيع) ولم يرتفع (حالة الشراء) عن السعر الذي حدده المستثمر في الأمر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 133.

### خاتمة الفصل:

تناول الفصل الأول الذي جاء بعنوان الأسس النظرية للأسواق الأوراق المالية تعريف هذه السوق وتوضيح مدى أهميتها بالنسبة للاقتصاد، فاعتمد المبحث الأول من هذا الفصل على تبيان موقعها في السوق المالي، فاتضح أنها تمثل القسم الثاني لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد جناحي السوق المالي، واتضح أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والثانوية، وتبين أيضا أن سوق الأوراق المالية تضطلع بأداة وظيفتين أساسيتين هما التجميع والتمويل.

كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، وهي عبارة عن صكوك مالية تتداول في هذه السوق وتصنف إلى عدة أصناف وذلك حسب معايير مختلفة تتمثل في طبيعة الورقة المالية، تاريخ الاستحقاق، الجهة التي تصدرها، فتناول هذا المبحث كل من:

- الأسهم، وهي أوراق مالية تمثل حقوق الملكية.

- السندات، وهي أوراق مالية تمثل حقوق الدين.

- الأوراق المهجنة، وهي أوراق مالية تجمع بين حقوق السهم وحقوق السند.

- المشتقات المالية، وهي ليست أوراق مالية إنما عقود تابعة أو مشتقة من الأوراق المالية.

أما من خلال المبحث الثالث فقد تم التوصل إلى إن هذه السوق تخضع لتنظيم متكامل، حيث أنها تسير وفق نظام تشغيل يتكون من قاعة التداول ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال آليات لتداول هذه الأوراق المالية. ويرتبط تحقيق الكفاءة في هذه السوق فإنه يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالحيط الاقتصادي العام كوجود جهاز مصرفي متكامل.

## الفصل الثاني

الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة  
والمتوسطة

### تمهيد

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهم رافد من روافد التنمية الاقتصادية والاجتماعية في جميع البلدان المتطورة والمتخلفة، كما أنها لا تقل أهميتها عن المؤسسات الكبيرة لأنها تساهم في استيعاب نسبة عالية من حجم القوى العاملة وتحقيق النمو بين الأقاليم بسبب انتشارها الواسع، وبالرغم من الأهمية البالغة لهذه المؤسسات إلا أن مفهومها لازال يختلف بين الدول حيث أن كل دولة تعطي تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب المعايير التي تراها مناسبة في تحديد معالم هذا التعريف.

تشكو أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصورة دائمة من نقص التمويل وتعتبره أحد العقبات الرئيسية الماكثة أمام نموها فالبنوك والمؤسسات المالية ترى أن خدمة هذه المؤسسات عملية محفوفة بالمخاطر وذات تكلفة باهظة.

وللتعرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهم مصادر التمويل المتاح تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة المباحث:

المبحث الأول: أساسيات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الثاني: مدخل إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الثالث: آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### المبحث الأول: أساسيات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مدخلا هاما من مداخل النمو الاقتصادي، كونها تؤدي دورا هاما في ضمان تجسيد التنمية المحلية، لذا أصبح الاتجاه السائد اليوم بين دول العالم سواء المتقدمة منها أو النامية هو تحسين المناخ التنموي لهذه المؤسسات والدفع بها في اتجاه تشجيع قيامها والعمل على إيجاد جميع الأطر والمتطلبات لنجاحها و الارتقاء بها، الأمر الذي جعلها تكتسي أهمية بالغة على الصعيد الدولي عامة و على الصعيد المحلي خاصة.

### المطلب الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

إن وضع تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعتبر عنصرا مهما وعاملا أساسيا في فهم هذه المشروعات، إذ يساعد على جمع البيانات والمعطيات الدقيقة المتعلقة بها وتحليلها وبالتالي وضع السياسات والقواعد الخاصة بها مما يسهل عملية التعامل معها ومعرفة مدى تأثيرها أو تأثيرها بمختلف المتغيرات الاقتصادية.

غير أنه من الصعب إيجاد تعريف موحد ينطبق على هذه المؤسسات فتعريفها يختلف من دولة إلى أخرى ومن نظام اقتصادي إلى آخر إلا أنه وبالرغم من اختلاف المفاهيم والتعاريف التي تعطي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهي تقاس على مجموعة من المعايير يعتمد عليها اقتصاد كل بلد.<sup>1</sup>

### 1- الغرض من وضع تعريف للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

مهما كان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تعاريف مختلفة في البلدان فإن وجود تعريف واضح ومحدد داخل البلد الواحد هو ضروري ويعتبر أساسيا لكافة المهتمين بالقطاع سواء كانوا منظمين أو مراقبين إداريين أو مقدمي الخدمات وهذا لا يتطلب معايير معقدة أو غامضة إذ يعتمد على بعض المبادئ الهامة وهي:

- عدد العمال؛
- طبيعة النشاط والملكية؛
- بنود بيان الدخل من حيث إجمالي المبيعات (رقم الأعمال)؛
- بنود الميزانية من حيث إجمالي الأصول والأصول الرأسمالية.

### 2- معايير تحديد تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

لقد خلصت إحدى الدراسات المتخصصة في تعريف الـ PME إلى وجود أكثر من 250 تعريفا وهذا لاختلاف المعايير المعتمدة فمنها ما يعتمد على حجم العمالة، حجم المبيعات، حجم الأموال المستخدمة، حصة المؤسسة من السوق وطبيعة الملكية... الخ.

<sup>1</sup> بوهنة كلثوم و اوبختي نصيرة، تقييم الوضعية التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛ دراسة حالة المؤسسات قطاع النسيج بولاية تلمسان، جامعة تلمسان 2015، ص 61-60.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ولإزالة هذا الغموض اعتمد المختصون في هذا المجال على معيارين في تعريف هذا النوع من المؤسسات المعايير النظرية أو النوعية من جهة والمعايير المادية أو الحدية أو الوضعية من جهة أخرى إلا أن المعايير الأكثر استخداماً هي المعايير (المادية والكمية) وذلك لوضوحها وسهولة استخدامها كرقم الأعمال، الأرباح وأكثرهم استخداماً على الإطلاق العمال - عدد العمال -<sup>1</sup>.

### 2-1- المعايير الكمية

يخضع تعريف الـ PME لجملة من المعايير والمؤشرات الكمية لقياس أحجامها ومحاوله تمييزها عن باقي المؤسسات ومن بين هذه المعايير نذكر مجموعتين الأولى تضم المؤشرات الاقتصادية والتقنية والثانية تضم المؤشرات النقدية:

#### ❖ المجموعة الأولى: تضم المؤشرات التقنية والاقتصادية وتشمل:

- عدد العمال؛
- حجم الإنتاج؛
- التركيب العضوي لرأس المال؛
- حجم الطاقة المستعملة؛
- القيمة المضافة.

#### ❖ المجموعة الثانية: تضم المؤشرات النقدية وتشمل:

- رأس مال المؤسسة؛
- قيمة ومبلغ الاستثمار؛
- رقم الأعمال.

كما سبق وأن اشرنا بأن المعيار الأكثر استخداماً وهو معيار حجم العمالة وكذلك حجم رأس المال وهذا نتيجة لسهولة الحصول على المعلومات المتعلقة بهذين العنصرين. وفيما يلي سنحاول التعرض لهما بشيء من التفصيل. والجدول التالي يوضح استعمال المعايير الكمية في الفصل بين الـ PME عن المؤسسات الأخرى وهذا الاعتماد على عدد العمال ورأس المال:

<sup>1</sup> شعبان سماعيل، ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في العالم، مداخلة مقدمة ضمن الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات، سطيف، المنعقدة يومي 25-28 ماي 2003، ص 03.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجدول رقم (2-1): المعايير الكمية في تحديد تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الدولة	عدد العمال	رأس المال
اليابان	300	100 مليون ين
الولايات المتحدة الأمريكية	300	120 مليون دولار
فرنسا	500	5 مليون فرنك فرنسي
بريطانيا	500	100 جنيه استرليني
الشيلي	300	3.5 مليون دولار
الهند	300	750 ألف روبية
البرازيل	300	3.6 مليون دولار
الجزائر	250	15 مليون دينار جزائري

المصدر: محمد العربي ساكر، محاضرات في تمويل التنمية الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006، ص 19.

من خلال الجدول يتضح أن بعض الدول تستند في تعريفها الـ PME على معياري رأس المال وعدد العمال وهناك دول تعتمد على عدد العمال فقط ويمكن شرح أنواع المعايير الكمية المستخدمة لوضع تعريف دقيق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما يلي:

### أ- معيار عدد العمال

يعتبر هذا المعيار أحد المعايير الأساسية الأكثر استخداما بحكم سهولة البيانات المتعلقة بالعمالة في المؤسسات وهناك اختلاف كبير بين الدول المتقدمة والنامية فيما يتعلق بتطبيق هذا المعيار حيث تعتبر الشركات الصغيرة في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان شركات متوسطة وربما كبيرة في دول أخرى.<sup>1</sup> وحسب هذا المعيار تنقسم المؤسسات الاقتصادية إلى ثلاثة أنواع:

### ➤ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تحتل هذه المؤسسات موقعا وسطا بين النوعين السابقين توظف بين 10 عمال 50 عاملا إلا أن هناك صعوبات في تعريف الـ PME اعتمادا على معيار حجم العمالة ويرجع هذا للأسباب التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محفوظ جبار، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها: دراسة حالة حول المؤسسات الصغيرة في ولاية سطيف خلال الفترة 1999-2001، بسكرة، 2003، ص 214.

<sup>2</sup> شعبان سماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 04.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- اختلاف ظروف البلدان النامية و تباين مستويات النمو.

- اختلاف ظروف الصناعة من فرع لآخر في نفس البلد.

- المستوى التكنولوجي المستخدم والذي يميل إلى تكثيف العمالة على رأس المال في البلدان النامية كما أن

الاعتماد على هذا المعيار يكتنفه الغموض وهذا يقودنا لأن نطرح مجموعة من التساؤلات:

هل يكفي أن يعمل عدد معين في مؤسسة ما حتى نقول أن هذه المؤسسة صغيرة أو متوسطة؟ وهل مؤسستان

يشتغل فيهما نفس العدد من العمال هما نفس العدد من العمال هما بنفس الحجم مهما استخدمتا من تكنولوجيا؟، في

الحقيقة إن هذا الأمر صعب جدا.

ب- معيار رأس المال المستثمر

لتفادي نقائص المعيار الأول تم اللجوء إلى استخدام عنصر رأس المال والذي يستخدم كمعيار في تعريف الـ PME

وفقا لهذا المعيار فان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يتجاوز رأسمالها المستثمر في المشروعات حد أقصى ويختلف من دولة

لأخرى وهذا نظرا للفروقات الموجودة في النمو الاقتصادي بين الدول.

ويعتبر رأس المال عنصر أساسي في تحديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة سواء كان بالنسبة لرأس المال أو المعدات أو

الآلات المستخدمة ورغم أن الميزة التقليدية الـ PME هي اعتمادها على العمال في استخدام استثماراتها المحدودة لكن

التقدم التكنولوجي المستمر والمتزايد جعل هذا المعيار غير ثابت في تحديد المفهوم في ظل التقنيات الحديثة.

ج- معيار العمالة ورأس المال المستثمر معا

يتم الجمع بين المعيارين السابقين بوضع حد أقصى لعدد العمال وحد أقصى لرأس المال المستثمر في المشروع ويعتبر

هذا المعيار من المعايير المهمة والمستعملة لتحديد تعريف الـ PME.

### 2-2- المعايير النوعية

يعتقد من يستخدم المعايير النوعية أن النشاط الاقتصادي والاجتماعي يمكن أن يكون محددًا لنوع المؤسسة ويتخذ

في ذلك عدة معايير لوضع الحدود الفاصلة بين الـ PME وباقي المؤسسات الاقتصادية ولتحديد هذه المعايير بدقة يعتمد

الكثير من المختصين على ما ورد في كتاب Staley، حيث يرى انه أية مؤسسة اعتبارها صغيرة أو متوسطة إذا توفرت

فيها خاصيتين من الخصائص التالية على الأقل:

- استقلالية الإدارة: حيث عادة ما يكون المسيرين أصحاب المؤسسة.

- تعود ملكية المؤسسة أو رأس مالها لفرد أو مجموعة أفراد.

- تمارس المؤسسة نشاطها محليا إلا أن اجتياحها للأسواق يمكن أن يمتد خارجيا كما أن أصحاب المؤسسة والعاملون فيها

يقطنون منطقة واحدة.

وتتمثل المعايير النوعية في:<sup>1</sup>

### ❖ معيار المسؤولية

في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المسؤولية المباشرة والنهائية تعود للمالك الذي يملك سلطة اتخاذ القرار داخل المؤسسة وبالتالي له تأثير على التنظيم والهيكلية وأسلوب الإدارة ويشرف كذلك على العديد من الوظائف كالتمويل والتسويق... الخ وهذه العملية تتبع عدة أشخاص في المؤسسات الكبيرة.

### ❖ معيار الملكية

أن ملكية هذا النوع من المؤسسات يعود اغلبها إلى القطاع الخاص في شكل مشروعات فردية أو جماعية (عائلية) أين يكون رأس المال لهذه المؤسسات لأشخاص طبيعيين وعادة ما يملك المسير أغلبية الأسهم.

### ❖ معيار طبيعة الصناعة

كما يسمى أيضا معيار طبيعة وسائل الإنتاج حيث يتوقف حجم على أساس وسائل الإنتاج المستخدمة فبعض المؤسسات تحتاج لإنتاج سلعتها إلى وحدات كبيرة من العمل ووحدات صغيرة من رأس المال (سلع استهلاكية مثلا) أما بعض الصناعات فإنها تحتاج إلى وحدات قليلة من العمل ووحدات نسبية من رأس المال (الصناعات المعدنية، الهندسية)

### ❖ معيار السوق

يمكن أن نحدد مؤسسة صغيرة ومتوسطة على أساس تعاملها مع السوق لأن إنتاجها هو إنتاج سلعي وعلاقتها بالسوق هي علاقة عرض وطلب المنتجات أو الخدمات وتتحدد قوة هذه العلاقة بمدى سيطرة هذه المؤسسات على السوق فالمؤسسة تكون أو تعتبر كبيرة إذا كانت هيمنها على السوق اقرب إلى الاحتكار مثلا سوناطراك في ميدان المحروقات.

انطلاقا مما سبق تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

فإن المعايير المستخدمة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قد تختلف من دولة إلى أخرى كما أنها قد تختلف من قطاع إلى آخر في الإطار المحلي للدولة وهذا حسب مميزات كل دولة أو تكتل اقتصادي وكذا درجة النمو فبعض المؤسسات التي تعد صغيرة أو متوسطة في بعض الدول المتقدمة قد تقيم ضمن مؤسسات كبيرة في بعض الدول النامية.

<sup>1</sup> عوض الله صفوت عبد السلام، اقتصاديات الصناعة الصغيرة والمتوسطة، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص08.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### المطلب الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

تتميز المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بجملة من الخصائص أهمها:

- سهولة القيادة والتوجيه في تحديد الأهداف الواضحة للمشروع وسهولة إقناع العاملين بالأسس والسياسات والنظم التي تحكم عمل المشروع<sup>1</sup>.
- انخفاض تكلفة العمالة فلمؤسسات الصغيرة تستخدم تقنية إنتاجية اقل تعقيدا أو اقل كثافة رأسمالية وبالتالي تمتلك القدرة على امتصاص العمالة لاسيما أن انخفاض درجة تطور التكنولوجيا يجعل التدريب على استخدامها أكثر يسرا<sup>2</sup>.
- انخفاض حجم الإنتاج الأمر الذي يقلل من تكاليف الأعباء التخزين والإنتاج لمدة طويلة غير أن هذا قد يخلق مشكلة وهي عدم الاستفادة من وفرة الإنتاج<sup>3</sup>.
- محدودية الانتشار الجغرافي إذا أن معظم هذه المؤسسات تكون محلية و جهوية<sup>4</sup>.
- نظام معلوماتي بسيط<sup>5</sup>.
- مرونة الإدارة فهذه المؤسسات لها القدرة على التكيف مع ظروف العمل المتغيرة إضافة إلى الطابع غير الرسمي في التعامل مع العملاء أو العاملين وبساطة الهيكل التنظيمي ومركزية القرار حيث لا توجد لوائح مقيدة تحكم عملية اتخاذ القرار بل ترجع إلى خبرة صاحب المؤسسة كما يلاحظ أن هذه المؤسسات أكثر قدرة على تقبل التغيير وتبني سياسة جديدة على العكس من المؤسسات الكبيرة التي تكثر فيها مراكز اتخاذ القرار ورسمية العلاقات وتدرجها مما يجعل اتخاذ القرار أطول نسبيا<sup>6</sup>.
- قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على إنتاج سلع خفيفة وذات مواصفات متباينة لمقابلة الرغبات المختلفة للمستهلكين وتعمل على توزيع الدخل وتحقيق التنمية المتوازنة من خلال انتشارها في المناطق الريفية والأقل تطورا وذلك بفضل مرونة الموقع وقلة حاجيتها للبنية التحتية مما يجعلها أكثر قدرة على خدمة الأسواق المحلية و وإسهامها في التنمية والحد من الهجرة إلى المدن<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> على السلمي، المفاهيم العصرية الإدارة المنشآت الصغيرة، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 1999، ص 16.

<sup>2</sup> ناجي بن حسين، آفاق الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 2، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004، ص 90.

<sup>3</sup> ناجي بن حسين، المرجع سبق ذكره، ص 90.

<sup>4</sup> حسين رحيم، نظم حاضرات الأعمال كآلية لدعم التحديد التكنولوجي، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، العدد 03، جامعة سطيف، 2004، ص 42.

<sup>5</sup> محمد الهادي مبارك، المؤسسة المصغرة: المفهوم والدور المرتقب، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 11، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005، ص 134.

<sup>6</sup> المرجع نفسه، ص 396.

<sup>7</sup> نصيب رجب شايب فاطمة الزهراء، المرجع سبق ذكره، ص 396.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- يتميز المشروع الصغير بقلّة عدد العاملين، ومحلية النشاط وهذا يؤدي إلى وجود نوع من الألفة والمودة والعلاقات الطيبة بين المؤسسة والعملاء<sup>1</sup>
- تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأن لها القدرة على التفاعل والمرونة لسهولة التعامل مع متغيرات الاستثمار، أي التحول إلى إنتاج سلع وخدمات أخرى تناسب مع متغيرات السوق ومتطلباته.<sup>2</sup>
- سهولة الدخول والخروج من السوق لنقص نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول الكلية في أغلب الأحيان.<sup>3</sup>
- التخصص الوحيد والمحدد لهذه المؤسسات، مما يسمح له بتقديم إنتاج ذو جودة عالية، يعتمد على النمط الإنتاجي فيها على مهارات حرفية ومهنية مما يجعلها تستجيب بشكل مباشر لأذواق المستهلكين مما يسهل عملية التكيف والتطور، وتجنب التقلبات المفاجئة في توفير المنتجات.<sup>4</sup>

### المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والعناصر المكونة لها

توجد في الحياة الاقتصادية العديد من الأشكال لـ PME والتي تختلف في أنماط ومجالات أنشطتها الاقتصادية، حجم أعمالها وإمكانيتها المادية ولكثرة الاختلاف فيما بينها، فإنها تصنف إلى أشكال مختلفة يمكن توضيحها فيما يلي:

#### 1- تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الشكل القانوني

إن الشكل القانوني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتفق وطبيعة النظام السياسي السائد، هو الهوية الرسمية التي تمنحها الدولة للمؤسسة عند تكوينها والتي تحدد حقوق وواجبات تلك المؤسسات وتنظم العلاقات مع كافة الأطراف إلى تعامل معها وبالتالي تحكم سير نشاطها، وتنقسم إلى:<sup>5</sup>

#### 1-1- المؤسسات الفردية

المؤسسة الفردية هي التي يقوم بها شخص واحد تتوفر فيه صفات الرأسمالي والمنظم والمادي، فهو المسؤول عن تكوين رأس مالها واتخاذ إجراءات تكوينها، وهو يتحمل مسؤولية إدارة تشغيلها وفي المقابل فهو يحصل على كل الإرباح المحققة نتيجة العمليات، ويتحمل أيضا كافة الخسائر التي تترتب على تشغيل وممارسة النشاط، ومسؤولياتها غير المحدودة.

<sup>1</sup> توفيق عبد الرحيم يوسف، المرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>2</sup> محمد هيكل، إدارة المشروعات الصغيرة، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، 2003، ص 20.

<sup>3</sup> فريد راغب النجار، إدارة المشروعات والإعمال صغيرة الحجم، مؤسسة شباب الجامعة، 1999/1998، ص 08.

<sup>4</sup> بوخاوة إسماعيل، عطوي عبد القادر، التجربة التنموية في الجزائر وإستراتيجية تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة مقدمة في الدورة التدريبية حول: تميل

المشروعات الصغيرة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 2003، ص 04.

<sup>5</sup> السيسي صلاح الدين، استراتيجيات وآليات دعم المشروعات وتنمية المشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الفكر،

2007، مصر، ص 22.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

والمؤسسة الفردية بهذا الشكل تمثل الشكل المسيطر للمؤسسات الخاصة في مستهل الثورة الصناعية وحتى منتصف القرن التاسع عشر، حيث حدث ابتداء من هذا التاريخ تطور هام في ازدياد أهمية الشركات المساهمة التي أصبحت أكثر أشكال المؤسسات الخاصة تطورا في وقتنا الحالي وإن كانت قائمة في كثير من البلدان المتخلفة.<sup>1</sup>

### 1-2- الشركات

تعرف الشركة بأنها المؤسسة التي تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر، ويلتزم كل منهم بتقديم حصة من المال لعمال الأقسام ما قد بنشأ عن هذه المؤسسات من ربح أو خسارة.<sup>2</sup>

وتنقسم الشركات بشكل عام إلى شكلين رئيسيين هما شركات الأشخاص وشركات الأموال.

#### ➤ شركة الأشخاص<sup>3</sup>

وهي امتداد للمؤسسة الفردية ضمن ما يسمى بشركات الأشخاص، وهي عبارة عن ارتباط بين شخصين أو أكثر أن لا يتجاوز عدد الشركاء في هذا النوع عن 20 شخصا ليزاولون إي عمل بالاشتراك، وذلك يقصد اقتسام ما ينشأ عنه من ربح أو خسارة، وتنقسم إلى:

#### - شركة التضامن:<sup>4</sup>

يتكون هذا النوع من المؤسسات الصغيرة عندما يتفق شريكان أو أكثر على تكوين مؤسسة صغيرة تمارس أنشطة معينة بغرض تحقيق أهداف محددة، ويكون الشركاء فيها مسؤولين مسؤولية شخصية والتضامن وبالتكافل عن جميع التزاماتها في الأموال الخاصة، علما أن عنوانها يتألف من أسماء جميع الشركاء المكونين لها، أو من لقب أو كنية كل منهم، أو من اسم واحد أو أكثر.

#### - شركة التوصية البسيطة: وهذا النوع من المؤسسات يتكون من نفس الطريقة السابقة، حيث يشترط اتفاق

شريكين على الأقل لتكوين المؤسسة ويحدد عقد المشاركة بنسبة مساهمة كل شريك في رأس المال وحقوق كل شريك في الإدارة وتتميز هذه المؤسسات بوجود نوعين من الشركاء:

➤ شريك متضامن لا يختلف في شيء عن الشريك المتضامن في شركة التضامن السابقة توضيحها.

➤ شريك موصي، مسؤوليته محدودة وغير تضامنية ولا يشارك في إدارة المشروع.

#### - شركة التوصية بالأسهم:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> علام سمير، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2001، ص 99.

<sup>2</sup> عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2003، ص 27.

<sup>3</sup> عبد الغفور عبد السلام وآخرون، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2001، ص 24.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 24.

<sup>5</sup> عبد الغفور عبد السلام وآخرون، ص 29.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

رغم أن هذه الشركة تعد من شركات الأموال، إلا أنها تعد تطورا لشركة التوصية البسيطة من حيث أنها تضم فئتين من الشركاء: شركاء متضامين وشركاء موصيين، غير أن الشركاء الموصيين يمتلكون أسهما بقيمة مساهماتهم في رأس مال الشركة ويحق لهم التصرف بها بالبيع أو التنازل دون الرجوع إلى الشركاء المتضامين لأخذ موافقتهم.

### ➤ شركات الأموال<sup>1</sup>

وهي الشركات الأكثر تطورا بين الشركات ذات الملكية الخاصة، فهي لا تقوم على جميع رؤوس أموال ضخمة من عدد كبير من الأشخاص وتوظيف الخبرات اللازمة دون تدخل وهيمنة شخصية من قبل المساهمين، ولهذا النوع من الشركات أنواع عديدة أهمها:

#### - شركة المساهمة

هي أكبر شركات الأموال، ويقسم رأس مالها إلى أجزاء متساوية في القيمة والحقوق والواجبات وتسمى باسم صاحبها، وهي تطرح في السوق للبيع للاكتتاب العام وهي عادة الأسهم العادية، وقد تصدر أسهما ممتازة لها الأولوية في الأرباح وتسديد القيمة على الأسهم الغير عادية.

#### - الشركات ذات المسؤولية المحدودة

وهي نوع من شركات الأموال وتطورا لشركات الأشخاص، وتتميز بان عدد المساهمين فيها لا يزيد عن 50 مساهما ويون رأس المال موزع على حصص بين الشركاء محصورة بينهم، لا يمكن انتقال هذه الحصص إلى غير الشركاء إلا بشروط محددة، كما لا يسمح بزيادة رأس مالها أو طرح أسهم للاكتتاب العام أو بيع سندات الدخول أو أعمال البنوك والتأمين أو الادخار أو استثمار أموال لحساب الغير.

### 2- تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أساس توجهها

يمكن تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أساس توجهها إلى الأصناف التالية:

#### 2-1- المؤسسات العائلية

تمارس المؤسسات العائلية نشاطها داخل المنزل أو قريبا منها في المدن والقرى، وهي تشبه مؤسسات الأكواخ المنتشرة في الدول الآسيوية التي يمارسها أفراد الأسرة.<sup>2</sup>

وتعتبر هذه المؤسسات اصغر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتتميز بأن يكون مقرها في المنزل كما أن عملياتها الإنتاجية تكون غير مكلفة وذلك لاعتمادها على جهد ومهارات أفراد العائلة في اغلب الأحيان.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 32.

<sup>2</sup> لخلف عثمان، دور ومكانة الصناعة الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية -دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1995، ص 32.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وتنتج منتجات تقليدية للسوق بكميات محدودة كما هو الحال في بعض البلدان الصناعية مثل اليابان، حيث تنتج أجزاء من السلعة لفائدة مصنع موجود في نفس المنطقة في إطار ما يعرف بالمقاولة الباطنية، وتعتمد المؤسسات العائلية على العمل اليدوي لأنها بدائية وتمويلها محدود.<sup>1</sup>

### 2-2- المؤسسات الحرفية<sup>2</sup>

تعتبر المؤسسات الحرفية أول نوع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كونها تستخدم العمل العائلي وعمل الأطفال، بالإضافة إلى حجم الإنتاج الموجه للسوق وتنتج منتجات تقليدية أو قطعاً لفائدة مصنع ترتبط به في شكل تعاقد تجاري. فالمؤسسة الحرفية تعتمد عادة -وبصفة خاصة في البلدان النامية- على فن إنتاجي مختلف وتستعين بأدوات إنتاجية بسيطة. المؤسسات الحرفية يحتاج عاملها إلى تدريب خاص ومهارة معينة لممارستها ويشترط في العمال الذين يعملون في هذه اعتمادها في النتاج على كثافة عنصر العمل.

- معدل التركيب العضوي لرأس المال منخفض جدا.

- الاستخدام التكنولوجي يكاد ينعدم في معظم الأحيان إلا نادرا.

- تنظيم العمل فيها سواء من ناحية العمل المحاسبي أو التسويقي أو التسيير الإداري يتميز ببساطة كبيرة.

- تعمل في معظم الأحيان في قطاع غير الرسمي، خاصة المؤسسات العائلية.

- الورش الخبرة الفنية في الحرفة التي يزاولونها، وما يميزها أيضا كون مكان إقامتها هو المحل مستقل عن المتزل بحيث تتخذ ورشة صغيرة.<sup>3</sup>

وما يميز المؤسسة الحرفية أيضا أنها لا تنتج دون بناء على توصية سابقة، وعلى ذلك فهي لا تنتج أساسا إلا لمن يطلب منها ولا تباع للسوق إلا باستثناء ولذلك فلن هذه المؤسسات لا تتعرض لمخاطر زيادة العرض عن الطلب.<sup>4</sup>

### 3- تصنيف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على أساس العمل

نجد ضمن هذا التصنيف نوعين من المؤسسات:

#### 3-1- المؤسسات غير المصنعة

تجمع هذه المؤسسات بين النظام الإنتاجي العائلي والنظام الحرفي وتتميز ببساطة تنظيم العمل والعمليات الإنتاجية واستخدام أساليب وتجهيزات تقليدية في العمل والتسيير والسوقي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> اتشي شعيب، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في ضل الشراكة الاورو متوسطية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004/2005، ص09.

<sup>2</sup> ال مرجع نفسه، ص 12.

<sup>3</sup> لخلف عثمان، مرجع سبق ذكره، ص 32.

<sup>4</sup> اتشي شعيب، مرجع سبق ذكره، ص 14.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حيث يعتبر الإنتاج العائلي الموجه للاستهلاك الذاتي أقدم شكل من حيث تنظيم العمل ومع ذلك يبقى يحتفظ بأهميته في الاقتصاد.

أما الإنتاج الحرفي الذي ينشطه الحرفي بصفة انفرادية أو بإشراك عدد من المساعدين يبقى دائما نشاطا يدويا يضع بموجبه سلعا ومنتجات حسب احتياجات الزبائن.<sup>2</sup>

### 3-2- المؤسسات المصنعة

يجمع هذا الصنف كلا من المصانع الصغيرة والمتوسطة والمصانع الكبيرة، وهو يتميز عن صنف المؤسسات الغير مصنعة بتقسيم العمل وتعقيد العمليات الإنتاجية واستخدام الأساليب الحديثة في التسيير وأيضا من حيث طبيعة السلع المنتجة واتساع أسواقها.<sup>3</sup>

### 4- تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب طبيعة المنتجات

#### 4-1- مؤسسات إنتاج السلع الاستهلاكية

نجد أن هذه المؤسسات تعمل في نشاط السلع الاستهلاكية المتمثلة في المنتجات الغذائية، تحويل المنتجات الفلاحية منتجات الجلود والأحذية والنسيج، الورق ومنتجات الخشب ومشتقاته.

ويعود التركيز على مثل هذه المنتجات أساسا نظرا لكونها تتلائم وخصائص هذه المؤسسات بحيث أنها:

- لا تطلب رؤوس أموال ضخمة لتنفيذها.

- صناعة السلع الغذائية تعتمد أساسا على المواد الأولية متفرقة المصادر.

- تصنيع الجلود وصناعة الأحذية تقوم به المؤسسات تستعمل تقنيات إنتاج بسيطة وكثيفة الاستخدام لليد العاملة.

#### 4-2- مؤسسات إنتاج السلع الوسيطة

ونجد أن هذه المؤسسات تركز أعمالها في مجالات الصناعة الوسيطة والتحويلية المتمثلة في تحويل المعادن، المؤسسات الميكانيكية والكهربائية، الصناعة الكيماوية والبلاستيك، صناعة مواد البناء، المحاجر والمناجم وتعتبر من أهم الصناعات التي تمارسها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتطورة، ويعود التركيز على مثل هذه المؤسسات باعتبار شدة الطلب المحلي على منتجاتها، خاصة فيما يتعلق بمواد البناء.

### 5- تصنيف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على أساس طبيعة الملكية

#### 5-1- المؤسسات العامة

<sup>1</sup> عبد الكريم الطيف، واقع وآفاق تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل الإصلاحات الحالية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001، ص 14.

<sup>2</sup> لخلف عثمان، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>3</sup> عبد الكريم الطيف، مرجع سبق ذكره، ص 14.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يقصد بالمؤسسات العامة ذلك النوع من المؤسسات التي تملكها وتديرها سلطة عامة (مركزية أو محلية) سواء انفردت في ذلك أو مشاركة فيه غيرها. ومن هنا فان الهدف الرئيسي لهذه المؤسسات هو تحقيق المصلحة العامة دون تحقيق أكبر ربح ممكن.<sup>1</sup>

### 5-2- المؤسسات الخاصة

يقصد بالمؤسسة الخاصة تلك المؤسسة التي تقوم في المقام من الاعتبار على فكرة الملكية الخاصة، وهذه المؤسسات يمكن أن تكون شركات مساهمة، شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن، كما يمكن أن تأخذ شكل مشاريع استثمارية فردية أو عائلية، وتهدف أساسا إلى تحقيق النفع الخاص الذي يتمثل في تحقيق الربح ويعتبر هذا النوع الأكثر انتشارا في العالم.<sup>2</sup>

### 5-3- المؤسسات المختلطة

تكون ملكيتها مشتركة بين القطاع العام والقطاع الخاص بنسب متفاوتة، ولهذا النوع أشكال تقليدية وشكل حديث وتنصرف الأشكال التقليدية إلى الامتياز و إلى المشاطرة، وينصرف الشكل الحديث إلى مؤسسات الاقتصاد المختلطة.

### 5-4- التعاونيات

المؤسسات التعاونية يمكن أن تكون مؤسسات إنتاجية أو مؤسسات استهلاكية أو مؤسسات للإسكان أو حتى لتنظيم استخدام جهود العمال المنظمين إليها و الدفاع عن مصالحهم، وهي تهدف إلى تأمين احتياجات الأعضاء من سلع وخدمات ضرورية بأقل تكلفة.

حيث يوجد اختلاف بين المؤسسات الخاصة والعامة و المؤسسات التعاونية في عدة نواح هامة والتي نبرزها في

الجدول الموالي:

<sup>1</sup> يوسف حميدي، مستقبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل العولمة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007، ص 133.

<sup>2</sup> مرجع نفسه، ص 133.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجدول رقم (2-2): مقارنة بين المؤسسات الخاصة والعامة والتعاونية

المؤسسة التعاونية	المؤسسة العامة	المؤسسة الخاصة	مواضيع المقارنة النواحي
اجتماعية مبنية على العضوية	عامة أو جماعية	فردية أو خاصة	الملكية
خدمة الأعضاء	خدمة أهداف المجتمع	العمل على تحقيق الربح	الهدف
عن طريق التسيير الديمقراطي	بواسطة مندوبي الدولة	مؤسسة على حقوق التملك	الرقابة
الاتجاه للتنسيق	الميل للاحتكار	الميل المنافسة	الموقف اتجاه السوق

المصدر: عادل أحمد حشيش، أصول الاقتصاد السياسي، مدخل تحليلي مقارنة لدراسة مبادئ علم الاقتصاد، دار النهضة العربية، بيروت، 1992، ص 143.

المبحث الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المشاكل والتحديات التي تواجهها

يعتبر قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من القطاعات الحيوية التي تلعب دوراً محورياً في التنمية الاقتصادية في الاقتصادات المعاصرة، ومدى مساهمتها في النمو الاقتصادي، ونظراً لأهميتها البالغة في تحسين المؤشرات الاقتصادية الكلية للدولة وجب عليها مواكبة التطور التكنولوجي وإحداث تغييرات على مستوى وسائلها وطرق تسييرها والرقابة عليها. ومن هنا تظهر أهمية نظام مراقبة التسيير الذي أصبح يعد من بين أدوات التسيير الفعالة في المؤسسات حالياً، في وضع العلاقة بين أهداف ونتائج المؤسسة ومتابعتها وتقييم أداءها لاتخاذ القرارات المناسبة كذلك مع تحديد المشاكل والتحديات التي تواجهها.

### المطلب الأول: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد الوطني كما أنها ذات أهمية في تقليل الفروقات الاجتماعية، وتمثل هذه الأهمية فيما يلي:

#### 1- الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمود الفقري لأي اقتصاد فلها الدور الفعال والأهمية البالغة في تحريك الاقتصاد الوطني والتأثير فيه، ويتجلى ذلك من خلال:<sup>1</sup>

✓ **المساهمة في زيادة حجم وقيمة الصادرات:** حيث تؤكد التجارب الدولية نجاح هذا المنهج، ففي ألمانيا تمثل صادرات الصناعة الصغيرة والمتوسطة حوالي 66% من إجمالي الصادرات الصناعية، وفي إيطاليا تصل هذه النسبة إلى نحو 47% وفي اليابان تصل غالى حوالي 30% بالإضافة إلى إنتاج سلع وسيطة بنسبة 20% من صادرات الصناعة الكبرى، وفي فرنسا تصل النسبة إلى نحو 27%.

✓ **تحقيق التوازن الجغرافي لعملية التنمية:** حيث تتسع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمرونة في التوطن والتنقل بين سكان والحد من الهجرة إلى المدن الكبرى.

✓ **تقديم منتجات وخدمات جيدة:** تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النمو الاقتصادي من خلال تبينها وتشجيعها للاختراعات، وتقدر منظمة العلوم الوطنية أن نسبة حوالي 98% من التطور الجوهري للمنتجات الجديدة انطلقت من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذه النسبة المذهلة تظهر حقيقة أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تنفق نسبة تقل عن 95% من تكاليف البحوث والتطوير في أمريكا.

✓ **ضرورة للمؤسسات والصناعات الكبيرة:** إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستفيد منها الشركات الكبرى حيث توفر مستلزمات الإنتاج وقطع الغيار والتجهيز بما تحتاج إليه من مواد.

#### 2- الأهمية الاجتماعية

تظهر الأهمية الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال النقاط التالية:<sup>2</sup>

✓ **تساهم بشكل فاعل بإيجاد الوظائف وبذلك فإنها مصدر مهم للوظائف الجديدة في الاقتصاد وتساعد الدول والحكومة في حل مشكلة البطالة.** إن البدء بإعمال جديدة بهذا العدد الكبير يؤدي إلى توظيف عالي، حيث أن المؤسسات

<sup>1</sup> غالم عبد الله وسبع حنان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مداخلة في المنتدى الوطني في الجزائر، يومي 5/6 ماي 2013، جامعة الوادي، الجزائر، ص 7.

<sup>2</sup> طاهر محسن منصور الغالي، إدارة وإستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص32.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الصغيرة في الولايات المتحدة الأمريكية تساهم في ثلاثة من كل أربع وظائف جديدة في كل عام 2000 ويتوقع استمرار ذلك حتى عام 2010.

✓ تساهم في إشباع حاجات لفئات المجتمع المختلفة فقد يكون هذا الإشباع تحقيق مردود وأداء مالي بالنسبة للملكي هذه المؤسسات، أو إشباع حاجات الزبائن من سلع وخدمات أو إشباع رغبات باقي فئات المجتمع المتعاملين بشكل مباشر أو غير مباشر من هذه المؤسسات.

✓ تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنوع الثقافي من خلال الحفاظ على خصوصية الأقلية المتواجدة في بلدان أخرى غير بلدهم، هكذا توجد المحلات التجارية والمطاعم العربية الإسلامية أو المطاعم اليابانية أو الصينية التي تقدم منتجات أو خدمات تحتاجها هذه المجموعات العرقية في بلدان أخرى، وهذا يساهم في إشباع حاجاتهم الخاصة المتميزة. ✓ تحافظ على الأعمال التراثية (حرفية/يدوية).

المطلب الثاني: المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغير والمتوسطة

### 1- مشاكل تمويلية

يعد التمويل المنظم من أساسيات إنشاء وتشغيل وتوسيع الشركات بمختلف أنواعها وأحجامها. إذ تحتاج الشركات، كما هو معروف، إلى أدوات التمويل الطويل الأجل لشراء الآلات والمعدات وغيرها من الأصول الثابتة، كما تحتاج إلى أدوات التمويل قصيرة الأجل، لاسيما القروض لتغطية احتياجاتها من مواد أولية وأجور العمال وغيرها من مصاريف الاستغلال المعروفة. لهذا تؤثر مشاكل التمويل على الشركات الكبيرة بصفة عامة وعلى الشركات الصغيرة بصفة خاصة، مما يعيق نموها وتطورها وبالتالي مساهمتها في توفيق مناصب شغل جديدة، وعلى الرغم من إن المشكل المحوري في تمويل هذه المؤسسات هو القروض إلا أنه هنالك العديد من المشاكل التمويلية الأخرى نوجزها في ما يلي:

❖ ارتفاع سعر الفائدة، كما حصل في الجزائر في النصف الأول من عشرية التسعينات حيث تجاوز العشرين بالمائة، الشيء الذي أعاق إنشاء تطور الشركات، خاصة الصغرى منها، فارتفاع معدل التضخم الذي بلغ في تلك الفترة إلى 35% بالمائة دفع بأسعار الفائدة، ولمدة طويلة، حيث لم تصبح موجبة إلا بعد انخفاض التضخم في النصف الثاني من تلك العشرية.

❖ عدم تخصيص نسبة من القروض الموجهة إلى المؤسسات على المستوى الوطني، من قبل البنوك التجارية إلى المؤسسات الصغيرة. إذ أدت الظروف هذه الأخيرة بالاستفادة بجزء يسير فقط من تلك القروض الإجمالية.

❖ تعقد وتعدد إجراءات الحصول على القروض جعل العديد من المؤسسات تموت في المهدي لعدم إقدام أصحابها على الاقتراض. كما أن عملية منح القروض تمر بالعديد من المراحل البيروقراطية والمملة، مما يجعل المستثمرين يجمعون عن الإقدام لتجسيد مشاريعهم.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

❖ اشتراط ضمانات عينية أو عقارية على القروض قد لا تكون في متناول جميع المستثمرين، إذ تشترط العديد من البنوك المانحة في الجزائر ضمانات على قروضها تتجاوز 150% من قيمة القرض الممنوح. ويعتبر هذا إجحافا في حق المستثمر وعائقا كبيرا لأي مبادرة. كما قد تكون المعوقات أشكالا أخرى كفترة السداد وفترة السماح وغيرها.

❖ عدم تخصيص بنك لتمويل المؤسسات الصغيرة دون غيرها، يمكن هذا الإجراء من تحسين طرق تمويلها، متابعتها ومعرفة المشاكل عن قرب فتخصيص بنك لهذا النوع من المؤسسات يعتبر بمثابة العناية بها لتعلب الدور المنوط بها.

❖ ارتفاع معدلات الضرائب على رقم الأعمال، الدخل، الإرباح التجارية وغيرها.

❖ ارتفاع مساهمة أرباب العمل (charges patronales)، مما جعل أصحاب المؤسسات يجمعون من التوظيف أو عدم التصريح بكافة العمال الموظفين لديهم.

وعليه تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من المعوقات التمويل، سواء كانت نتيجة لسياسة نقدية انكماشية، كالحذ من الاقتراض، أو نتيجة سياسة مالية صارمة، كرفع الضرائب وتعددتها. أو بكل بساطة غياب إستراتيجية واضحة لدعم هذا القطاع ماليا، زيادة على هذه المشاكل أو المعوقات، فإن هذه المشروعات من جانبها لا تحاول الاقتراب من مصادر التمويل الرسمي للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- التكلفة المرتفعة للاتتمان المالي.
- طول وتعقيد المستندات والإجراءات المطلوبة للحصول على التمويل الرسمي.
- الشروط المفروضة.
- إن المشروعات الصغيرة والمتوسطة قد تكون غير مسجلة، أي أنها تعمل في القطاع غير الرسمي من الاقتصاد ومن ثم فإن احتياجها للتمويل قد يلجئها لدخول الاقتصاد الرسمي وهو ما سيجعلها في مواجهة أحكام ولوائح معوقة لنشاطها.
- الكشف عن الموقف الضريبي والأعباء التي قد ترفضها الهيئات الضريبية غير الفاعلة.
- قد يسبب إفشاء المعلومات فقد المشروع لإسراره الخاصة في مواجهة منافسيه.
- خوف أصحاب المشاريع من تدخل البنوك في الشؤون الداخلية لمشروعاتهم.
- غياب أي معلومات موثقة تتعلق بمزايا الحوكمة المؤسسية على أداء الشركة أو المشروع.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2004، ص 5-6.

### 2- مشاكل نقص المعلومة<sup>1</sup>

على الرغم من الأهمية البالغة التي يكتسبها قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية، إلا أنه ما يزال يعاني من عدة صعوبات تحد من تطوره حجما ونوعا، ولعل من بين أهم هذه المشاكل نجد مشكل ندرة المعلومة وهذا على عدة مستويات ومن عدة أوجه:

#### ❖ ندرة المعلومات المتعلقة بسوق العمل

حيث نسجل غياب أرقام أو إحصائيات أو معطيات عن سوق العمل في الجزائر بالشكل المطلوب توجد مثلا أرقام أو معطيات دقيقة عن طالبي العمل تكون منظمة بشكل تبين من خلالها طبيعة طالب العمل من حيث الشهادة، السن، الجنس... الخ، كما انه في المقابل لا توجد بيانات كافية عن المهتمين بالتوظيف، وإن وجدت فإنها تكون متفرقة في شكل إعلانات عن التوظيف لا أكثر.

#### ❖ ندرة المعلومات المتعلقة بفرص الاستثمار

فمن الطبيعي أن يبني أي شخص قراره الاستثماري على عدد من المعطيات، والتي تظهر إمكانيات وفرص الاستثمار وغياب مثل هذه المعطيات يؤدي لا محالة إلى اضمحلال الفكر الاستثماري.

#### ❖ نقص المعلومات المتعلقة بالمحيط المحلي (الوطني)

حيث يفتقر صاحب المشروع إلى معلومات لا مناص منها لاتخاذ القرار الاستثماري، ونذكر في هذا الصدد، على سبيل المثال، تقلبات الأسعار، حجم القدرة الشرائية، الامتيازات القانونية، حجم العرض في السوق العمل ونوعيته، المنافسين الحاليين والمحليين والأجبيين، المنافسين المحتملين... الخ، ومن شأن نظام المعلومات الوطني توفير مثل هذه المعلومات.

#### ❖ نقص المعلومات المتعلقة بالمحيط الأجنبي (الدولي)

يشكل غياب مثل هذه المعلومات، والتي تحمل بعدا استراتيجيا، خطر يهدد وجود المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بل وعلى قطاع الأعمال ككل، فنقص المعطيات والبيانات عن المنافس الأجنبي يعني الدخول في معركة ضد منافس مجهول، قد يعرف عنك الكثير دون أن تعرف عنه سوى القليل، وهو ما يؤدي إلى الصدمة (le choc) مما يسبب انهيار وتراجعا للمؤسساتنا، وهذا ما نخشى حدوثه في إطار ما يسمى بالنظام إلى الاقتصاد الدولي في شكله الإقليمي (اتفاقية الشراكة الاورو متوسطية) أو في شكله العالمي المنظمة العالمية للتجارة.

#### ❖ نقص المعلومات المتعلقة بالخدمات التسويقية

<sup>1</sup> رحيم حسين، دريسي يحي، أهمية إقامة نظام وطني للمعلومات الاقتصادية في دعم وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، الملتقى الدولي الاول حول تنافسية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و تحولات المحيط، جامعة بسكرة، 29-30-2002، ص 577-578.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حيث يجد أصحاب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة صعوبة في التعرف على الخدمات التسويقية المتاحة، كأماكن المعارض و تواريجها، واشترطات الجودة في الأسواق المحلية وكذا الخارجية، كما تفتقر مؤسساتنا الصغيرة و المتوسطة، على وجه الخصوص، إلى هيئات متخصصة في دراسة السوق و سلوك المستهلك.

### ❖ نقص المعلومات الخاصة بمصادر الآلات والتجهيزات ذات التكنولوجيا المتطورة

يدفع هذا النقص المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى توفير هذه الوسائل بأيسر الطرق و أقربها، كما يتضمن هذا النقص أيضا عدم الدراية بالتكاليف وإضاعة الوقت في البحث على انساب الأسعار، وبالتالي فإن هذا غياب المصدر المهم من مصادر المعلومات يترك مؤسساتنا تعمل بأدوات أقل تنافسية وأكبر تكلفة، وهو ما يحول بينها تحقيق أهدافها. وتسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى مواكبة التطورات التكنولوجية من اجل الوقوف أمام المنافسة، خاصة منها الأجنبية، ولا سبيل إلى ذلك إلا البحث عن المعلومات المتعلقة بهذا الجانب، وبالمقابل يشكل غيابها عائقا أمام تطور هذه المؤسسات.

### ❖ عدم وجود هيئات (مركز) متخصصة في تحليل المعلومات ونشرها

إن توفر المعلومات والبيانات في شكلها الخام قد يشكل في حد ذاته مشكلة في بعض الأحيان، فالخبرة القليلة التي يتمتع بها أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عادة لا تمكنهم من فهم واستغلال هذه البيانات والمعطيات أحسن استغلال، مما يوجب عليهم البحث عن مغزى هذه البيانات ومدلولها في شكل مبسط أو بنوع من الشرح والتحليل، ولن يأتي ذلك إلا بوجود هيئات ومراكز متخصصة في تحليل ونشر هذه البيانات.

## 3- مشاكل إدارية وتسويقية وفنية

### ❖ المشاكل الإدارية

يتعرض المستثمرون في المشاريع الصغيرة والمتوسطة إلى إجراءات إدارية معقدة و طويلة تصل أحيانا إلى انسحاب المستثمرين من تنفيذ المشاريع، من هذه المشاكل ما يلي:<sup>1</sup>

➤ صعوبة الإجراءات الإدارية والتنفيذية للحصول على قبول المشروع زيادة على التباطؤ الإداري، ويبدو أن المشكلة في أساسها مازالت مشكلة ذهنيات ذلك أن سرعة حركية سن النصوص التشريعية لم بتواكبها حتى ألان حركية مماثلة على مستوى الأجهزة التنفيذية.

<sup>1</sup> نبيل جواد، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2007، ص 48.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

➤ صعوبات متعلقة بالعمارة الصناعي من خلال طول مدة الأراضي المتخصصة للاستثمار وكذا مشكلة عقود الملكية لاختلاف جهات التملك الإدارية، مع غياب الإطار القانوني والتنظيمي الذي يحدد طرق وكيفيات وآجال وشروط التنازل عن الأراضي وموضوع استخدامها.

➤ الأعباء الضريبية الكبيرة التي تتحملها هذا النوع من المؤسسات لا يساعد بأي حال من الأحوال على العمل الإنتاجي بل تؤدي إلى تعدد وتنامي الأنشطة الموازية التي تصب في خانة التهرب الضريبي.

➤ غياب الفضائيات الوسيطة كالبورصات والتي تشكل واحدة من الأدوات الناجعة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها تشكل فضاء إعلاميا وتنشيطيا وتشاور هاما، وكذا غياب دور غرف الصناعة والتجارة بصفتها الواجهة التي تربط بين العديد من المتعاملين الاقتصاديين والسلطات العمومية وكذا تمثل حلقات ضرورية لتنظيم الاقتصاد وخلق الانسجام بين المصالح المختلفة.

### ❖ المشاكل التسويقية

تعتبر الصعوبات التسويقية من أهم الصعوبات التي تواجه المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة، وتتمثل أهم هذه الصعوبات في:<sup>1</sup>

➤ نقص الكفاءات التسويقية وعدم الإلمام بالبحوث التسويقية ونقص المعلومات في ظل شدة المنافسة بين هذه المؤسسات بعضها مع بعض من جهة، بين هذه المؤسسات والمؤسسات الكبيرة من جهة أخرى.

➤ عدم حماية المنتج الوطني من التدفق الفوضوي للسلع المستوردة من خلال إغراق السوق المحلي بها وبيعها بأسعار أقل من أسعار المماثلة لها محليا.

➤ عدم توفر الحوافز الكافية للمنتجات المحلية مما يؤدي إلى منافسة غير متكافئة بين المنتجات المحلية والأجنبية.

➤ تفصيل المستهلك المحلي للمنتجات الأجنبية المماثلة بدافع التقليد أو المحاكاة أو الاعتماد على استخدام هذه السلع مما يحد من حجم الطلب على المنتجات المحلية.

➤ الأجهزة والشركات المتخصصة في مجال التسويق.

### ❖ المشاكل الفنية

وتتمثل المشكلات الفنية فيما يلي:

➤ مشكلة الإدارة باعتبار أن ملكية هذه المؤسسات تعود غالبا لشخص واحد يديرها ويتخذ القرارات التصيرية

بمفرده.

<sup>1</sup> نبيل جواد، مرجع سبق ذكره، ص 104.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

➤ عدم اكتساب المسير للخبرة والذي يعتبر الأسباب الأكثر شيوعاً الذي ينعكس على كفاءة التسيير وتطور هذه المؤسسات.

➤ استخدام أجهزة ومعدات بدائية أقل تطوراً عن تلك المستخدمة في المؤسسات الكبيرة.

➤ عدم إتباع أساليب الصيانة أو أساليب الإنتاجية المتطورة التي تساعد على تحسين منتجاتها بما يتماشى مع المواصفات العالمية.

### المطلب الثالث: التحديات المستقبلية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد أسهمت التغيرات التي مست الأنظمة والأدوات الاقتصادية في العقد الأخير من العشرين في إعادة تشكيل معادلة القوى الاقتصادية عالمياً، فما يشهده العالم من تغيرات في التكنولوجيا والاتصال والمنافسة سيؤدي إلى حدوث تعديلات جذرية على توجهات منظمات الأعمال خاصة التي تنشط في المحيط العربي والتي أصبح لزاماً عليها التكيف مع التحديات القرن الجديد من أجل البقاء والاستمرارية.<sup>1</sup>

#### 1- عالمية التجارة

سعت دول العالم إلى توسيع دائرة التجارة الدولية وجعلها عالمية وذلك من خلال إنشاء الاتفاقية العامة للتجارة والتعريفية الجمركية، والتي حلت محلها منظمة التجارة العالمية سنة 1995، التي تسعى إلى خلق وضع تنافسي دولي في التجارة يعتمد على الكفاءة الاقتصادية في التوظيف الكامل لموارد العالم وزيادة الإنتاج المتواصل والاتجار في السلع والخدمات مما يؤدي إلى استخدام الأمثل لتلك الموارد مع الحفاظ على البيئة وحمايتها ودعم الوسائل الكفيلة لتحقيق ذلك وبالتالي ضمان توسع الإنتاج وخلق أنماط جديدة لتقسيم العمل الدولي وزيادة نطاق التجارة، مما يحدث تعظيم الدخل القومي العالمي ورفع مستويات المعيشة من خلال معدلات نمو الدخل الحقيقي وتوفير الحماية المناسبة للسوق الدولي لجعله يعمل في بيئة مناسبة لمختلف مستويات التنمية، ومحاولة إشراك الدول النامية والأقل نمواً في التجارة الدولية بصورة أفضل وهذا ما يضر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توسيع دائرة المنافسة.

#### 2- ثورة المعلومات والتكنولوجيا

تميز النظام الاقتصادي العالمي الجديد بوجود ما يطلق عليه الثورة الصناعية والتي تمثل ثورة علمية في المعلومات والاتصالات والموصلات والتكنولوجيا كثيفة المعرفة وعليه فقد أصبحت ثورة المعلومات والتكنولوجيا تمثل الأساس المادي للنظام الاقتصادي الجديد، حيث أنها أصبحت تعلب دوراً محورياً في تشكيله ومحرك التغيير في جميع أجزائه والدلالة التي تعكسها مخرجات ثورة المعلومات والتكنولوجيا بالنسبة للعالم هو تقارب هذه الأسواق بشكل كبير وتغيير الملكيات

<sup>1</sup> برودي نعيمة، التحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، ورقة بحثية مقدمة ضمن المنتدى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، المنعقد يومي 18/17 أفريل، 2006، ص17.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وتشجيع الاندماجات بين الشركات الصغيرة والمتوسطة في محاولة منها لمواجهة التحديات التي يعكسها التغيير السريع في التكنولوجيا الحاسب الآلي وتناقص قيمة المعلومات بمرور الزمن.

### 3- عالمية الاتصال

لقد أدى التقدم الفني في مجال الاتصالات والموصلات وتبادل المعلومات والتقنيات الحديثة والفضائيات إلى طي المسافات وهذا جعل العالم قرية صغيرة تلاشت فيها المسافات جغرافيا وحضريا ، وأصبحت الشركات والمؤسسات تعمل في بيئة عالمية شديدة التنافس، فالمنتج الذي يظهر في دولة ما نجده في نفس اللحظة يطرح في جميع أسواق دول العالم سواء من خلال الفضائيات والأقمار الصناعية، أو من خلال شبكات الانترنت.

### 4- القدرة التنافسية للمؤسسات

إذ أن أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمتعا بالامتيازات هي تلك لقادرة على تحقيق الزيادة التكنولوجية في مجالها.

وبالتالي القدرة على التفاوض من أجل الحصول على أسعار أعلى لمنتجاتها، ومن جهة أخرى تجبر المنافسة في تكلفة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مواصلة خفض أرباحها وأجورها ومعايير عمالتها لكي تظل في نطاق المنافسة. ولقد بدأت الممارسات التصنيعية الجيدة الالتزام بالمواصفات ومعايير الجودة تكتسب أهمية يستلزم أهمية وجود قوة عاملة متعددة المهارات ولديها محفزات عالية على طول سلسلة القيمة، ويعني ذلك ضمنا زيادة الحواجز المفروضة على دخول الأسواق بالنسبة لمعظم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى العالم تزداد هذه الحواجز بالتأكيد حالة الدولة النامية والأقل تقدما، كما تعني أيضا تحسين فرص مجموعة مختارة من الـ PME في التحديث التكنولوجي.

### 5- الخصخصة

والتي تعني أن الإطار العالم لمسيرة الاقتصاد العالمي في القرن الواحد والعشرين هو نظام شبه واحد قائم على آليات السوق وفعاليات جهاز الثمن وتفاعل قوى العرض والطلب.

### المبحث الثالث: آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعد التمويل من أساسيات إنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، إذ تحتاج المؤسسات إلى أدوات التمويل بأشكالها المختلفة، وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة، لهذا تؤثر مشاكل التمويل على المؤسسات الكبيرة بصفة عامة وعلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، نظرا للخصائص التي تتميز بها هذه المؤسسات.

### المطلب الأول: عموميات حول التمويل

#### 1- تعريف التمويل

لقد تطور مفهوم التمويل بصفة ملحوظة وكان ضروريا للتغلب على التحديات المتفاوتة التي تواجه المؤسسة المتمثلة في ازدياد حجم المنافسة وازدياد التضخم، والتدخل الحكومي المباشر وغير مباشر في النشاط الاقتصادي، كما يلتبس تأثير التقدم التكنولوجي، ومن هنا فقد أصبح من الواضح أن النمو الاقتصادي في الدولة يتوقف على حد كبير من كفاءة أداء الوظيفة المالية.

وقد اختلف الباحثون في تحيد مفهوم شامل وموحد للتمويل، إذ نجد عدة تعاريف منها:

**التعريف الأول:** يعرف Growthill وهو محلل اقتصادي انجليزي التمويل، بأنه أحد مجالات المعرفة يختص بالإدارة المالية وهو نابع من رغبة الأفراد ومنشآت الأعمال في تحقيق أقصى حد من الرفاهية.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** التمويل هو توفير المبالغ اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص، وبعبارة أخرى هو "عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة، هذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي".<sup>2</sup>

**التعريف الثالث:** التمويل هو مجموعة العمليات التي من خلالها تصل المؤسسة إلى تلبية احتياجاتها من رؤوس الأموال، سواء تعلق الأمر بتخصيص أولي من الموال والزيادات للقروض المتوفرة في الأوساط العامة أو المالية المساهمات الممنوحة بسندات باهظة من طرف الدولة، الخزينة العامة، الجماعات، الخواص... الخ.<sup>3</sup>

**التعريف الرابع:** يعرف عمر حسن التمويل بأنه توفير النقود في الوقت الذي نحتاج في أمس الحاجة إليها، ويوفر إمكانية الأفراد من الاستهلاك بأكثر مما ينتجون في فترات معينة من الوقت.<sup>4</sup>

ومن خلال التعريفات المقدمة سابقا، يمكننا استخلاص ما يلي:

- يتعلق التمويل بالمبالغ النقدية و الأموال السائلة بالسلع والخدمات.
- يتم تمويل بالأموال اللازمة من دون زيادة أو نقصان.
- تتم عملية التمويل في التوقيت الملائم، بمعنى أنه ينبغي تقديمه وقت الحاجة إليه.
- يكون الهدف الرئيسي من التمويل هو تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأعوان الاقتصاديين من العائلات، مؤسسات اقتصادية وإدارات عمومية.

<sup>1</sup> Chrle corbine, financement et autofinancement des grand entreprise, France, Dalloz, 1941, p 215.

<sup>2</sup> Bernard et collé, dictionnaire économique et financier, 5ème édition, paris, p 144.

<sup>3</sup> عادل عبد المهدي وحسن المرندى، المؤسسة الاقتصادية، دار ابن خلدون، لبنان، 1980، ص 38-39.

<sup>4</sup> عبيد على أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، 2001، ص 12.

- يرتبط التمويل بالعائد.

### 2- أشكال التمويل

يمكن النظر إلى أشكال التمويل من عدة جوانب أهمها:<sup>1</sup>

#### 2-1- بموجب معيار المدة: تنقسم أشكال التمويل إلى:

أ/ تمويل قصير الأجل: يقصد به الأموال لا تزيد استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

ب/ تمويل متوسط الأجل: يستخدم التمويل المتوسط الأجل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.

ج- تمويل طويل الأجل: وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.

#### 2-2- أشكال التمويل تبعا لمصادره

أ/ تمويل ذاتي: ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصفة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل لذاتي ترتبط أساسا بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الإنتاج من جهة ورفع أسعار منجاته الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

ب/ تمويل خارجي: ويتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاته التمويلية وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة. ويمكن التمييز هنا التمويل الذي يأتي من مدخرات القطاع الخاص (أفراد أو مؤسسات) والذي يكون على شكل أسهم وسندات وبين التمويل العام الذي يكون مصدره موارد الدولة ومؤسساتها (قروض بنكية وسندات الخزينة)، وتختلف الأهمية النسبية لكل من هذين النوعين من بلد لآخر حسب طبيعة النظام الاقتصادي السائد في هذا البلد.

#### 2-3- أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله

وينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

<sup>1</sup> محمد السعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 37.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أ/ تمويل الاستغلال: ويتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية الذي يتم التضحية به في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، وبهذا ينصرف تمويل الاستغلال إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة. منها كنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وما إلى ذلك من المدخرات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق الجاري.

ب/ تمويل الاستثمار: يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلف طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كإقتناء الآلات والتجهيزات وما إليها من العمليات التي يترتب على القيام بها زيادة التكوين الرأس مالي للمشروع نظر المخطط الجزائري، الاستثمار هو حصيلة ثلاثة نشاطات هي:

- إقتناء أو خلق سلعة معمرة: بهدف زيادة طاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعات كاملة.

- تجديد التجهيز: الموجود المتعلق باستبدال سلعة معمرة بسلعة أخرى معمرة للمحافظة على طاقات الإنتاج.

- نفقات الصيانة والصلاحيات الكبيرة للعتاد المخصصة لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة، بمعنى المدة العادية للاستغلال.

مما تقدم يتضح أن هناك خاصيتين أساسيتين تميزان تمويل الاستثمار وهما:

- 1- أن عائد الأموال المتفقة على الاستثمار يتحقق فترة زمنية طويلة نسبيا بعد حدوث الأنفاق، كما أن العائد لا يتحقق دفعة واحدة يتوزع على فترات (دورات إنتاجية).

- 2- زيادة عنصر التأكد المرتبط بتقديرات وتكاليف الاستثمار الناتج عن طول الفترة التي يستغرقها النشاط الاستثماري وما تفتحه من احتمالات تغير المعطيات في نهاية الفترة عن بدايتها.

### المطلب الثاني: آليات التمويل الكلاسيكية (التقليدية) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تلجأ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند تأسيسها إلى التمويل طويل ومتوسط الأجل، ويمكن أن تعتمد في ذلك على عدة مصادر من أهمها التمويل الخاص، الاقتراض من الأصدقاء والأقارب، القروض البنكية طويلة الأجل، التمويل بالاستئجار... الخ.

هذا عن التمويل المؤسسات عند تأسيسها، بعد هذه المرحلة تأتي مرحلة أخرى في حياة المؤسسة وهي مرحلة الازدهار والانطلاق حيث تبدأ المؤسسة في تحقيق معدلات النمو المرغوبة ومن زيادة المبيعات وكذلك الأرباح، ومع زيادة المبيعات تظهر الحاجة إلى زيادة التمويل دورة الاستغلال، وهذا النوع من القروض عادة ما تمنحه البنوك التجارية (أي القروض قصيرة الأجل)، كما يمكن للمؤسسات أن تعتمد على الأرباح المحتجزة والتي تدخل ضمن التمويل طويل الأجل. وفيما يلي عرض لآليات التقليدية الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 1- التمويل طويل الأجل

من المعروف أن التمويل طويل الأجل يكون موجه لتمويل نشاطات الاستثمار التي تخلف جوهريا عن عمليات الاستغلال من حيث موضوعها ومدتها، لذلك فإن هذه العمليات تتطلب أشكالا وطرقا أخرى تتلاءم وهذه المميزات العامة. فكون نشاطات الاستثمار هي تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترات بهدف الحصول إما على وسائل الإنتاج ومعداته وإما الحصول على عقارات مثل الأراضي والمباني الصناعية والإدارية، فهذا يعني أن الاستثمار إنفاق حالي من ورائه عائد أكبر في المستقبل، ويتم هذا الإنفاق عادة مرة واحدة في بداية المدة، الأمر الذي يشكل عبئا على المؤسسات بصفة عامة، وعلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. بصفة خاصة نتيجة للضعف أو النقص الكبير في مصادر التمويل والصعاب التي تواجهها في الحصول عليه، إن وجدت هذه المصادر خاصة وأن عائدات هذه الاستثمارات تكون متقطعة وتندفق خلال سنوات عمر الاستثمار.

وتوجد أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة مصادر تحصل من خلالها على التمويل طويل الأجل، وستعرض فيما يلي إلى أهم هذه المصادر:

#### 1-1- الأموال الخاصة والاقتراض من العائلة والأقارب

تظهر الحاجة إلى هذه الأموال بشكل خاص عند التأسيس أو إنشاء المؤسسة، ونقصد بالأموال رأس المال الذي يملكه المشروع، أو مجموعة من المساهمين، والتي تمثل الادخارات الفردية لهؤلاء المستثمرين، ولكن عادة ما تكون هذه الأموال غير كافية لذا يلجأ صاحب المؤسسة إلى العائلة والأصدقاء للاقتراض، وهنا يتوجب عدم الخلط بين العلاقات التجارية والعلاقات العائلية إذا كان يريد الحصول على النتائج المرغوب فيها.<sup>1</sup>

فعادة ما تظهر مشاكل في المعاملات المالية بين أفراد العائلة الواحدة أو بين الأصدقاء، حين يأتي واحد منهم إلى طلب مشاركة الآخرين معه في إنشاء مؤسسة ما، وكيف تتم المشاركة مثلا على أساس الأمانة إلى حين أو قروض مصحوبة بوعود مقطوعة لدفع عليها كلما تيسر الأمر، أو عند تحقيق أرباح أو دفع أرباح بصفة إلزامية كل فترة من الزمن بغض النظر عن نتائج الأعمال.

كما أنه يصاحب طلب القرض من العائلة أو الأصدقاء طلب المشاركة في إدارته أو ملكيته أو تشغيل بعض أفراد العائلة أو الأقارب الأصدقاء في المشروع، ما قد يمثل عبئا حقيقيا على المشروع خاصة المسير الذي يصبح في موقف ضعيف عندما يقدم على اتخاذ القرارات، ومثل هذا العبء يمكن أن يترجم في شكل تكلفة ضمنية للتمويل وقد تتسبب في حالة زيادتها في فشل المشروع.

<sup>1</sup> عبد السلام أبو قحف وآخرون، إدارة الأعمال الدولية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2001، ص 70.

### 1-2- القروض طويلة الأجل

هي القروض التي تزيد آجالها عن خمس سنوات وقد تصل عشر سنوات أو عشرين سنة، تمنح لتمويل الأنشطة والعمليات ذات الطبيعة الرأسمالية أو بناء المصانع وإقامة مشاريع جديدة<sup>1</sup>.

تقدم مثل هذه القروض عادة من البنوك المتخصصة مثل البنوك العقارية التي تمنح قروضا قد تصل إلى عشرين عاما وذلك لتمويل عمليات البناء واستصلاح الأراضي وإقامة مشروعات الري والصرف، إلى جانب البنوك الصناعية والزراعية فالأولى تقدم قروضا تتراوح مدتها بين 3 إلى 10 أعوام بغرض إقامة المباني، المستودعات وشراء الآلات ومعدات الإنتاج... الخ، أما الثانية فهي لا تختلف كثيرا عن سابقتها من البنوك المتخصصة فهي تمنح قروضا طويلة الأجل لتطوير القطاع الزراعي وذلك مقابل ضمانات عينية (الرهن العقاري والرهن الحيازي)، ونشير هنا أنه كثيرا ما تراعي البنوك (البنوك الصناعية) أوضاع الصناعات الصغيرة من نواحي أسعار الفائدة والضمانات، كذلك كثيرا ما تقدم لها المشورة والنصح، وتقوم بإجراء دراسات الجدوى لها من دون مقابل أو بمقابل رمزي.

ونتيجة لارتفاع المخاطرة في تقديم مثل هذه القروض، فإن البنوك بمختلف أنواعها تتشدد وتتخذ إجراءات وقائية، مثل أن تطلب من طالب القروض تعهد بعد ممارسة أي نشاط آخر يؤثر على قدرته على السداد، أو تطلب ضمانات إضافية كالعقارات والأرضي.

### 1-3- الأرباح المحتجزة

إن الهدف الأساسي من نشاط المؤسسة هو تحقيق الربح، وتحدد الجمعية العامة للمؤسسة مصير الأرباح المحققة من خلال سياسة التوزيع التي تبين إن كانت الأرباح ستوزع كلياً أو سيحتفظ بجزء منها ويوزع الباقي على المساهمين، أم أن احتياجات المؤسسة تقتضي بأن يتم الاحتفاظ بكل الأرباح لتغطية احتياجاتها المؤسسة و المختلفة<sup>2</sup>.

### 2 - التمويل متوسط الأجل

تمنح البنوك هذه القروض لمدة تتراوح بين سنة إلى خمس سنوات ، تلجأ المؤسسات الى التمويل متوسط الأجل ( إلى جانب التمويل طويل الأجل ) بغرض تمويل الجزء الدائم من استثماراتها في الرأس المال المتداول والإضافات على موجوداتها الثابتة، وتشمل مصادر التمويل هذه المدة، قروض الآلات والتجهيزات وتمويل الاستئجار، هذا الأخير يعتبر من الطرق المستحدثة في تمويل الذي سنتعرض له بشيء من التفصيل لاحقاً، أما الآن سنتعرض المصادر الأخرى للتمويل متوسط الأجل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص104.

<sup>2</sup> هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2000، ص94.

<sup>3</sup> محمد الصالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص294.

### 2-1- قروض المدة<sup>1</sup>

تتراوح مدة هذه القروض بين 3 و5 سنوات، الأمر الذي يعطي المقرض الاطمئنان والأمان ويقلل من مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض قصيرة الآجل. لأن درجة المخاطرة في التمويل قصير الأجل تكون عالية بالنسبة للمؤسسة المقرضة، لأنه إذا وصل تاريخ استحقاق القرض، من المحتمل أن لا يوافق البنك على تجديد القرض، رغم تسديد المؤسسة لما عليها أو أن يجدد القرض بمعدل فائدة وشروط مجحفة في حق المؤسسة، ويمكن الحصول على مثل هذه القروض من مصارف التمويل المتوسط والطويل الآجل ومن المصارف المتخصصة.

ويفرض معدل الفائدة على أساس المدة التي استخدم فيها القرض، أما تحديده فيتم على ضوء مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق، حجم القرض وتاريخ استحقاقه والأهلية الائتمانية، ويتم تسديدها عن طريق أقساط دورية متساوية تدفع ثلاثيا أو نصف سنويا أو سنويا، وقد لا تكون أقساط متساوية أو تكون باستثناء آخر دفعة التي تكون أكبر من سابقتها.

### المطلب الثالث: الآليات المستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد تطرقنا في المطلب السابق إلى مصادر التمويل التقليدية والمعروفة في مالية المؤسسة والتي تتمثل في القروض بمختلف أنواعها.

كل هذه المصادر معروفة ومستعملة في الاقتصاد الجزائري إلا أنها تمثل عبئا على المؤسسات خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نتيجة لمحدودية قدرتها التمويلية لذلك ظهرت الحاجة إلى البحث عن طرق أخرى لتمويل الاستثمارات يكون من أهم خصائصها تجنب عراقيل التمويل الكلاسيكية.

### 1- التمويل التاجيري

يعتبر الائتمان التجاري فكرة حديثة للتجديد في الطرق التمويل، وإن كانت هذه الطرق لازالت تحتفظ بفكرة القرض فإنها قد أدخلت تغييرا جوهريا في طبيعة العلاقة التمويلية بين المؤسسة المقرضة والمؤسسة المقرضة، ورغم حداثة هذه الطريقة فإنها تسجل توسعا سريعا في الاستعمال لإقدام المستثمرين عليها بالنظر إلى المزايا العديدة التي يقدمها لهم، وفيما يلي سنحاول التعرف على هذا المصدر الجديد من مصادر التمويل من حيث مفهومه وأشكاله.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص305.

### 1-1- تعريف التمويل الاجباري

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك بوضع آلات أو معدات أو أي أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.<sup>1</sup>

بمعنى أن الائتمان الاجباري هو عقد يبرم بين طرفين يسمى الأول بالموجز (مالك الأصل) والثاني المستأجر (مستخدم الأصل)، حيث يقوم الأول بمنح الثاني حق استخدام الأصل خلال فترة زمنية، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها وذلك مقابل قيمة ايجارية محددة يتم في شكل أقساط لنفس الفترة المتفق عليها في العقد المبرم، ولعل من أبرز مزايا الاستئجار أن المستأجر يقوم باستخدام الأصل دون الالتزام بشرائه، وهنا يبرز الوجه التمويلي من عملية الإيجار من أنه بدلا من استخدام رأس المال المملوك أو رأس المال المقترض كأساس لتمويل عمليات شراء الأصول، فإنه بالإمكان استخدام الاستئجار مباشرة كبديل معوض لعملية تحصيل الأموال المرغوبة للاستفادة من خدماتها الاقتصادية ودون الالتزام بشرائها.

نشير إلى أن اللجوء إلى استئجار الأصول بدلا من تملكها يحقق مرونة كبيرة على مستوى عمليات الاستغلال للمؤسسة خاصة إذا تعلق الأمر بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبقدراتها المحدودة أكثر استخداما للتمويل عن طريق الاستئجار.

وتختلف أشكال الائتمان الاجباري باختلاف مدة ومصير عقد الائتمان في نهاية المدة ولا يمس هذا التمييز بين مختلف أشكال الفن المال بالخصائص الجوهرية المرتبطة بالطبيعة التمويلية ونوعية وموضوع السلع محل الائتمان، ويمكن ذكر أشكال الائتمان الاجباري فيما يلي:

#### 1-1-1- التأجير التشغيلي

في هذا النوع من التأجير يستخدم المستأجر الأصل خلال مدة زمنية قصيرة مقارنة بالعمر الإنتاجي له، لهذا فإن ملكية الأصل في حوزة الجهة المؤجرة، بمعنى أن هناك فصل كامل بين ملكية الأصل واستعمال المؤجر للأصل ونلاحظ أن الأصل لا تيمم إهلاكه بالكامل لأن فترة التأجير عادة ما تكون أقل من العمر الإنتاجي للأصل، وبطبيعة الحال لا يعتمد المؤجر (سواء كان مؤسسة مالكة للأصل أو تدخل كوسيط بشكل ما) على إيراده من إيجارات الفترة في تكوين أرباحه، بل يتجه إلى إعادة تأجير الأصل من المؤسسة المستأجرة في نهاية فترة التأجير، لذا نجد أن إجمالي أقساط الاستئجار لا تساوي تكلفة الأصل محل التمويل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 76.

<sup>2</sup> خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 165.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ويستخدم هذا النوع من التأجير خاصة في حالة السلع التي تتعرض لتغيرات تكنولوجيا سريعة، ما يدفع المستأجر إلى عدم الاحتفاظ بها طيلة فترة عقد التشغيل، كما ينتشر استعماله في تأجير السلع السابق استخدامها كسيارات النقل، الحاسبات الآلية، آلات التصوير... الخ، كما يعطي للمؤسسة المستأجرة حق إعادة الأصل الإنتاجي لمالكه قبل استيفاء مدة العقد مما يسمح لهال باستخدام أحداث تكنولوجيا متاحة، وذلك تجريب الأصل ومن ثم تحويل العقد إلى تأجير تمويلي، وفي هذا النوع من التأخير لا يوجد أي خيار للمؤسسة المستأجرة للشراء من عدمه خلال مدته القصيرة التي عادة لا تتعدى ثلاثة سنوات في الأصول الثابتة.

### 1-1-2- التأجير التمويلي

هو علاقة تعاقدية يقوم بمقتضاه مالك الأصل محل العقد بمنح المؤسسة المستأجرة حق الانتفاع من أصل معين خلال فترة زمنية مقابل مبلغ يدفعه بشكل دوري، وهذا العقد غير قابل للإلغاء عكس عقد التأجير التشغيلي، والمؤسسة المستأجرة هي التي تقوم مواصفات الأصل التي تقوم المؤسسة المؤجرة بشرائه، وتحتفظ هذه الأخيرة بحق ملكية الأصل الرأسمالي<sup>1</sup> ويكون للمؤجر في نهاية مدة العقد أن يختار بين أحد البدائل التالية:

- شراء الأصل المؤجر نظير ثمن متفق عليه مع مراعاة ما سبق سداده من قبل المؤسسة المستأجرة إلى المؤسسة المؤجرة من مبالغ خلال فترة التعاقد.

- تديد عقد الإيجار بشروط جديدة يتم الاتفاق عليها بين المؤسستين المؤجرة والمستأجرة مع الأخذ بعين الاعتبار تقادم الأصل المؤجر.

- إرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

نلاحظ مما سبق أنه في التأجير التمويلي عادة ما يكون هناك ثلاثة أطراف في عملية التعاقد، هذه الأطراف هي

المؤجر والمستأجر والمنتج.

**المؤجر:** هو الذي يقوم بشراء الأصل المتفق عليه.

**المستأجر:** هو الذي يحدد ما يريد استئجاره.

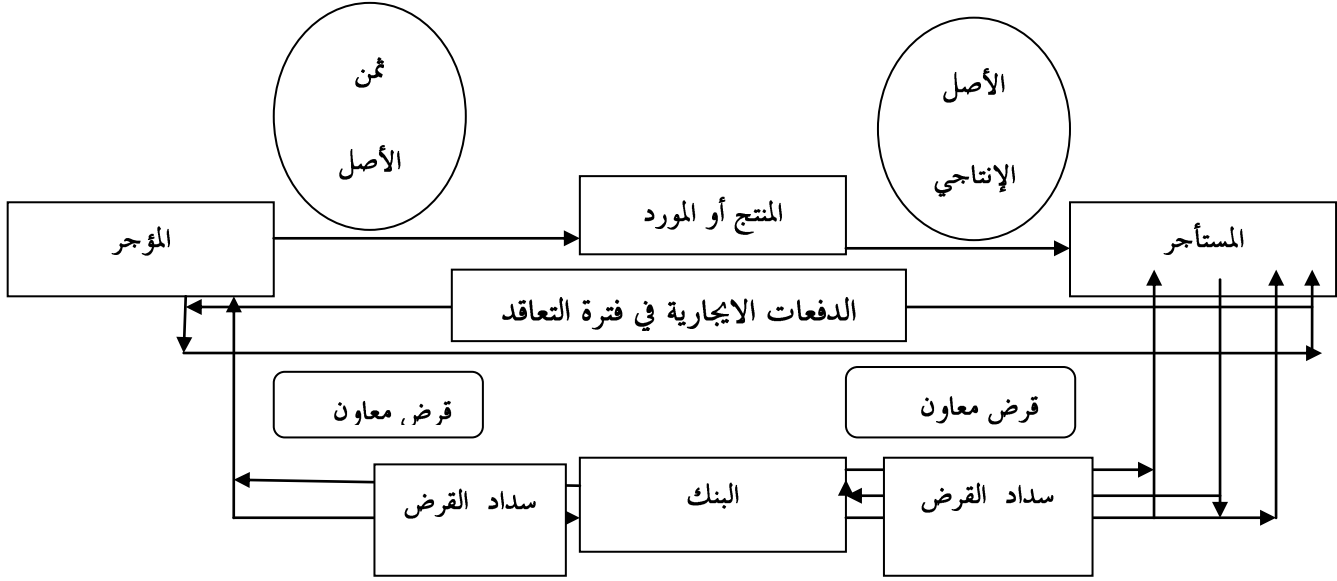
**المنتج:** هو الذي يقوم بصناعة الأصل محل التأجير حسب رغبة المستأجر والمؤجر وهو الذي يقوم بإمضاء عقد التصنيع أو الشراء من المنتج بعقد يعرف بعقد الاشتراط لصالح الغير " الذي هو المستأجر " وقد يدخل في العملية طرف رابع يقوم بالتمويل أي المقرض كالبنك أو مؤسسة تمويلية تقوم بتقديم قروض ليشتري الأصل وهذا بضمان الأصل محل التأجير، لذلك يطلب ضمانات إضافية من المؤجر وهذا حسب الدراسة الائتمانية.

<sup>1</sup> عبد العزيز سمير محمد، التأجير التمويلي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 84.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:

الشكل رقم (2-1): إدخال المنتج كطرف ثالث في عملية التمويل التأجيري



المصدر: محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص432.

ويمكن أن يأخذ التأجير التمويلي شكلا آخر :

**البيع ثم الاستئجار:** لاستئجار هذا الأصل خلال فترة زمنية حسب شروط العقد، ويحق للمؤسسة المؤجرة أن تسترد الأصل عند انتهاء عقد الإيجار.

إن العملية المتبعة في دفع الإيجار تشبه عملية تسديد القرض المرهون بعقار، ففي الحالة الأولى تدفع المؤسسة المستأجرة إلى المؤسسة المشتريّة (المؤجرة) دفعات (أقساط) متساوية في أوقات متتالية تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بالكامل بالإضافة إلى عائد على الاستثمار للمؤسسة، وفي الحالة الثانية تسدد المؤسسة المقترضة القرض على دفعات متساوية في فترات متتالية بمقدار يكفي لاستهلاك القرض بالإضافة إلى عائد مناسب للقرض.<sup>1</sup>

وسنحاول أن نبين صيغة هذا التمويل من خلال الرسم البياني التالي:

<sup>1</sup> عبد العزيز سمير محمد، التأجير التمويلي، مرجع سبق ذكره، ص74.

الشكل رقم (2-2): عملية البيع ثم الاستئجار



المصدر: محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 433.

### 1-1-3- التأجير الرفعي

في هذا النوع من التأخير وضع المستأجر لا يخلف كثيرا عن الصيغ السابقة، فهو ملزم بدفع أقساط الإيجار خلال مدة العقد.

أما بالنسبة للمؤجر فهو يقوم في هذه الحالة بتمويل هذا الأصل بالأموال المملوكة بنسبة معينة والباقي يتم تمويله بواسطة أموال مقترضة، وفي هذه الحالة فإن الأصل يعتبر كرهن لقيمة القرض وللتأكيد على ذلك فإن عقد القرض يوقع من الطرفين المؤجر والمستأجر رغم أن المقرض الحقيقي، أما يستعمل الأصل يوقع بصفته ضامنا للسداد، ونشير أن هذا النوع من التأخير عادة ما يكون في الأصول الثابتة المرتفعة القيمة.

عموما تكمن أهمية الائتمان التجاري بمختلف أنواعه بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كون أن الأصول المستأجرة لا تظهر في الميزانية، وهذا يساعد على تحسين المركز لانتمائي لها، وجهاته وقيمتها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على الرغم من أن اعتبارات محاسبية تطالب برسملة القيمة التجارية من عملية الإيجار وتسجل قيمة الأصول المستأجرة ضمن عناصر الميزانية، وبالنسبة للائتمان التجاري فإن بعض المعايير المحاسبية الصادرة عن المجلس الدولي لمعايير المحاسبة المالية في سنة 1976 تقرر بضرورة إدماجه في الميزانية الختامية.

### 2- عقد تحويل الفاتورة "Factoring"

تعتبر مشكلة تحصيل الحقوق التجارية أحد عشر المنشآت التجارية الصغيرة والمتوسطة الحجم، مما يعرضها لأخطار الإفلاس والتصفية، ومن ثم التأثير السلبي على الاقتصاد، فالمؤسسة عندما تقدم منتجاتها عن طريق الأوراق التجارية يتعين عليها انتظار أجل الاستحقاق ومن ثم تحصيل قيمة البضاعة المباعة.

ولكن ما يحدث هو أن المؤسسة قد تحتاج إلى السيولة خلال تلك الفترة سواء للوفاء بالتزاماتها للغير أو لتحقيق طموحات التطور التي تفرضها طبيعة المناقشة التجارية، وهذا ما يجعل المؤسسة أمام خيارين: إما أن تشتترط على مدينتها الالتزام بالوفاء الفوري للثمن، وهنا تكون النتيجة ركود المؤسسة عن تصريف منتجاتها، أو أن ينتظر أجل الاستحقاق ويحصل على قيمة البضاعة، لكن يعقب المؤسسة ويقف حائلا أمام وفائها بالتزاماتها المختلفة، كما أن قيام المؤسسة بتحصيل قيمة الأوراق التجارية بنفسها من العملاء يتطلب من المؤسسة جهدا وإمكانيات مالية للتحصيل مما يرهق ميزانية المؤسسة.

وحتى تتجاوز المؤسسات هذه يلجأ البائع إلى عدة طرق والتي تعتبر طرق تقليدية وهي:

#### 2-1- عقد الوكالة

أي أن توكل المؤسسة بنكا أو مؤسسة متخصصة بتحصيل الفواتير لكن هذه الطريقة لا تسمح بتعجيل قيمة الفواتير.

#### 2-2- عقد القرض

أي الاقتراض من البنوك أو المؤسسات المتخصصة، ويعاب على الطريقة أنها أحد تواجه أحد أبعاد المشكلة، وهو عدم حلول أجل الاستحقاق، ولا تتعهد المؤسسة المقرضة بتحصيل قيمة الفواتير كذلك الحصول على القروض تعتبر معقدة وطويلة.

#### 2-3- عقد خصم الأوراق التجارية

تقوم بهذه العملية أيضا البنوك والمؤسسات المتخصصة، وتضمن هذه الطريقة تعجيل البائع وتحصيل الأوراق التجارية، ولكن يعاب عليه أن الخصم نطاقه محدود، ويتعلق فقط بالحقوق المتجسدة في أوراق تجارية دون الثابتة في فواتير، كما أن عمولته تبدو مرتفعة بالقياس بإمكانيات المؤسسات الصغيرة، وإزاء فشل القوالب التقليدية في علاج المشكلة كانت حاجة المؤسسات إلى عملية قانونية تواجه بها المظاهر المختلفة للمشكلة السابقة ضرورة ملحة، وهو ما استطاع أن ينجزه بنجاح كبير عقد شراء الحقوق التجارية (تحويل الفواتير).

ويقصد بشراء الحقوق التجارية أو " الفاكترينغ " شراء أو حجز ديون المؤسسات التجارية التي تشتغل على المستوى المحلي أو الدولي في حقل السلع الاستهلاكية، كما تقوم البنوك التجارية من جهتها حسابات المدينين (أوراق

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

قبض، سندات فواتير) الموجودة بحوزة المؤسسات التجارية أو الصناعية والتي تتراوح مدتها ما بين تاريخ استحقاق حسابات القبض.

نلاحظ مما سبق أنه توجد ثلاثة أطراف في عملية الفاكторинг، الطرف الأول وهو التاجر أو الموزع الذي بحوزته الحسابات المدينة، أما الطرف الثاني فهو العميل فهو أي الطرف الأول والطرف هو المؤسسة المقرضة وللفاكторинг مجموعة من الأنواع نبرزها فيما يلي:

### ❖ أنواع الفاكторинг: للفاكторинг ستة أنواع:<sup>1</sup>

- خدمة كاملة: يقصد بها أنه إلى جانب قيام الفاكاتور بعملية التمويل، يقوم بإبلاغ مدين، مسك دافتر العميل، القيام بعمليات تحصيل مباشرة من طرف مدين العميل.
- خدمة كاملة ما عدا تحمل المخاطر.
- خدمة جزئية: تتضمن فقط التمويل فقط التمويل و إبلاغ مدين العميل.
- خدمة كاملة ما عدا التمويل.
- خدمة التمويل فقط
- خدمة جزئية تتضمن التمويل والمخاطرة أحيانا.

تعتبر الأنواع الثلاثة الأولى الأكثر مناسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة الحالة الأولى ولكن هنا يشترط الفاكاتور أن لا يقل رقم الأعمال عن رقم معين، وغالبا ما تكون المبالغ معتبرة نسبيا، ونفس الشيء بالنسبة أن العميل في هذه الحالة يستخدم وسيلة التأمين لحسابات المدينين، أما النوع الثالث فهو النوع الأكثر انتشارا يمنح في حالة المبالغ الضعيفة تكلفة الفاكторинг.

يتقاضى الفاكاتور (مؤسسة متخصصة أو بنك) نوعين من العمولة (عمولة عامة وعمولة خاصة).

➤ **العمولة الخاصة:** ويسمى البعض عمولة التعجيل أو عمولة التمويل. وتحتسب عن المدة الفاصلة بين تاريخ سحب العميل لمبالغ الائتمان وتاريخ الفواتير، ويتم تحديد سعر الفائدة بناء على سعر الأساس المصرفي، أو في ضوء متوسط معدل الفائدة الشهري في سوق النقد ولا يجوز أن يفوق الحد الأقصى المقرر قانونا للفائدة الاتفاقية.

➤ **العمولة العامة:** يدفعها العميل مقابل الخدمات الإدارية التي يقدمها له الفاكاتور، وتتراوح نسبة العمولة الخاصة بين

2.5 و 4 أما العمولة العامة فتتراوح بين 0.1 و 2.5.

<sup>1</sup> سليمان ناصر بوداح، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، و التجارية و التسيير حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، المنعقد يومي 23 و 24 فيفري، غرداية، 2011، ص 07-09.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بالنسبة للإنتاج: فان قيام المؤسسة الفاكاتور بتحصيل الأعباء المالية والإدارية، يتيح للعميل فرصة التفرغ لإدارة مؤسسته ومن ثم زيادة الإنتاج وتحسينه، ومن جهة التمويل فان الائتمان الذي يمنحه الفاكاتور للمؤسسة ليس تمويلا تضخميا وليس له أي آثار على الاقتصاد الوطني لأن الائتمان تساوي تماما قيمة الفواتير التي يتم تخفيضها.

بالنسبة للتصدي: فهي تقدم معلومات حول الأسواق المناسبة لعملية التصدير، فمن خلال تجربتها داخل أو خارج البلاد تتحقق لها الشفافية الكاملة للأسواق فتتمد عملائها بمعلومات عن السلع المطلوبة في الأسواق العالمية وأسعارها والأوقات المناسبة لعمليات التصدير... الخ، كما تساعد العميل في التخلص الجمركي لبضائعه.

### 3- نظام حاضنات الأعمال *Système d'incubation*

#### 3-1- تعريف حاضنات الأعمال

يمكن تعريفها على أنها مؤسسة قائمة بذاتها لها كيانها بقانوني، تعمل على توفير جملة من الخدمات والتسهيلات للمستثمر سن الصغار الذين يبادرون بإقامة مؤسسات صغيرة بهدف شحنهم بدفع أولي يمكنهم من تجاوز أعباء مرحلة الانطلاق (سنة مثلا أو سنتين)، ويمكن لهذه المؤسسات أن تكون تابعة للدولة أو أن تكون مؤسسات خاصة أو مختلطة غير أن تواجد الدولة في مثل هذه المؤسسات يعطي لها دعما أقوى.

كما يمكن تعريفها بأنها منظومة متكاملة توفر كل السبل لاستضافة مشروع وافد لفترة محدودة (من 1 إلى 3 سنوات) وتنمية وتطويره من خلال توفير بيئة عمل صالحة متاحة وداعمة وتتضمن مكانا لاحتضان المشروع وتوفير كافة الخدمات وإدارة داعمة فنيا وإداريا وتسويقيا لقاء إيجار رمزي مما يخفض المتطلبات الاستثمارية اللازمة لبدء المشروع إلى أدنى الحدود وبما يكون في مقدور صغار المستثمرين المبدعين، وبما يؤدي إلى تسريع نقل المبادرة من مرحلة الفكرة إلى واقع التطبيق التجاري.

وقد عرفها المشروع الجزائري بأنها "مؤسسات عمومية ذات طابع صناعي وتجاري تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي".<sup>1</sup>

#### 3-2- أنواع (أجيال) حاضنات الأعمال

##### 3-2-1- حاضنات الجيل الأول (حاضنات التقنية الأساسية)

<sup>1</sup> بركان دليلة وحاييف شيراز، استراتيجيات تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة ضمن المنتدى حول حاضنات الأعمال كأداة فعالة لدعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ولاية بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، المنعقد يومي 19/18 أفريل، 2012، ص 08.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تساند هذه الحاضنات المؤسسات التي تعتمد على معرفة كراس مال أساسي، مثل المؤسسات التي تنتج الحاسبات المكونات الالكترونية والعدسات الخاصة، وتكون هذه الحاضنات قريبة من الجامعات والمدارس الفنية، والغاية منه القيام بتشجيع الأساتذة على القيام بالأبحاث.<sup>1</sup>

### 3-2-2- حاضنات الجيل الثاني

وتضم هذه الحاضنات المؤسسات المعتبرة التقليدية، كالمؤسسات الزراعية، الصناعية والغذائية والصناعات اليدوية والميكانيكية... الخ، وهي المرتبطة مع الدوائر والهياكل مثل البلديات والحكومة المحلية والجمعيات التجارية والصناعية والغرف التجارية، كما أنها تتلقى التأييد والدعم من المراكز الأبحاث والمدارس الفنية.

### 3-2-3 حاضنات الجيل الثالث

هي عبارة عن المراكز تجديد وهي مساحات مستهدفة للمؤسسات التي تقدم الخدمات المتخصصة مثل الدورات الفنية والاستثمارية وأنواع أخرى من الخدمات الخاصة.<sup>2</sup>

### 3-3 أهداف الحاضنات

وتشمل الأهداف التالية:<sup>3</sup>

- تساعد الشباب خريجي الجامعات والمعاهد العليا على إقامة مؤسساتهم ومشاريعهم الخاصة.
- خلق مشروعات إبداعية والمساعدة في توسعة المشروعات القائمة.
- مساعدة الباحثين الشباب من الاستفادة من نتائج الأبحاث التي ينفذونها (مشاريع تخرج) من مرحلة العمل المخبري إلى التطبيق العملي بهدف الإنتاج التجاري.
- مساعدة رواد الأعمال على إنشاء الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في مراحل الإقلاع.
- المساهمة في توطين التكنولوجيا المستوردة والمساعدة في نقل التكنولوجيات من الدول المتطورة تكنولوجيا وتعزيز استخدامها وتطبيقها في المجتمع المحلي بما يخدم عملية البناء الاقتصادي.
- الترويج لروح الزيادة ومساندة المؤسسات الصغيرة على مواجهة صعوبات مرحلة الانطلاق.
- تحقيق معدلات نمو عالية للمشروع بالخدمات التي تقدمها الحاضنة.
- تنمية تقليد مهارات العمل الحر، و القدرة على إدارة المشروع.

<sup>1</sup> رحيب حسين، التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية الجزائرية حالة الصناعات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة ضمن المنتدى الدولي الأول حول تنافسية المؤسسات الاقتصادية وتحولات المحيط، جامعة بسكرة، المنعقد يومي 29/30 أكتوبر، 2002، ص53.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص54.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص39.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- تعمل كمركز تنموي للمجتمع المحيط بالحاضنات مع تقديم خدماتها الفنية للمشروعات خارج الحاضنات.

### 3-4- الخدمات التي تقدمها حاضنات الأعمال

- ✓ تقديم مساعدات مالية مباشرة أو التعريف بفرص ومصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة.
- ✓ تقديم فرص الائتمان التجاري للآلات والمعدات.
- ✓ مساعدة المؤسسة على تحديد مستلزمات التمويل والقروض والسيولة المالية وجدولتها.
- ✓ تقديم المعلومات حول التسجيل إلى الدوائر الحكومية ومساعدتها على تخطي عقبات التسجيل.
- ✓ تقديم خدمات إدارية مشتركة (فاكس، هاتف، انترنت...).
- ✓ عقد دورات تدريبية مكثفة للمؤسسات المحتضنة حول بعض القضايا الأساسية لتنمية روح الزيادة والإدارة المبدعة.
- ✓ مساعدتها على الاتصال بالمؤسسات المالية (المصارف وغيرها) مع تقديم توصيات حول نجاعة المشاريع المقترحة وكذلك تقديم المقترحات حول مبالغ التمويل اللازمة.
- ✓ مساعدة المؤسسات على إقامة علاقات مع الجهات العالمية التي لها علاقة بها (كالجامعات، المعاهد ومخابر الأبحاث) واستخدام المخابر والتجهيزات من أجل الحصول على الاستشارة العلمية والفنية المطلوبة إما مخابر الأبحاث واستخدام المخابر والتجهيزات من أجل الحصول على الاستشارة العلمية والفنية المطلوبة، إما مجاناً أو لقاء أجر زهيد.
- ✓ مساعدة المقيم في الحاضنة على سير السوق وربما الخارجية لتسويق منتجاته، ومساعدته في تأمين الموارد الأولية والمشاركة في المعارض المحلية وربما الدولية لعرض منتجاته.

وتتواجد في العالم أكثر من 3500 حاضنة أعمال، معظمها مدعومة من الإدارات المحلية والحكومة المركزية والبنك الدولي والاتحاد الأوروبي ومنظمة الأمم المتحدة، وتأتي الولايات المتحدة الأمريكية في المركز الأول من حيث عدد الحاضنات فليديها حوالي 950 حاضنة وتليها الصين واليابان وأوروبا. كما يوجد حوالي 200 حاضنة في كل من فرنسا وألمانيا وحوالي 1000 حاضنة في بريطانيا، أما في العالم الثالث فتعمل به حوالي 500 حاضنة<sup>1</sup>.

### 3-5- دور حاضنات الأعمال في تنمية النسيج الاقتصادي والصناعي

تلعب حاضنات الأعمال دوراً في تنمية النسيج الاقتصادي والصناعي وذلك من خلال ما تحققه من مزايا والمتمثلة

في:

<sup>1</sup> أبو قحف، مرجع سبق ذكره، ص81.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

❖ تشجيع خلق وتنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة: أقيمت حاضنات المشروعات على الأساس لمواجهة الارتفاع الكبير في معدلات فشل وانحيار المشروعات الصغيرة الجديدة وقد أظهرت بعض الدراسات أن قرابة 80 إلى 90 % من هذه المشاريع تفشل خلال السنتين إلى خمس سنوات من بداية نشاطها، نتيجة لقيمها على اجتهادات شخصية بعيدة عن جانب التخطيط والاستشاري . وقد أثبتت حاضنات الأعمال قدرتها على رفع نسبة المشروعات الجديدة، حيث أشارت تقارير الجمعية الأمريكية للحاضنات إلى أن معدلات نجاح واستمرارية المشروعات الجديدة المقامة داخل الحاضنات وصلت إلى 88 % مقارنة بنسبة النجاح التقليدية المنخفضة لهذه المشروعات. وبالتالي فإن المشروعات الناشئة ورفع نجاحها يعتبر الوظيفة الآلية للحاضنات، ويتم ذلك من خلال توفير جميع أنواع الدعم المالي والإداري والتسويقي والرعاية لهذه المشروعات في مرحلة النمو وإنشاء قاعدة للمعلومات الفنية والتجارية.

ويمكن تلخيص الدور الذي حاضنات الأعمال في دعم و تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية:<sup>1</sup>

❖ تسهيل الوصول إلى مصادر التمويل: حيث يمكن للحاضنات مساعدة المنشآت المنتسبة إليها في ربط اتصالات بالراغبين في الاستثمار في هذه المنشآت وهي في طور النمو، كما يمكن للحاضنات نفسها المشاركة في ملكية هذه المنشآت.

❖ توفير الخدمات القانونية: تحتاج المنشآت الجديدة إلى خدمات قانونية عديدة كإجراءات تأسيسها وتسجيلها وكتابة عقود التراخيص، وما يتعلق بحماية الملكية الفكرية وبراءات الاختراع ، حيث تقوم الحاضنات عادة بدور الوسيط بين المنشآت المنتسبة إليها والجهات التي تقدم الخدمات القانونية.

❖ بناء شبكات تواصل: حيث تقوم الحاضنات بإقامة ندوات ومعارض بهدف استقطاب الممولين تمهيدا لتواصلهم مع المنشآت المنتسبة إليها، كما تعمل على بناء شبكات التواصل فيما بينها سواء على المستوى المحلي أو العالمي للوقوف على المستجدات والمشاركة في تبادل الخبرات والعمل على تحقيق التكامل، كما تقوم الحاضنات بإقامة الأيام المفتوحة والمعارض التي تشارك فيها المنشآت الصغيرة والمتوسطة مما يسمح لها بالتعارف و تبادل الخبرات.

❖ توفير العديد من الخدمات الإدارية والتدريبية والتسويقية والاستشارية: يبدأ تقديم الخدمات الإدارية من قبل الحاضنات للمنشآت المنتسبة لها وذلك في مرحلة تقييمها، كما تقوم بتقديم التسويق للمنشآت المنتسبة لها وذلك في

<sup>1</sup> بركان دليلة وحاييف شيراز، استراتيجيات تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة ضمن المنتدى حول حاضنات الأعمال كأداة فعالة لدعم و تنمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، دراسة حالة الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ولاية بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، المنعقد يومي 19/18 أفريل، 2012.ص 10

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

مرحلة تقييمها، كما تقوم بتقديم التسويق للمنشآت المنتسبة للحاضنات من قبل منشآت أخرى متخصصة في هذا المجال ومنتسبة أيضا لنفس الحاضنات، وتمثل الخدمات الاستشارية للحاضنات في المساعدة على وضع السياسات، تحديد الأهداف، اختبار وتوظيف المدراء التنفيذيين كما تراقب تفاعل ونمو المنشآت المنتسبة إليها.

❖ **توفير البنية التحتية:** توفر الحاضنات للمنشآت التي تنتسب لها المرافق اللازمة من مختبرات ومعامل و تجهيزات والاحتياجات الإضافية من أجهزه وبرامج وخدمات تقنية والمعلومات وشبكات الاتصال، كما تقوم بعض الحاضنات الصغيرة بعمل الترتيبات اللازمة لتوفير متطلبات البنية التحتية للمنشآت المنتسبة لها عن طريق المشاركة التنسيق مع الجامعات وهيئات نقل التقنية أو عن طريق الاستئجار.

❖ **تقديم الخدمات الفنية:** إن وجود بيئة مشجعة لنقل التقنية يعتبر مطلباً أساسياً لنجاح الحاضنات في الحصول المنشآت المنتسبة لها على التقنيات اللازمة لتطويرها ونموها، حيث تعمل على تحقيق التعاون والتنسيق بين برامج نقل التقنية والحاضنات، مع توفير سبل استعانتها بالخبراء والمتخصصين، وترتيب طرق استخدامها لمراكز الجودة القريبة من هذه الحاضنات عن طريق عقود واتفاقيات خاصة.

❖ **تنمية المجتمع المحلي:** تساهم الحاضنات في تنمية وتنشيط المجتمع المدني من حيث تطوير بيئة الأعمال وإقامة مشروعات وجعل الحاضنة نواة تنمية إقليمية ومحلية، ومركز لنشر روح العمل الحر لدى الراغبين في الالتحاق بسوق العمل.

❖ **دعم التنمية الاقتصادية:** تستطيع الحاضنة تمكين المدينة أو الإقليم تنشيط فيه من تحقيق معدلات عالية لإقامة أنشطة اقتصادية، بالإضافة إلى تحقيق معدلات نمو عالية للمشروعات المشتركة بالحاضنة، وذلك من خلال العمل على تسهيل إقامة المشروعات الإنتاجية أو الخدمية الجديدة التي تعتبر أهم ركائز التنمية الاقتصادية، حيث أن هذه الشركات تقوم بدفع الضرائب والرسوم، وتنشيط عمليات الإنتاج والتصدير والتوريدات، وكلها عمليات تدر موارد مالية على ميزانيات الدول دعم التنمية الصناعية والتكنولوجية.

حيث تركز الحاضنات التكنولوجية على رعاية وتنمية الأفكار الإبداعية والأبحاث التطبيقية والعمل على تحويلها من مرحلة البحث والتطوير إلى مرحلة التنفيذ، من خلال إقامة المشروعات الصغيرة التكنولوجية التي تعتبر أحد أهم آليات التطوير التكنولوجي، من حيث قدرتها الفائقة على تطوير وتحديث عمليات إنتاج بشكل أسرع وبتكلفة أقل وإقامة حاضنات تكنولوجية متخصصة تعمل على تسهيل نقل وتوطين التكنولوجيا الحديثة والمتطورة.

4 - مؤسسات رأس المال المخاطر (Capital risque)

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتميز الاقتصاديات المعاصر بالمناقشة الشديدة خاصة في مجال الابتكارات والاختراعات، ولقد أصبحت في هذا الإطار حياة المنتجات قصيرة، وحتى تتمكن الـ PME من مواجهة هذه المنافسة والحفاظ على استمراريتها يجب عليها أن تضع صيغة أو خطة للتمويل من خلال القيام باستثمارات مهمة. ولكن هذه الاستثمارات تتطلب رؤوس أموال ضخمة لا تتوفر لديها كما أسلفنا الذكر، لهذا ظهرت مؤسسات رأس المال المخاطر والتي يمكن أن تكون متنفس تمويلي جديد للـ PME.

### 4-1- تعريف مؤسسات رأس المال المخاطر

تعرف مؤسسات المال المخاطر على أنها كل رأس مال يوظف على أنه تمويل لابتكار جديد، أو توسيع مؤسسة أو تأسيس من دون التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (هذا هو مصدر الخطر)، وتكون هذه الصيغة في التمويل على شكل مشاركة بمعنى أن صاحب رأس المال يصبح شريكا في المؤسسة.

ويرجع أصل مهنة رأس المال المخاطر إلى اليوناني THALES DE MILET مؤسس علم الهندسة، الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج الزيت من الزيتون) بفضل القروض التي حصل عليها، والتي لولاها لما تمكن من إنشاء أو تطوير مشروعه، وتكررت التجربة خلال رحلات الأسبان والبرتغال إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و16 م.<sup>1</sup>

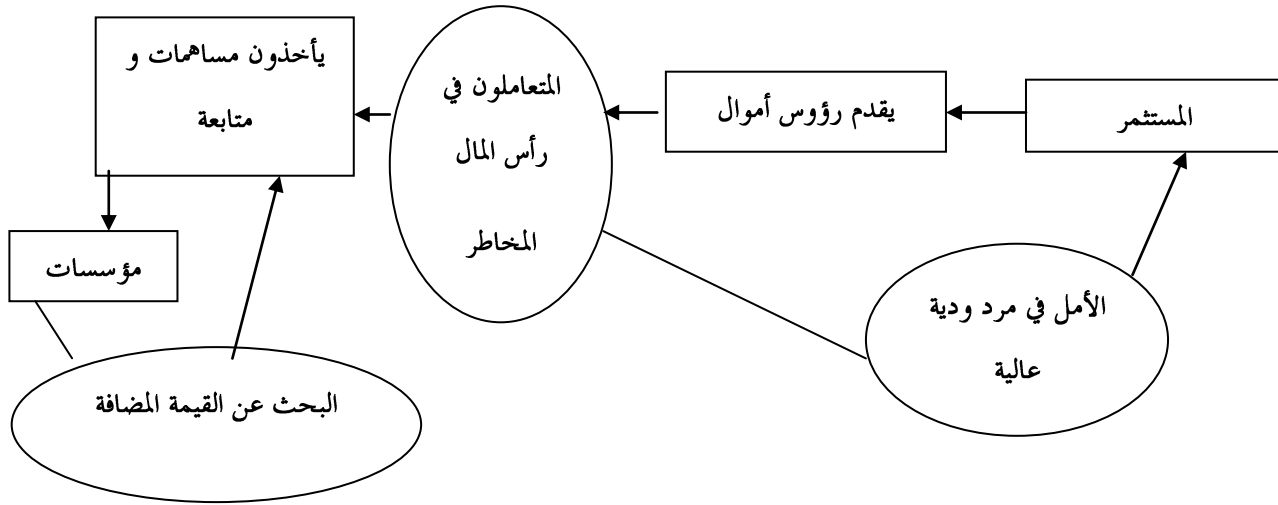
هي عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من ضمان العائد وإلا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، ولذلك نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات.

في هذه التقنية يتحمل المخاطر (المستثمر) كليا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع الممول. ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر فإن المخاطر لا يكتفي بتقديم النقد فحسب بل يساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها. يضاف إلى ذلك كله أن دور شركات رأس المال المخاطر لا يقتصر على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب بل يمتد أيضا إلى مرحلة التجديد، وكذا تمويل التوسيع والنمو وهو ما يقتضي تقديم مخطط تنمية من طرف المؤسسة.

كما عرفته الجمعية الأوروبية (EVCA) بأنه رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد منه.

<sup>1</sup> وفاء عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 04.

الشكل رقم (2-4): مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر



المصدر: روينه عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، المنعقد يومي 18/17 أبريل، 2006، ص 30.

من الشكل السابق يمكننا إجراء التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر كما يلي:

في مرحلة أولى من نشاط هذا النوع من الشركات تقوم هذه الأخيرة بتجميع الموارد المالية، ومن هنا تظهر قدرة المساهمين في هذه الشركة ومهارتهم في تجميع الأموال وجذب المستثمرين.

وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إدارة الترشيح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل، ثم يتم تصنيف الملفات واختبار المشروعات الأنسب لهذا التمويل وتحديد مرحلة وكيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة . وقبل ذلك ( أي قبل عملية المشروع ) يجب على مؤسسات رأس مال المخاطر القيام بما يلي:

- تقدير مستوى الخطر الحالي والمستقبلي للمشروع.

- دراسة فرض وتهديدات المحيط.

- قياس مستوى المرودية المنتظرة وإمكانية خلق القيمة.

وفي مرحلة أخرى في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأس المال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة، وتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي.

#### 4-2- أهدافها

تنصب أهداف مؤسسات رأس المال المخاطر في تسهيل عملية تمويل PME والتي نذكر منها:<sup>1</sup>

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.

<sup>1</sup> محمد زيدان، ادريس رشيد، الهياكل الجديدة الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، المنعقد يومي 18/17 أبريل، 2006، ص 142

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- تعتبر بديلا تمويليا في حالة ضعف السوق المالي وعدم قدرة المؤسسة على إصدار أسهم وطرحها للاكتتاب.
- توفير الأموال الكافية للمؤسسات الجديدة أو العالية المخاطر.

### 4-3- مزايا وعيوب مؤسسات رأس المال المخاطر

#### 4-3-1- مزايا مؤسسات رأس المال المخاطر<sup>1</sup>

✓ **المشاركة:** حيث أن شركة رأس المال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين وتأخذ نسبة من الأرباح تتراوح بين 15% و 30%، بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العلمي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في القروض قصيرة الأجل.

✓ **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لانتقاء المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن المؤسسات المليئة أي القدرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار.

✓ **المرحلية:** من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا الضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرض جديدة إذا فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر.

✓ **التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة بحيث ما يمكن أن يخسره مع مشروع يربحه مع مشروع يربحه مع مشروع آخر، إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

✓ **التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من المشاريع قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع. وقد ثبت هذا في تمويل شركة مبتدئة مثل " جينتيك، ابل، ميكروسوفت وغيرها " وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

✓ **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة، فيجذب الكثير من الكثير من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم و يمول العائد من ارتفاع مال مشاريع أخرى جديدة.

<sup>1</sup> بريش السعيد، التمويل التاجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المنعقد يومي 21-22 أكتوبر، 2006، ص18.

## الفصل الثاني: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إضافة إلى دورها الكبير في تمويل الـ Pme حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها ضمانات لكن مؤسسات رأس المال المخاطر ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

### 4-3-2- عيوب مؤسسات رأس المال المخاطر<sup>1</sup>

- ✓ الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة ( كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع ).
- ✓ تطلب مبالغ مرتفعة في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين ( لكن يجب أن لا ننسى بطبيعة الحال أن ذلكم ما يقيم العدالة، حيث تعتبر هذه المبالغ مقابل التي قبلها المخاطر وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم التي شاركوا بها المشروع ).

<sup>1</sup> بريش السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 11.

### خاتمة الفصل:

لا يزال هناك اختلاف في تحديد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن رغم اختلاف هذه التعاريف حسب ظروف كل بلد إلا أنه عادة ما تشير إلى أعمال المؤسسات التي نشاطاتها من خلال شخصية معنوية أو طبيعية، وقد تشمل عدد من العمال أو لا تشمل، وهي تتميز بصغر حجمها وسهولة تأسيسها وبساطة تنظيمها، وانخفاض رأس مالها... الخ.

كما يتضح لنا الدور الرائد الذي تلعبه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التطور الاقتصادي والاجتماعي، بسبب قدرتها الهائلة على المزج بين النمو الاقتصادي وتوفير مناصب الشغل والمساهمة في الناتج الوطني إلا أنه رغم هذه الأهمية فهي تصطدم بمجموعة من الأعباء والمشاكل التي تحد من أدائها وأهمها صعوبة الحصول على التمويل خاصة من البنوك التجارية، في هذه الصعوبة ظهرت بدائل أخرى متاحة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تعتبر ذات مزايا عديدة مقارنة بمصادر التمويل التقليدية، بالإضافة إلى ملاءمتها وتطابقها مع خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمر الذي يجعلها فعالة في حل إشكالية تمويل هذه المؤسسات.

## الفصل الثالث

سوق الأوراق المالية كأداة لتمويل  
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -  
دراسة حالة الجزائر-

## تمهيد

تعد مجموع التطورات التي حصلت في الاقتصاد العالمي والتي أَلقت بظلالها على الدول النامية ومنها الجزائر من خلال التخلي عن الاقتصاد الموجه، سعت الجزائر إلى مواكبة هذا الواقع الجديد من خلال إنشاء سوق مالي عرف ببورصة الجزائر للقيم المنقولة والذي تشرف عليه هيئات منظمة أنشأت لهذا الغرض حيث يخضع إدراج الشركات والوسطاء والأوراق المالية ببورصة الجزائر إلى شروط محددة وآليات يجب التقيد بها ضمن النظام العام المعمول به فيها، وإن ما يميز هذه البورصة هو ضعف أداؤها الذي يعكسه قلة عدد الشركات المدرجة على مستواها، صغر حجمها وقلة السيولة.

فيما يخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 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 في ظل محدودية أصولها، ومن هذا المنطلق بات لزاما عليها البحث عن مصادر تمويلية أخرى تراعي ميزاتها وخصائصها (نوع النشاط، هيكل رأس المال... الخ).

يعد موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم المواضيع الاقتصادية المطروحة على الساحة الدولية والوطنية، خصوصا في ظل الأوضاع الاقتصادية الراهنة وأزمة أسعار النفط التي ضربت الجزائر في السنوات الأخيرة، مما جعلها أحد البدائل المعول عليها من أجل تطوير الاقتصاد والاستثمار الوطني. تواجه هذه المؤسسات أثناء حياتها الاقتصادية العديد من التحديات تحد في مقدمتها مسألة التمويل، لم تعد المصادر التقليدية وخاصة القروض البنكية تفي بالغرض خاصة وأنها غير قادرة على تقديم الضمانات الكافية في ظل محدودية أصولها. ومن هذا المنطلق بات لزاما عليها البحث عن مصادر تمويلية أخرى تراعي ميزاتها وخصائصها، فتم اللجوء إلى استحداث مصدر تمويلي جديد نسبيا بالنسبة للجزائر ألا وهو التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، وهي الصيغة نفسها التي لجأت إليها بعض الدول لعلاج مشكلة التعديل عندما أقدمت على إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

حيث تكييف آليات هذا السوق الصغير بما يتناسب والحاجات المالية للمؤسسات ويتوافق وخصوصياتها، وهذا من أجل العمل على ترفيتها إيمانا بالدور الفعال الذي باتت تكتسيه في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول، إذ تحتوي هذه الأسواق على شروط وقيود تتناسب وخصائصها والتي يطلق عليها في بعض الأحيان ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بسبب عدم استطاعة تلك المؤسسات تحقيق شروط ومتطلبات الدخول إلى البورصة الرئيسية. سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على بورصة القيم المنقولة ومن ثم إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

على مستواها وواقعها في الجزائر. وأهم الإجراءات المتخذة في سبيل تفعيلها وتنشيطها من خلال التركيز على سوق الأوراق المالية كمصدر فعال في معالجة مشكلة التمويل التي تعاني منها هذه الأخيرة.

سوف نتطرق إليها بالتفصيل من خلال المباحث الثلاثة التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

المبحث الثاني: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة

## المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

من خلال مواكبة التطورات الاقتصادية في العالم ككل تبين بأن معظم الاقتصاديات تعتمد في تمويلها على ما يعرف بالسوق المالية ودون شك أن هذه السوق تعتبر بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة. فحالة سوق البورصة تشير بشكل عام إلى التطور وإلى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني. فالبورصة تعتبر بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما وهذا بصفة مستمرة أو هي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا باعتبارها سوقا للبضائع أو الذهب والعملات الصعبة، أو الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات. ولهذا نجد أن البورصة لعبت دورا هاما وأساسيا في تطوير اقتصاد الدول الكبرى من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية ولاقت في أكثر بلدان العالم تنظيما قانونيا جعلها أداة فعالة لتطوير البلاد اقتصاديا، في حين لا نجد لها صدى كبير في البلدان النامية إذ لا تزال رؤوس الأموال بعيدة عن التداول في نطاق عمليات البورصة وما يزال الأفراد ينظرون إليها بنوع من الريبة وعدم الثقة.

## المطلب الأول: النشأة والهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

## 1- نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة

تعود فكرة إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة في إطار الإصلاحات التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التنفيذ عام، 1988 وفي نفس الوقت تمت المصادقة على قوانين اقتصادية خاصة باستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وذلك في إطار انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق.

## 1-1- المرحلة التقريرية (1990 - 1992)

ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وذلك بنص المرسوم رقم 101-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط في هذه المرحلة عملت الحكومة على اتخاذ إجراءات بعد تحصل معظم المؤسسات الحكومية على الاستقلالية وكذلك إنشاء صناديق المساهمة كما أوضح المرسوم رقم 102-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن للشركات العمومية الاقتصادية أن تقوم بإصدارها وشروط مفاوضاتها، وبتاريخ 9 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة الثمانية بإنشاء "مؤسسة القيم المنقولة" برأسمال اجتماعي مقدر بـ 320 دج ليصل إلى 9.320.000 دج عام 1992 وتم بعدها تغيير اسمها وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية الآتية: "BVM" ليصبح "بورصة القيم المنقولة"<sup>1</sup>.  
- المرسوم التنفيذي رقم 169-91 الذي يشمل على تنظيم المعاملات على القيم المتداولة.

<sup>1</sup> Bvm: bourse des valeur mobilières.

-المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يحدد أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط إصدارها من طرف المؤسسات.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة.

### 1-2- المرحلة الابتدائية (1993 - 1996)

خلال هذه المرحلة تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتماشى مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية بالتالي وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إجراء بعض التعديلات على القانون التجاري، خاصة التي تتعلق بشركات الأسهم والقيم المنقولة، فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ اللازم الأدنى لتكوين شركة الأسهم 300.000.00 دج إلى <sup>1</sup>:

- خمسة ملايين دينار جزائري في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

- مليون دينار جزائري عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

أما فيما يتعلق بالقيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل فيما يلي: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب.

### 1-3- مرحلة الانطلاقة الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية عام 1996 أصبحت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة للقيم المنقولة حيث أنه:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم بورصة الجزائر للقيم المنقولة وأصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

- في فيفري 1996<sup>2</sup> COSOB تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذلك شركة تسيير القيم المنقولة، وعام 1997 تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصة الذين يمثلون مختلف المؤسسات المالية، وقد قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتكوين هؤلاء الوسطاء عن طريق الاستعانة بخبراء أجانب مختصين في هذا المجال.

### 2- الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26-09-1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادرة بتاريخ 1993/04/25.

<sup>2</sup> Cosob : Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

تشمل بورصة الجزائر للقيم المنقولة على الهيئات الآتية:

## 2-1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

أنشئت هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي تتكون اللجنة من الرئيس وستة أعضاء، حيث يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهددة مدتها أربع سنوات<sup>1</sup>، ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية اقتراح من السلطات والوزارات المعنية، بحسب كفاءاتهم في مجال المالية.

وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خصوصا على ما يأتي<sup>2</sup>:

✓ **حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر اللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية، وتمارس هذه اللجنة زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام، مراقبة بعدية على الشركات المقبولة في التسعيرة، وتتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها الشركات، الكشوف المالية والتقارير السنوية.

✓ **حسن سير بورصة القيم المنقولة وشفافيتها:** تهدف مراقبة سوق القيم المنقولة أساسا إلى ضمان نزاهتها وأمنها، وتنصب على مراقبة النشاطات الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمن المركزي على السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

## 2-2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)

أنشئت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 وهي شركة ذات أسهم بـ 4000.00 دج، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها<sup>3</sup>.

طبقا للمرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المادة 18

"شركة إدارة بورصة القيم المنقولة" أوكلت لها عدة مهام من بينها:

- التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة والتنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة.
- التنظيم المادي لعمليات البورصة واجتماعاتها وتسيير نظام التداول والتسعيرة.

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2021، تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ص 10، متاح عبر الموقع الإلكتروني:

[www.cosob.org](http://www.cosob.org) consulté le 15/01/2021

<sup>3</sup> Sgbv société de gestion de la bourse des valeurs.

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة ونشر النشرة الرسمية للتسعيرة.

## 2-3- شركة المؤتمن المركزي للسندات<sup>1</sup>

تم تأسيس المؤتمن المركزي على السندات طبقا للقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المساهمون فيه هم الوسطاء المعتمدون والشركات المصدرة للقيم المنقولة، بالإضافة إلى شركة تسيير القيم المنقولة، برأسمال قدره 65 مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسيه، المتمثلين في خمسة بنوك عمومية (البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك الجزائر الخارجي، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري) بالإضافة إلى المؤسسات المقيمة.

ويتمثل دور المؤتمن المركزي على السندات في:<sup>2</sup>

- افتتاح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه.

- يركز حفظ السندات بتسهيل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين.

- تنفيذ العمليات على السندات المقبولة لعملياته وذلك حسب المقياس الدولي Isin.

- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته وفقا للمعايير الدولية \* Isin: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية.

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

- يساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات أي استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق.

### المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة

لتحديد درجة تطور أداء بورصة القيم المنقولة للجزائر سوف يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات، تتمثل في

مؤشرات حجم السوق ومؤشرات سيولة السوق.

#### 1- مؤشرات حجم السوق

هناك مؤشران لقياس حجم السوق يتمثلان في مؤشر عدد الشركات المدرجة أو المقيدة في السوق ومؤشر نسبة

رأسمال السوق.

#### 1-1- عدد الشركات المدرجة

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق. باعتبار

أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في

<sup>1</sup> [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) consulté le 15/01/2021.

<sup>2</sup> Isin international securities identification number.

الاقتصاد الوطني ويساهم أيضا التنوع في الشركات في التقليل من حدة مخاطر الاستثمار.<sup>1</sup> غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر معدل رسملة السوق، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا. ولا يفيد استخدام هذا المؤشر في حالة الاختلافات الهامشية في عدد الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية في عدد من البلدان، ولكنه قد يكون مفيدا في حالة القيم المتطرفة.<sup>2</sup>

وفيما يلي الجدول الذي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2020.

الجدول رقم (3-1): عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2020)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
عدد الشركات	2	3	3	3	3	3	3	2	2	2
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات	2	2	3	3	2	2	2	2	2	2
السنوات	2019	2020								
عدد الشركات	2	5								

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على: التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع

الإلكتروني:

[www.cosob.org](http://www.cosob.org) Consulté le: 15.04.2021

يتضح لنا من خلال الجدول أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة ضئيل جدا مقارنة مع عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية، حيث كانت توجد على مستوى البورصة شركتين فقط تتمثلتين في شركة صيدال والأوراسي عام 1999، ثم تم إدراج مجمع رياض سطيف لتصبح ثلاث شركات مدرجة في الفترة الممتدة من 2000 إلى 2005، إلى غاية خروج مجمع رياض سطيف عام 2006، أصبح يوجد على مستوى البورصة شركتين فقط، ثم عام 2011 تم انضمام شركة أليانس للتأمينات لتصبح ثلاث شركات وفي عام 2012

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية -بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها-، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر، 2006، ص 212.

<sup>(2)</sup> المرجع نفسه، ص 212.

كذلك. في الفترة (2013-2019) كان يتم تداول الأوراق المالية لشركتين فقط، لتصبح خمس شركات عام 2020. ويرجع هذا النقص في عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر إلى التأخر في عملية الخصخصة للمؤسسات التي كان بإمكانها أن تحدث فرق كبير.

### 1-2- مؤشر رسملة السوق

يمثل معدل رسملة السوق أو ما يعرف بمعدل الرسملة السوقية، قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. ومن الناحية الاقتصادية هناك فرض يتضمنه استخدام هذا المؤشر، مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجاباً أو سلباً بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر. ومؤدى ذلك أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها.<sup>1</sup>

وفيما يلي الجدول الذي يوضح تطور رسملة السوق في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2020.

الجدول رقم (3-2): تطور رسملة السوق في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (1999-2020)

الوحدة: (مليار دج، %)

السنوات	رسملة السوق	السنوات	رسملة السوق
1999	19.175	2010	7.900
2000	21.495	2011	14.967
2001	14.720	2012	13.028
2002	10.990	2013	9.889
2003	11.100	2014	9.735
2004	10.100	2015	9.702
2005	10.400	2016	9.716
2006	6.710	2017	9.698
2007	6.460	2018	43.925
2008	6.500	2019	44.209
2009	6.550	2020	42.881

<sup>(1)</sup> عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 211.

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على:

✓ التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

[www.cosob.org](http://www.cosob.org) Consulté le: 15/04/2021.

✓ صندوق النقد العربي، المتاح عبر الموقع الإلكتروني:

[www.amf.org.ae/ar](http://www.amf.org.ae/ar) Consulté le: 15/05/2021.

عرفت رسملة السوق لبورصة الجزائر عامي 1999 و2000 ارتفاعا طفيفا من 19.175 مليار إلى 21.495 مليار دينار جزائري. وخلال الفترة الممتدة من 2001 إلى غاية 2009 عرفت تراجعا كبيرا، حيث وصلت إلى 6.550 ملايير دينار جزائري عام 2009. أما خلال السنوات 2010، 2011، 2012 ارتفعت رسملة السوق بمقدار 7.900، 14.967، 13.028 مليار دينار جزائري على التوالي و خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى غاية 2017 عرفت رسملة السوق تراجعا، حيث وصلت إلى 9.889 ملايير دينار جزائري عام 2013 أما بالنسبة إلى السنوات 2014، 2015، 2016، 2017، عرفت انخفاض طفيف رسملة السوق بمقدار 9.735، 9.702، 9.716، 9.698، 43.925 مليار دينار جزائري على التوالي، أما خلال سنتي 2018 و2019 عرفت رسملة السوق ارتفاعا كبيرا قدر بـ 43.925 و44.209 مليار دج على التوالي، ثم انخفاض طفيف خلال سنة 2020 في معدل الرسملة قدر بـ 42.881 مليار دينار جزائري.

ومن هنا يمكن القول أن رسملة السوق لبورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا جدا إذا ما قورنت مع باقي البورصات العالمية.

## 2- مؤشر سيولة السوق

هناك مؤشران يستخدمان لقياس سيولة هما: معدل قيمة التداول ومعدل الدوران.

### 1-2- معدل قيمة التداول

معدل قيمة التداول يساوي قيمة الأوراق المالية في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات المقيمة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد يكون كبيرا إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ولذلك فإنه يتعين استخدام هذا المؤشر ومؤشر معدل الدوران معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أميرة حسب الله محمد، (2004-2005): محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية (دراسة مقارنة: تركيا- كوريا الجنوبية- مصر)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 66.

وفيما يلي الجدول الذي يوضح تطور القيمة المتداولة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2020.

الجدول رقم (3-3): تطور معدل قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2020)

السنوات	القيمة المتداولة	السنوات	القيمة المتداولة
1999	108.079.690	2010	11.985.965
2000	720.039.160	2011	185.118.435
2001	533.217.905	2012	36.038.865
2002	112.060.345	2013	7.0009
2003	17.257.700	2014	6.311
2004	8.430.000	2015	4.11
2005	4.188.200	2016	7.220
2006	23.755.350	2017	6.090
2007	14.248.515	2018	16.868
2008	21.414.845	2019	3.963
2009	13.891.895	2020	2.639

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على:

✓ التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

[www.cosob.org](http://www.cosob.org) Consulté le: 17/05/2021.

✓ صندوق النقد العربي، المتاح عبر الموقع الإلكتروني:

[www.amf.org.ae/ar](http://www.amf.org.ae/ar) Consulté le: 15/05/2021.

يتبين من خلال الجدول رقم (3-3) أن القيمة المتداولة لبورصة الجزائر منخفضة جدا، حيث كانت تقدر بمبلغ 108.079.690 دينار جزائري عام 1999، بعدها ارتفعت عام 2000 لتصل إلى 720.039.160 دج، ثم أخذت تنخفض تدريجيا حتى وصلت إلى 4.188.200 دج عام 2005، ثم أخذت ترتفع ثم تنخفض عام 2006، 2007، 2008، 2009، 2010 حيث كانت تقدر بـ 23.755.350، 14.248.515، 21.414.845، 13.891.895، 11.985.965 دينار جزائري على التوالي. ثم ارتفعت عام 2011 إلى أن وصلت إلى 185.118.435 دج ثم انخفضت عام 2012 إلى 36.038.865 دج، ثم انخفضت في عام 2013 قدرت بـ 7.0009 دج ثم أخذت تنخفض وترتفع عام 2014، 2015، 2016، 2017 حيث كانت تقدر بـ 6.311، 4.11،

7.220، 6.090 دينار جزائري على التوالي، ثم ارتفعت سنة 2018 بلغت 16.868 دج، ثم انخفضت في 2019 حيث بلغت 3.693 دج و2.639 دج سنة 2020.

## 2-2- معدل الدوران

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأسمال السوق. ويكمل معدل الدوران معدل رسملة السوق، فالسوق قد يكون صغيرا ونشطا، فهو صغير لانخفاض معدل رسملة السوق ونشط لارتفاع معدل الدوران. ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران معدل قيمة التداول، فعلى حين يوضح معدل قيمة التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. فالسوق الصغير الذي يتميز بارتفاع درجة السيولة ينخفض به معدل التداول ويرتفع معدل الدوران.<sup>1</sup>

وفيما يلي الجدول الذي يوضح تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية

الجدول رقم (3-4): تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (1999-2020)

الوحدة: نسبة مئوية 2020.

السنوات	معدل الدوران	السنوات	معدل الدوران
1999	0,5636	2010	0,1517
2000	3,3497	2011	1,2368
2001	3,6224	2012	0,2766
2002	1,0196	2013	0,07
2003	0,1554	2014	0,06
2004	0,0834	2015	0,05
2005	0,0402	2016	0,07
2006	0,3540	2017	0,06
2007	0,2205	2018	0,04
2008	0,3294	2019	0,01
2009	0,2120	2020	6.2

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 215.

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على بيانات صندوق النقد العربي، المتاح عبر الموقع الإلكتروني:

✓ صندوق النقد العربي، المتاح عبر الموقع الإلكتروني:

www.amf.org.ae/ar Consulté le: 15/05/2021.

بالنسبة لمعدل دوران الأسهم لبورصة الجزائر كما هو موضح في الجدول رقم (3-4)، كان يقدر بـ 0,5636% عام 1999 ثم ارتفع عامي 2000، 2001 حيث كان يقدر بـ 3,3497%، 3,6224% على التوالي، ثم أخذ ينخفض طيلة السنوات 2002، 2003، 2004، حيث كان يقدر بـ 1,0196، 0,1554، 0,0834، 0,0402 بالمائة على التوالي. ارتفع عام 2006 إلى 0,3540% ثم انخفض إلى 0,2205% عام 2007، ارتفع عام 2008 فقدر بـ 0,3294%، ثم انخفض عامي 2009، 2010 حيث قدر بـ 0,2120%، 0,1517%. وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل الدوران عن الواحد الصحيح. ثم سجل تحسن طفيف عام 2011 حيث قدر بـ 1,2368% لينخفض مرة أخرى عام 2012 إلى 0,2766%، ثم انخفض خلال سنوات 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018، حيث قدر معدل الدوران بـ (0,04، 0,06، 0,07، 0,05، 0,06، 0,07) %، ثم انخفض خلال سنة 2019 إلى 0,01% أي شبه منعدم ثم ارتفع في سنة 2020 حيث قدر بـ 6.2%

وهذه المعدلات تعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر.

**المطلب الثالث: العراقيل التي تواجهها بورصة الجزائر وسبل تفعيلها**

على غرار بورصات الدول النامية تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة مجموعة من العراقيل حالت دون وصولها إلى تحقيق الأهداف المرجوة منها، منها العراقيل الاقتصادية، القانونية والثقافية.

**1- عراقيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة**

**1-1- العراقيل القانونية**

يتمثل وجود بيئة قانونية وتنظيمية خطوة رئيسية في تنظيم وإنشاء سوق للأوراق المالية، ويتمثل ذلك في مجموعة التشريعات والقوانين التي تضبط عملية إصدار وتداول الأوراق المالية، وتحدد حقوق المساهمين والمتعاملين فيها.

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، فإن القانون التجاري الجزائري (طبقا للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15 أفريل 1993) عرف القيم المنقولة على أنها "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعرا". من هنا يتضح

استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني ما يلي:<sup>1</sup>

- تفضيل السندات، وهي قروض لها الأولوية في التسديد في حالة الإفلاس، هذا يعني أن المقرضين في حالة إفلاس الشركة لا يتحملون الخسائر.

- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.

- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

يتبين أنه يتم اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة، وهذا يعني فتح رأس المال أمام الخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة، هذا ما يستدعي ضرورة مراقبة كل أنشطتها. أما بالنسبة لاستبعاد الأسهم، وخاصة العادية منها، هذا يعني حرمان شرائح من المساهمة في تمويل المشروعات.

من بين شروط قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم وفقا للقانون المتضمن شروط القيد، إلا أن معظم مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص واحد.<sup>2</sup>

فيما يخص مدة إنهاء الصفقات أي مدة التسوية والتسليم، فإن المعيار الدولي المعتمد هو أقصى أجل لإنهاء الصفقات يوم إلى ثلاثة أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم +30 يوم. وهو أجل بعيد جدا عن المعايير الدولية، الأمر الذي انعكس سلبيا وعرقل عمل بورصة الجزائر.

كذلك من بين العوامل التي أدت إلى عرقلة عمل بورصة الجزائر الإطار التشريعي البطيء جدا، حيث أهتم تأسيس بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الوقت الذي قد تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، ولكن تعيين الأعضاء كان بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996. بالإضافة إلى أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999 بالرغم من أن القانون الذي ينظم شروط مزاوله الوسيط المالي في البورصة قد صدر بتاريخ 3 جويلية 1996.<sup>3</sup>

## 1-2- العراقل الاقتصادية

<sup>1</sup> صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، المنعقد من 31 ماي إلى 2 جوان، الجزائر، 2004، ص12.

<sup>2</sup> صالح فلاح، المرجع سبق ذكره، ص ص 12-13.

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 5، قلمة، الجزائر، 2010، ص

## أ- ضيق نطاق السوق ومحدوديته

يتمثل ضيق نطاق السوق في قلة الشركات المدرجة، حيث يتضح من خلال مؤشرات بورصة الجزائر للقيم المنقولة التي تم التطرق إليها في المطلب السابق، قلة المؤسسات المقيمة فيها هذا ما أدى إلى تقليص الفرص الاستثمارية. إضافة إلى انخفاض القيمة السوقية وقلة نسبة الأسهم المتداولة، كذلك انخفاض سيولة السوق يعكسه انخفاض معدل الدوران وضعف حركة التداول. وزيادة على هذا تمتاز بورصة الجزائر بهيمنة القطاع العام على نسبة كبيرة من الأسهم، والتي تقدر بحوالي 80% من رأس مال كل شركة.

## ب- ضآلة الطلب على الأدوات المالية

تعاني بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية من انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية، ذلك بسبب تدني معدل الدخل والادخار الفردي، وانخفاض الوعي الاستثماري لدى العديد من الأفراد، خاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، بالإضافة إلى تفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات، المعادن النفيسة، الودائع في المصارف. إضافة إلى ذلك يرجع انخفاض الطلب على الأوراق المالية في بورصة الجزائر إلى السوق الموازي أو ما يعرف باقتصاد الظل الذي يجذب عدد كبير من المستثمرين والمدخرين، حيث يعمل على تهمين أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، كما يوفر لهم فرص للحصول على أرباح سهلة دون جهد كبير إضافة إلى المردودية الكبيرة.<sup>1</sup>

## ج- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة

إن من أهم الأسباب التي تؤدي إلى نجاح أي بورصة هو وجود تنوع في الأوراق المالية المعروضة حتى يفسح المجال أمام المستثمرين لاختيار ما يلائمهم حسب قدرته المالية وأهدافه.

أما بالنسبة لبورصة الجزائر فيتم فيها تداول ثلاث أوراق مالية لثلاث شركات وهو عدد ضئيل مقارنة مع باقي البورصات العالمية. إضافة إلى ذلك فإن حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين محددة بسقف معين لا يمكن تجاوزه.

## د- الضغط الجبائي

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 5، قلمة، الجزائر، 2010، ص ص

يمارس الضغط الجبائي على الأعوان الاقتصاديين عادة عندما تكون الخزينة الخاصة بالدولة في حالة عجز مفاجئ بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق الدولية والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية. بالتالي ينعكس هذا على السلوك الاستثماري، الاستهلاكي والادخاري لهؤلاء المتعاملين، ويدفعهم إلى تغييره. ومن جهة أخرى فإن أهم ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاع معدلاتها أيضاً، فمثلاً نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح الإجمالية، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين ومن ثمة تخفيض التوزيعات التي توزع على المساهمين، زيادة على الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، وعليه فإن كل هذه الضرائب تقلل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.<sup>1</sup>

#### ه- التضخم وارتفاع معدل الفائدة

يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إبداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد، فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار.<sup>2</sup>

وإذا ما رجعنا إلى الجزائر خلال مرحلة التسعينات لم يتعد معدل التضخم 9% ذلك بسبب لجوء الدولة إلى إجراءات السيولة النقدية في حالة العجز. مما يؤدي إلى استقرار الأسعار بسبب وجود فائض في عرض النقود. ولكن تخفيض العملة أدى إلى تزايد معدل التضخم المضغوط وارتفاع تكلفة الواردات، وكذلك تكلفة خدمة الديون الخارجية. لقد دفع العجز في الميزانية إلى إصدار نقود إضافية لتغطية ذلك العجز، بالإضافة إلى إتباع سياسة مالية نقدية أدى إلى هبوط معدل التضخم، حيث انخفض إلى 7% مع نهاية شهر مارس.

مع مرور السنوات تطور معدل التضخم في الجزائر بصورة إيجابية حيث وصل عام 2020 إلى 2.4%، إن التضخم بالتالي يؤثر في قيمة النقد وبالتالي يؤثر في القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية.

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، المرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>2</sup> السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1978-1981، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص 363.

أما بخصوص معدلات الفائدة فهي تعتبر من محددات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أن انخفاضها يجفز المستثمرين على الاستثمار في البورصة، والعكس، فارتفاع معدلات الفائدة يجعل المستثمرين يلجؤون إلى توظيف أموالهم في شكل ودائع لدى البنوك بدلا من استثمارها في البورصة.

#### و- ضعف نظام المعلومات

يعاني المستثمرون في بورصة الجزائر من قلة مصادر المعلومات وصعوبة الحصول عليها، خاصة المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المدرجة، حيث ينتظر المستثمر سنة كاملة لكي يستطيع التحصل على التقارير السنوية والبيانات المالية الخاصة بهذه الشركات وكذا أسعار أسهمها، حتى يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار المناسب. إضافة إلى عدم وجود سماسة وصناع سوق يتعاملون في هذا المجال ووجود قصور في مهنة تدقيق الحسابات.

#### ز- ارتفاع درجة التركيز<sup>1</sup>

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول والتي تعكس صغر حجم عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير خبراء السوق إلى سببين رئيسيين لارتفاع درجة التركيز:

- احتفاظ كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة،

- انخفاض جودة أغلب الأسهم المدرجة لاسيما شركات القطاع العام.

### 1-3- العراقل الثقافية والدينية

تعتبر البورصة مفهوم دخيل على المجتمع الجزائري، حيث لا يدركون طريقة التعامل فيها وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها وخصائصها، وعدم وجود إعلام متخصص في هذا المجال وسّع هذه الهوة. هذا ما جعل المدخرين يلجؤون إلى الاستثمار في العقارات والعملات واللجوء إلى البنوك للحصول على التمويل اللازم لمشاريعهم بدلا من استثمارهم في الأدوات المالية على مستوى البورصة.

ويجب الإشارة إلى أن السياسة السليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، حيث هناك بعض التحفظ من طرف أفراد المجتمع فيما يخص توظيف الفائض من أموالهم في الأدوات المالية خاصة السندات باعتبارها ذات عائد يحتوي على فائدة والذي يعتبر محرما من الناحية الشرعية باعتبارها ربا.

### 2- سبل تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، المرجع سبق ذكره، ص 11.

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية عاملا مهما في عملية النهوض بالقطاع المالي، وهذا مرتبط بتوفر قاعدة متينة استنادا إلى بيئة اقتصادية وقانونية ملائمة. وفيما يلي بعض الاقتراحات التي نرى أن تطبيقها قد يساهم في تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

## 2-1- اقتراحات تمس الجانب التشريعي والتنظيمي

إن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي، أي التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي. ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، إضافة إلى أنها يجب أن تكون واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر، وأن تتماشى مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

أما بالنسبة لإصلاح قوانين الشركات:

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم اقتصر توزيعها بين الشركات المنظمة في هذه الصناديق، وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات، مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات، إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.<sup>2</sup>

كذلك العمل على وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية والشهرية وفي نهاية السنة المالية، والعمل على إعداد ونشر القوائم المالية الختامية في وقت مناسب حتى يتمكن المستثمرون من اتخاذ قرار الاستثمار.

## 2-2- اقتراحات تمس الجانب الاقتصادي والمالي

### أ- تطوير حجم السوق

<sup>1</sup> محمد زيدان، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، المنعقد يومي 21-22 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 18.

<sup>2</sup> صالح فلاحي، المرجع سبق ذكره، ص 7.

تتطلب عملية تطوير حجم السوق تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة وتنشيط جانب العرض من جهة أخرى.

### ❖ جانب الطلب

يتم تحفيز الطلب في بورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال:

■ **تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين<sup>1</sup>**: سواء كانوا محليين أم أجناب في السوق يساعد على حمايته من التقلبات الشديدة، وبصفة خاصة في حالة فتح الأسواق للتعامل الأجنبي مباشرة في البورصات، حيث أنها تزيد من عمق وسيولة السوق وتخفض من حساسيته لتعاملات الأفراد. كما أنها يمكن أن تكون بمثابة قوة تعمل على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمارات الأجناب في حالات البيع الجماعية، نظرا لكونها تقوم باستثمار مبالغ كبيرة في الأوراق المالية طويلة الأجل تستطيع من خلالها أن تعيد للسوق توازنه وتحد من عدم استقراره، هذا إضافة إلى تنمية هذه المؤسسات مثل: صناديق الاستثمار، شركات التأمين، صناديق المعاشات، تساعد المدخر المحلي على الاستثمار بتخفيض تكلفة التعامل وتنوع المحفظة وإدارتها من خلال متخصصين، مما يؤدي إلى التغلب على مشكلة عدم توافق المعلومات التي يواجهها الأفراد. ويمكن أن تتم عملية تدعيم نشاط المستثمرين المؤسسين من خلال ما يلي:

- إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، سواء كانت مغلقة، ذات رأسمال ثابت، أو مفتوحة ذات رأسمال متغير. حيث يعد هذا النوع من الاستثمارات الأكثر استقرارا والتي تعود بالنفع على كل من المستثمر الأجنبي والسوق المحلي للبلد الأم، فتيح الفرصة للمستثمر للتنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي تخفيض درجة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، أما بالنسبة للشركات فإنه يتيح لها فرصة للنفوذ إلى الأسواق العالمية،

- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر وتفعيل دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث تقدم هذه الصناديق التمويل والخبرات الإدارية للشركات التي لم تسجل في البورصة، وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة التي يطبق عليها برنامج الخصخصة، شرط أن يكون متوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه.

■ **زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية**: ويمكن أن يتم ذلك من خلال النظر في تخفيض سعر الفائدة في إطار نظرة شاملة لعناصر السياسة النقدية وأدائها، وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسين.<sup>(2)</sup>

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 153.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 156.

إن تخفيض سعر الفائدة يشجع المدخرين على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن الأصول المتداولة تعتبر بديلا للودائع المصرفية. كذلك إن إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، والعمل أيضا على تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، كذلك العمل على تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية بهدف زيادة رأس المال المطروح للاكتتاب.

■ **تحفيز الادخار:** ويتم ذلك من خلال تنمية وعي الأفراد اتجاه الادخار، لذا يجب بذل المزيد من الجهود والعمليات التربوية، والعمل على تغيير اتجاهات الفرد وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والابتعاد عن الاستهلاك الزائد الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها.<sup>1</sup>

■ **التوسع في برامج الخصوصية:** يعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهم الآليات التي تعمل على تنفيذ عمليات البيع لمختلف الشركات والمؤسسات، كذلك البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني. مع الإشارة إلى أن نجاح عملية الخصوصية لا يكون إلا عن طريق خصوصية الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة، الأمر الذي يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين. لذا يجب على السلطات العمومية عوض أن تقوم بتصفية المؤسسات العمومية الخاسرة، يجب أن تعمل على إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح، كما فعلت جمهورية مصر العربية كدولة عربية عام 2002.<sup>2</sup>

وتهدف الاستراتيجية الجديدة إلى خصوصية جزء من المؤسسات الوطنية الهامة المعروضة على الأجانب عبر البورصة، حيث تقترح نسبة ما بين 20% إلى 30% من رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات لتداول في البورصة. ومن بين المؤسسات الأولى التي اقترحت من طرف لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، القرض الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر المعروضتين للخصوصية.

■ **عصرنة الجهاز المصرفي:**<sup>3</sup> إن النظام المصرفي الجزائري بعيد كل البعد عن مواكبة التطورات التي تخص تطوير نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات، حيث لم يشهد أي تغييرات منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990. حيث يتصف الجهاز المصرفي الجزائري بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك التي تتميز بضعف رأس المال ومحدودية دورها في الاستثمارات، كذلك بغياب الشفافية في معاملاته.

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، المرجع سبق ذكره، ص 313.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص 313-314.

<sup>3</sup> صالح فلاح، المرجع سبق ذكره، ص 9.

إذا كانت البنوك التجارية تقوم باستلام الودائع وتساهم في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن بنوك الاستثمار تقوم أيضا بعدة مهام لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية، فيما يخص إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستثمارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل وإعادة التمويل. إلا أن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار، لذا يجب العمل بإصلاحات جذرية لتفعيل أداء وتدعيم دور القوانين المنظمة للجهاز المصرفي الجزائري.

### ❖ جانب العرض

يهدف المستثمر في الأوراق المالية دائما إلى تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة وتنقسم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين وهما، المخاطر المنتظمة وتمثل بالمخاطر التي لا يمكن للمستثمر تجنبها وتعود إلى أسباب خاصة بالسوق، ويمكن الحد منها من خلال تحقيق الاستقرار في الأداء الاقتصادي، ووجود بنية أساسية لسوق رأس المال، أما النوع الثاني فيتمثل في المخاطر غير المنتظمة وهي تلك المخاطر التي يستطيع المستثمر التخلص منها حيث أنها ترتبط بالشركات المصدرة لتلك الأوراق، ويمكن للمستثمر أن يتجنب هذه المخاطر عن طريق تكوين محفظة متنوعة تنوعا جيدا، بحيث يكون الارتباط بين عوائد الأسهم المكونة لتلك المحفظة ارتباطا سلبا، بما يمكن المستثمر من تحقيق أعلى عائد بأقل درجة مخاطرة.<sup>1</sup>

وتتوقف قدرة المستثمر في تحقيق هذا التنوع على مدى توافر الأدوات الاستثمارية المختلفة في السوق. بما يحقق الهدف ويرضي رغبات كافة المستثمرين من أفراد ومؤسسات، فهناك بعض الأشخاص يفضلون الاستثمار في أدوات على درجة عالية من المخاطرة متمثلة في الأسهم بأنواعها المختلفة، بينما يتجنب آخرون المخاطرة ويفضلون الاستثمار في أصول ذات درجة مخاطرة منخفضة أو معدومة مثل السندات بأنواعها المختلفة. ولكي يتحقق هدف التنوع بالنسبة للمستثمر بما يخفض من درجة المخاطرة لا بد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يتم ذلك من خلال:

■ **تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم:** تعد الأسهم المصدر الأساسي الذاتي للتمويل طويل الأجل، سواء كانت أسهما عادية أم ممتازة، ويستلزم تنشيط سوق الأسهم اتخاذ مجموعة من الإجراءات تؤدي إلى مزيد من الإصدارات التي يراعى فيها أوجه القصور الموجودة في الإصدارات الحالية مثل التركيز القطاعي للشركات المطروحة وعدم كفاءة التسعير.

<sup>1</sup> شذا جمال خطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 158-159.

■ **تنمية سوق الأدوات ذات الدخل الثابت:** كثيرة هي المزايا التي تعود على الاقتصاد القومي من تنشيط سوق السندات المحلية حيث يوفر هذا السوق الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الحيوية لعملية التنمية الاقتصادية، وتقديم أدوات بسعر تنافسي لتكلفة التمويل المصرفي فضلا عن إتاحة فرصة جاذبة للربح بالنسبة للمستثمرين والوسطاء من خلال توفير أدوات مالية جديدة وإضافية للسوق. وحتى تتحقق هذه المزايا بالنسبة لسوق السندات لا بد أن تتوفر له بعض الخصائص تؤهله لذلك، مثل التمتع بسيولة مرتفعة، تعدد آجال الاستحقاق للأوراق المصدرة، تخفيض درجة المخاطر الائتمانية وتعدد الإصدارات.

#### ب- تطوير البنية الأساسية للبورصة

تتكون البنية الأساسية للبورصة من مجموعة من العناصر التي تشكل في مجموعها إطارا متكاملًا، بحيث يعتمد مدى تطور كل منها وتكاملها على مدى تقدم السوق وترتبط عملية تطوير البنية الأساسية للسوق بالعديد من العوامل منها:

#### ➤ شركات الوساطة

تشمل شركات الوساطة شركات السمسرة وشركات الترويج وتغطية الاكتتاب، بحيث تلعب شركات الوساطة الكفاءة دورا هاما في التأثير على استقرار الأسعار ودرجة سيولة السوق وتنشيط الطلب على الأوراق المالية. لذا يجب العمل على تشجيع شركات السمسرة هذه على الانتشار وربط مواقعها بالبورصة عبر خطوط اتصال ذات قدرة على نقل المعلومات أو حتى ربطها إلكترونيا فضلا عن ضرورة وضع قواعد للعضوية الخاصة بالسمسرة مع مراعاة وضع حد أدنى لرؤوس أموال شركات السمسرة ومعايير للملاءة المالية، أما بالنسبة لشركات الترويج وتغطية الاكتتاب فتساهم بفعالية في تنشيط السوق، حيث تساعد على إصدار الأوراق المالية عن طريق تغيير هيكل وزيادة حجم التمويل الخاص بالشركة وتقديم الخدمات الاستشارية بوقت الإصدار ونوع الورقة المصدرة.<sup>1</sup>

#### ➤ رفع كفاءة الرقابة على المؤسسات

يتم ذلك من خلال تفعيل الدور الرقابي من خلال القوانين الحاكمة للتعامل في سوق الأوراق المالية مثل قواعد القيد في البورصة وقواعد الإفصاح والشفافية، حيث أن عدم تطبيق المعايير المحاسبية وقواعد الإفصاح والشفافية ينجم عنه ما يسميه بعض المستثمرين "مخاطر المعلومات"، حيث أن عدم تجانس المعلومات يؤدي إلى توفرها لدى مجموعة من المستثمرين دون غيرهم مما ينعكس سلبا على كفاءة السوق وعدالة الأسعار، وبالتالي انخفاض السيولة. لذلك يجب أن تلتزم الشركات المقيدة في البورصة بجد أدنى من متطلبات الإفصاح، يتضمن ما يلي:

<sup>1</sup> شذا جمال خطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 161-162.

- نشر المعلومات التي تسمح للمستثمر بتقييم الأداء العام للشركة القائمة بالطرح، مثل حجم الأرباح، حجم المبيعات، معدل العائد على رأس المال...إلخ،
- التزام الشركات المقيدة في البورصة بإعداد قوائمها المالية وفقا للنظم المحاسبية العالمية حتى يتمكن المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء أن يقيموا أداء هذه الشركات.

### 2-3- اقتراحات تخص الجانب الثقافي والديني

#### أ-إرساء الثقافة البورصية

يجب السعي إلى تشجيع العائلات على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في الأوراق المالية، لذلك يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي، تعمل على تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة البورصة. ويمكن القيام بذلك من خلال استعمال وسائل الإعلام بأشكالها المختلفة، ذلك من أجل تبديد مخاوف الأعوان تجاه البورصة وتحسيسهم بأهمية ومزايا الاستثمار المالي للقيم المتداولة في البورصة.

#### ب-الجانب الديني

يجب العمل على إدراج الأوراق المالية الإسلامية في البورصة حتى يتم دخول عملاء جدد ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها ومشككين فيها، هذا ما يساهم في تنشيط البورصة، ولكن بشرط توفر الأطر القانونية والتنظيمية لإدراجها.

### المبحث الثاني: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

انطلاقا من المكانة التي تحتلها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حاليا في الجزائر، كما تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حلا فاعلا لتدعيم الاقتصاد المحلي، كما أن الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر كان لها الأثر الإيجابي على تطور ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### المطلب الأول: ماهية وأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

##### 1- ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تعد سنة 2001 محطة هامة في تطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى الاقتصاد الجزائري، من خلال مبادرة الوزارة الوصية بإعداد القانون التوجيهي رقم 01-18 المؤرخ في 2001/12/12 المتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن بين العناصر الأساسية التي اشتمل عليها هذا القانون هو تحديد تعريف الـ PME. وفيما يلي سيتم التطرق إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري ثم محاولة التعرف على أهم مراحل تطورها.

## ❖ تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حسب القانون رقم 01-18 المؤرخ في 27 رمضان عام 1422 الموافق لـ 12 ديسمبر سنة 2001 يتضمن القانون التوجيهي لترقية الـ PME في المادة الرابعة منه يعرف المشرع الجزائري الـ PME كما يلي:<sup>1</sup>

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات وتتوفر فيها الشروط التالية:

- تشغل من 1 إلى 250 شخص.
  - لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دينار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 500 مليون دينار.
  - تستوفي معايير الاستقلالية.
- من خلال ما سبق يمكن توضيح ما يلي:
- عدد العمال: إن عدد الأفراد يجب أن يوافق إلى عدد وحدات العمل السنوية، بمعنى بعدد الإجراء المشغلين خلال سنة كاملة.
  - إن سقف تحديد رقم العمال أو مجموع الميزانية يتعلق بـ 12 شهر.
  - المؤسسة المستقلة: كل المؤسسة لا يمتلك رأسمالها بمقدار 25% فما أكثر من قبل المؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف الـ PME.
- ولقد جاء في المواد 5، 6، 7 من نفس القانون تفصيلا لتعريف الـ PME إلى ثلاث مجموعات:

- ❖ المؤسسات الصغيرة: هي المؤسسات التي تشتغل من عامل واحد إلى تسعة عمال، كما أنها تحقق رقم أعمال سنوي أقل من 20 مليون دينار جزائري أو مجموع ميزانيتها السنوي لا يتجاوز 10 ملايين دينار جزائري.
- ❖ المؤسسات الصغيرة الحجم: هي المؤسسات التي تشتغل من 10 عمال إلى 49 عامل، كما أنها تحقق رقم الأعمال السنوي أقل من 200 مليون دج أو لا يتجاوز حصيلتها السنوي 100 مليون دج.
- ❖ المؤسسات المتوسطة الحجم: هي تلك المؤسسات التي توظف من 50 إلى 250 عامل دائم، ويكون رقم أعمالها محصور بين 200 مليون ومليار دج ويكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين 100 و 500 مليون دج.

## 2 - أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

<sup>1</sup> مدونة النصوص القانونية والتنظيمية خاصة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، القانون التوجيهي رقم 01-18 المؤرخ في رمضان 1422 الموافق لـ 2001/12/12 يتضمن ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 2005، ص 17.

يمكن تلخيص أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ما يلي:

#### أ/ توظيف حجم مهم من اليد العاملة

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكثافة اليد العاملة كونها تعتمد على العنصر البشري في العملية الإنتاجية، ويقدر متوسط تشغيل الصناعات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة بـ 50% من مجموع اليد العاملة في القطاع الخاص.<sup>1</sup>

#### ب/ توفير مناصب عمل

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إتاحة فرص عمل كبيرة في الوقت الذي تعاني معظم الدول لاسيما النامية منها من مشكلة البطالة وتمثل أهم الأسباب التي جعلت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر استقطاب لليد العاملة في أنها مشروعات كثيفة العمالة.<sup>2</sup>

#### ج/ مصدر لتوليد الناتج القومي

حيث تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية في الدول الغربية بما يقدر بـ 30% من الناتج القومي الإجمالي وهي نسبة معتبرة، خاصة إذا استثنينا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النشاطات الأخرى الصناعية.

#### د / تكوين قوة العمل الماهرة

باعتبار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستخدم عمال ذوي مهارات منخفضة نسبيا فإنها تساعد على اكتساب المهارات الإدارية والإنتاجية والتسويقية والمالية لإدارة أعمال هذه المؤسسات.

#### ه/ مصدر للعملة الصعبة<sup>3</sup>

يتطور في إطار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجموعة من الصناعات تملك فرصة كبيرة في تصدير منتجاتها نظرا لقدراتها في تحسين الجودة وتخفيض الكلفة والتكيف مع متطلبات السوق.

#### المطلب الثاني: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

نتناول في هذا المطلب توضيح واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

#### 1 - برامج تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

لقد وضعت الحكومة الجزائرية العديد من القرارات والسياسات من أجل ضمان التمويل للمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة من بينها:

<sup>1</sup> ماجدة العطية، إدارة المشروعات الصغيرة، دار المسيرة والتوزيع، عمان، 2002، ص 15.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 15.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 16.

1-1- التمويل البنكي<sup>1</sup>

يعتبر المحيط الذي تنشط فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مؤشرا على وضعيتها، ففي الجزائر يميز هذا المحيط الكثير من المشاكل التي تؤخر نمو هذه المؤسسات، أن من أهم المشاكل التي تعاني منها المؤسسات مشكلة التمويل وصعوبة الحصول على القروض البنكية مما دفع الوزارة إلى العمل على إحداث آليات مالية تتلاءم وخصوصية هذه المؤسسات، وبالرغم من أن البنوك العمومية ساهمت في سنة 2003 بتمويلات قدرها 555 مليار دج أي بنسبة 40.60% من مجموع التمويلات مقارنة بـ 2001 حيث قدر المبلغ آنذاك بـ 353 مليار دج أي ما يمثل 30.72% من مجموع التمويلات.

كما تم إنشاء مؤسستين ماليتين تساهمان في تسهيل الحصول على القروض البنكية وهي صندوق ضمان القروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأسمال قدره بـ 30 مليار دج وصندوق رأسمال المخاطر قدر بـ 3.5 مليار دج، إضافة إلى هذا وتطبيقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التوجيهي تم إنشاء صندوق لضمان القروض البنكية الموجهة إلى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي انطلق فعليا منذ مارس 2004 والذي يساهم في تخفيف من حدة مشكل التمويل.

1-2- برنامج ميذا لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر<sup>2</sup>

لقد بدأت مختلف برامج التعاون الدولي التي يستفيد منها القطاع تؤتي ثمارها وخاصة ما تعلق منها بالتعاون المتعدد الأطراف، وليس على ذلك أدل من برامج ميذا المندرج في إطار التعاون الأورو-متوسطي خاصة بعد أن تم تفعيله بإعادة النظر في الاتفاقية المنظمة له، إذ وانطلاقا من هدفه المتمثل في تحسين القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق تأهيلها تم تحقيق إلى غاية 2004/06، حوالي 400 عملية تأهيل في إطار الدعم المباشر وكذا إنجاز جهاز لتغطية الضمانات المالية بقيمة 20 مليون أورو سيحسن ظروف حصول المؤسسات على القروض.

1-3- صندوق ضمان القروض<sup>3</sup>

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

<sup>1</sup> بريش السعيد، التمويل التأجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، -21 22 نوفمبر 2006 .

<sup>2</sup> وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في الجلسات الوطنية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 14-15/01/2004، قصر الأمم، نادي الصنوبر، الجزائر.

<sup>3</sup> وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص15.

- كما أنه يندرج ضمن الفعالية الاقتصادية والاستخدام الأمثل للموارد العمومية وذلك بتحويل دور الدولة من مانحه للأموال إلى ضامنة القروض المقدمة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- بالنسبة إلى نوع القروض التي يتم ضمانها هي قروض الاستثمار وقروض التسيير وتقدم فقط إلى المؤسسات المنخرطة في الصندوق التي تدفع علاوة سنوية أقصاها 2% من مبلغ القرض.
- ويمكن تلخيص مراحل ضمان القروض كما يلي:
- تقوم المؤسسة بطلب القروض من المؤسسة المالية أي البنك.
  - تطلب المؤسسة من الصندوق ضمان القرض البنكي.
  - في حالة القبول، يقوم الصندوق بتقديم شهادة ضمان القرض لفائدة المؤسسة المالية.
  - تدفع المؤسسة المالية علاوة.

#### 1-4- هياكل الدعم الأخرى

برزت في الجزائر في الفترة الأخيرة هياكل وآليات مؤسساتية أخرى تهدف إلى دعم الاستثمار والمقاولين الناشئين، أبرزها الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI والوكالة الوطنية لدعم و ترقيّة المقاولين ANSDE (الأونساج سابقا). حيث تقوم الوكالتين بتقديم المساعدات اللازمة للمستثمرين حتى ينفذوا مشاريعهم بأسرع وقت ممكن وهذا ما سيخلق ديناميكية جديدة لترقية الاستثمار المحلي. كما تم اتخاذ عدة إجراءات مرافقة تسهيلية سواء فيما تعلق بإنشاء الشركة أو الترخيم في السجل التجاري.

#### 2- تقييم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر<sup>1</sup>

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

تخلف النظام المصرفي وعدم موضوعية القيود التي يفرضها لتمويل القطاع الخاص والتي تميل إلى الجانب القانوني أكثر من الجانب الاقتصادي، فقد عمل النظام المصرفي في الجزائر على خدمة مؤسسات الدولة في تنمية المشاريع

<sup>1</sup> قدرتي عبد المجيد ودادان عبد الوهاب، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى دولي، بسكرة، 2006، ص 19.

الضخمة، وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة إلى القطاع الخاص لم تجد الدعم المالي اللازم إلا على هامش مشاريع القطاع العام.

أضف إلى ذلك أن النظام البنكي عادة ما يولي أهمية للقطاع التجاري للاستيراد والتصدير على حساب القطاع الصناعي.

غياب ثقافة السوق المالي في الجزائر ما جعل منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعمل وفقا لنماذج التسيير التقليدي وبموارد مالية ضئيلة، إن خلق سوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر سوف يحفز القطاع الخاص، على وجه الخصوص، على اللجوء إلى عمليات التمويل المباشرة، أين تسود مظاهر اقتصاد السوق وتتنحى مظاهر اقتصاد الاستدانة والواقع من توفر سوق مالي كبديل أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يؤدي إلى اشتقاق نشاط آخر مصاحب وهو الاستثمار في الأوراق المالية.

إن افتقار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلى وجود سوق مالي يمكن من القول بأنها مؤسسات ضعيفة الرسملة، مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة والمتوفرة على أسواق مالية.

### 3- تطور تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

مع بداية سنة 2001 ومع صدور القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي وضع الإطار القانوني لتنظيم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر والعمل على تشجيع إنشائها وتطويرها، كانت البداية الحقيقية لهذا القطاع لما كان له من دور رئيسي في السياسات الاقتصادية المتبعة وقد شيدت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ سنة 2001 تطورا ملحوظا وهذا ما سيتم توضيحه من خلال الجدول التالي:

#### الجدول رقم (3-5): تطور تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لفترة 2010 إلى 2019

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
العدد	619072	659309	711832	777816	852053	934569	1022621	1074503	1093170	1188190

المصدر: بيانات من الموقع الإلكتروني:

<http://www.mdipi.gov.dz/Bulletin-de-veillestatistique%20%D8%AA%D9%85> consulté le: 16.05.2021.

يبين الجدول أعلاه تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لفترة 2010 إلى 2019، حيث يتضح أن تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يشهد تزايد مستمر سنة بعد سنة حيث أنه خلال هذه الفترة تم إنشاء 569.118 أي ارتفاع بنسبة 81.58% مؤسسة صغيرة ومتوسطة جديدة وهذا راجع للاهتمام المتزايد بهذا القطاع.

## الجدول (3-6): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب طبيعتها من 2010 إلى 2019

السنوات	م ص م الخاصة	م ص م العامة	الصناعة التقليدية	المجموع
2010	482892	557	135623	619072
2011	511856	572	146881	659309
2012	550511	557	160764	711832
2013	601583	575	175676	777816
2014	656949	542	194562	852053
2015	716895	532	217142	934569
2016	786989	390	235242	1022621
2017	831914	267	242322	1074503
2018	851414	262	241494	1093170
2019	1171701	244	241152	1413097

المصدر: بيانات من الموقع الإلكتروني:

<http://www.mdipi.gov.dz/Bulletin-de-veillestatistique%20%D8%AA%D9%85> consulté le: 16.05.2021.

من خلال الجدول يتضح لنا أن 99.97% من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبارة عن مؤسسات خاصة، حيث أنها شيدت تطورا ملحوظا قدر بـ 794.025 مؤسسة جديدة أي بنسبة 82.76%.

في حين شيد قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية تراجعا كبيرا نظرا للسياسة المتبعة، حيث شيدت انخفاض في تعداداتها قدر بـ 313 مؤسسة أي بنسبة 96.52% خلال الفترة من 2010 إلى السادس الأول من سنة 2019.

المطلب الثالث: تحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهمية دخولها إلى البورصة

### 1- التحديات التي تواجه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر<sup>1</sup>

قامت الدولة الجزائرية بمجهودات معتبرة للنهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وللتدليل من مشكلة التمويل المرتبطة بها، أهمها إنشاء سوق مخصصة على مستوى البورصة من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير

<sup>1</sup> لشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 34، 17 جوان 2013، جامعة باجي مختار، عنابة، ص 49-51.

أنه منذ إنشائه منذ 2012، إلى يومنا هذا لم يؤدي الدور المرجو منه وبقي حبرا على ورق، وعلى اعتبار أن هذا السوق هو جزء من السوق المالي الرئيسي والذي يشهد تراجع كبير في مستويات أدائه مقارنة بغيره من الأسواق، فإن الصعوبات التي تواجه السوق الرئيسي تكون نفسها الصعوبات التي تواجه السوق الجزئي، مع الأخذ بعين الاعتبار معوقات أخرى ترتبط بنشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن النشاط الاقتصادي ككل.

سيتم في ما يلي إدراج أهمية المعوقات وكذا اقتراح مجموعة من الحلول والتي تعتبر تحديات أمام الدولة الجزائرية لتفعيل السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### 1-1- المعوقات التي تعترض فعالية سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لا بد من تشخيص المشاكل والعقبات التي تحول دون فعالية السوق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك حتى يتسنى لنا اقتراح الحلول التي من شأنها أن تساهم في تفعيله، وعموما يواجه هذا الأخير مجموعة من العراقيل أهمها:

أ/ معوقات اقتصادية

تتعلق بالنظام الاقتصادي عامة والنظام المالي خاصة، ويمكن توضيحها في ما يلي:<sup>1</sup>

❖ **سيطرة القطاع العام:** لقد تم ربط الخوصصة بتطور البورصة ذلك أن البورصة في الأصل يعبر عنها بمعبد الرأسمالية والمبادرة الخاصة إذ أن القطاع الخاص يمتلك روح المبادرة للاستثمار في القيم المنقولة دون قيود أو حواجز من طرف الدولة لكن ما يميز الفكر الاقتصادي الجزائري إن الدولة هي المبادرة بالاستثمار وتهميش مبادرات القطاع الخاص.

❖ **مشكلة السوق الموازية:** أول شرط لدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبورصة هو الشفافية والإفصاح، لكن أمام طغيان الاقتصاد غير منظم لا يمكن لأصحاب هذه المؤسسات التوجه إلى السوق المنظم.

❖ **انخفاض معدلات الادخار:** يعود ذلك إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة إلى الاستثمار، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

❖ **ضعف الجهاز الإنتاجي:** ضعف نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتدني مستويات أدائها وكذا افتقار مسيريتها للمهارات الإدارية يثير الشكوك حول شراء أسهمها في السوق المالي، حيث أن المردودية تعتبر شرط أساسي لجذب المدخرات المالية.

ب/ معوقات اجتماعية، ثقافية، دينية<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حسين عثمان وسعاد شعبانية، النظام المالي المحاسبي، بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول، المنعقد يومي، بسكرة، 2012، ص 15.

لا تقل المعوقات الاجتماعية خطورة عن المعوقات الاقتصادية وأهمها انعدام الثقافة البورصة لرجال الأعمال وضعف ثقتهم في بورصة الجزائر، إضافة إلى انعدام ثقافة الاستثمار المالي لدى الأفراد الجزائريين وتفضيلهم إلى السيولة والأصول الملموسة وكذا عزوفهم عن المخاطرة، أما من الناحية الدينية هنالك مشكلة أخرى حيث يحرص المستثمرون في المجتمع الجزائري المسلم على المعاملات الحلال والبعيدة عن الربا وما شابه.

## 1-2- أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة

انطلاقاً من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية وكون أن مشكل التمويل يعتبر من أكبر العوائق التي تهددها، فإن عملية دخول هذه المؤسسات إلى البورصة لها إيجابيات سواء على المستوى الكمي أو الجزئي، وذلك بهدف توفير تمويل مختلف وغير تقليدي لها كي تكون قادرة على المنافسة وإتاحة الفرص أمامها للتوسع والنمو، ونظراً لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإن هذه البورصة يجب أن تكون بها شروط وقيود تتناسب وخصوصياتها.

كشفت العديد من الدراسات على صعوبة حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على القروض من البنوك وهذا بسبب قلّة الضمانات، ونظراً لعدم استيفاء هذه المؤسسات شروط الدخول إلى البورصة الرئيسية كان من الضروري إنشاء أسواق مالية تتناسب وشروطها وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تحقق هذه البورصة عدة مزايا سواء على مستوى الاقتصاد الكلي أو على مستوى الاقتصاد الجزئي.

### ➤ المزايا على مستوى الاقتصاد الكلي:<sup>2</sup>

- دمج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعمل بصورة غير رسمية في منظومة الاقتصاد الرسمي.
- دعم وتطوير القطاعات الواعدة التي تتمتع بمزايا نسبية وتحتاج لدعم فني وتمويلي مثل قطاعات تكنولوجيا المعلومات، الغزل والنسيج.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 95.

<sup>2</sup> الأسرج حسين عبد المطلب، ديسمبر 2008، دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، ورقة عمل رقم 12364، ص 11، منشورة على الموقع الإلكتروني:

- تفعيل آليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، هذا السوق سيوفر قاعدة بيانات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جميع القطاعات الاقتصادية، وهو ما يمثل فرصة لرأس مال المخاطر الذي يرغب في الاستثمار في هذه الشركات ومعرفة إمكانياتها وأوضاعها المالية، كما تمثل هذه البورصة فرصة للشركات للحصول على تمويل لأنها تعاني من الحصول على قروض بنكية لصغر حجمها ويمثل قيدها في البورصة المقترحة فرصة للحصول على التمويل والنمو والتوسع.
- إن هذه البورصة تساهم في تنوع المنتجات للأوراق المالية وتساعد في تفعيل الشفافية في هذه المرحلة التي تحتل فيها المؤسسات الصغيرة أهمية كبيرة لما نفسه من حلول اقتصادية لمشكلات البطالة وهو ما يؤكد أن مثل هذه البورصة تساعد على فتح مجالات استثمارية جديدة وحوافز إضافية لجذب مزيد من المستثمرين لتلبية متطلبات هذه المرحلة.
- تؤثر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل إيجابي في ضخ السيولة النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق من حالة الركود إلى حالة الرواج الاقتصادي.

### ➤ المزايا على مستوى الاقتصاد الجزئي "المؤسسات":<sup>1</sup>

- إتاحة الفرصة لتوفير التمويل اللازم في النشاط بعيدا عن صعوبات التمويل المصرفي.
- تنتج فرصة كبيرة لأصحاب المشروعات الصغيرة من الشباب وصغار المستثمرين في التوسع في مشروعاتهم.
- يساعد قيد المؤسسة في البورصة على تقوية وضعها التفاوضي عند الاقتراض.
- تساهم في إغراء أصحاب الأعمال غير الرسمية للعمل ضمن الاقتصاد الشرعي مادامت هناك استفادة قائمة لهم.
- توفير فرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء يسمح بنقل وتحسين الخبرات الفنية والتكنولوجية والإدارية.
- توفير إمكانية حدوث عمليات اندماج مع شركات أخرى يهدف خلق كيانات أكبر وأكثر تنافسية أو أن يتم الاستحواذ عليها من قبل شركات أكبر.
- تحديد قيمة عادلة للشركة من خلال القيمة السوقية لأسهم الشركة في البورصة.
- الالتزامات التي تتحملها الشركة بسبب القيد في البورصة ترفع من كفاءة الإدارة المالية والتنظيمية للشركة.

### المبحث الثالث: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة

عانت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 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

<sup>1</sup> الأسرج حسين عبد المطلب، ديسمبر 2008، دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، ورقة عمل رقم 12364، ص 11-12، منشورة على الموقع الإلكتروني:

بالغرض خاصة وأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير قادرة على تقديم ضمانات كافية من أجل الحصول على هذه القروض في ظل محدودية أصولها، 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 إيمانا بالدور الفعال الذي باتت تكتسبه الحياة الاقتصادية لمختلف الدول.

### المطلب الأول: تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>1</sup>

يمكن تعريفها على أنها تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأخذة نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمويل المشروعات الكبيرة والضخمة. أو هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على لمشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها.

### المطلب الثاني: تجارب بعض الدول في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى الأسواق المالية البديلة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتعرف على بعض التجارب العالمية والعربية.

#### 1- التجارب العالمية

هناك العديد من التجارب العالمية الناجحة لبورصات المنشآت الصغيرة والمتوسطة على مستوى العالم والتي ازداد الاهتمام بها مؤخراً وأصبحت تستقطب اهتمام المستثمرين المحليين والأجانب نتيجة ما تتسم به من سرعة معدلات نمو وربحية الشركات المدرجة بها وتنوع أنشطتها واندماجها في سلاسل القيمة العالمية، وذلك على النحو التالي:

#### 1-1- منصة بورصة لندن للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في بريطانيا<sup>2</sup>

تم إنشاء هذه البورصة في عام 1995، وتعتبر السوق الأكثر نجاحاً على مستوى العالم في حشد التمويل للمنشآت الصغيرة والمتوسطة نجحت السوق مؤخراً في توفير التمويل لنحو 3500 منشأة صغيرة ومتوسطة بنهاية عام 2019 بإجمالي تمويل بلغ ما يفوق 98 مليار جنيه إسترليني، موجهها 60 في المائة من هذا المبلغ إلى تمويل الإصدارات الجديدة.

#### 1-2- بورصة المشروعات الصغيرة في كوريا "كونيكس"<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل مشروعات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص10.

<sup>2</sup> AIM - London Stock Exchange.

<sup>3</sup> Konex, (2020). Available at: <http://koreanlii.or.kr/w/index.php/KONEX?ckattempt=3>

أنشأت في عام 2013، بهدف إدراج أسهم المنشآت الصغيرة والمتوسطة وفق قواعد صارمة للإدراج لحماية حقوق المستثمرين وتأهيل هذه الشركات بشكل تدريجي للإدراج في السوق الرئيسي.

لابد من استيفاء الشركات المؤهلة للإدراج للشروط التالية:

❖ الوفاء بأحد الشروط المالية التي تتمثل (امتلاك رأس مال مدفوع لا يقل عن 500 مليون يوان، تحقيق إجمالي

مبيعات سنوية تبلغ مليار يوان أو أكثر) وتحقيق أرباح سنوية تقل عن 300 مليون يوان.

❖ تأكيد الملاءة المالية للشركة من قبل مدقق حسابات معتمد واعتماد مستشار للإدراج بهدف تقديم النصح

والمشورة للشركة بهذا الصدد.

❖ عدم وجود أية أمور ترتبط بأعمال الشركة وتؤثر على المصلحة العامة أو حماية حقوق المستثمرين، بشكل عام،

عادة ما يستغرق إدراج المنشآت الصغيرة والمتوسطة 15 يوما منذ تبسيط عملية الإدراج الجديدة، مقارنة بحوالي 100

يوما في حالة الإدراج في المؤشر الرئيسي.

❖ تلزم السوق الشركات الراغبة في الإدراج بتعيين مستشار لغرض تسهيل عملية الإدراج والحفاظ على سلامة

السوق وتعزيز حماية المستثمرين من بين إحدى عشرة شركة أوراق مالية تقوم حاليا بهذا الدور من خلال تقديم الخدمات

التالية: للمنشآت الصغيرة والمتوسطة.

❖ تقديم المشورة بشأن الامتثال لقانون أسواق رأس المال واللوائح ذات الصلة.

❖ إجراء الترتيب الخاصة بالإفصاح وفق القوانين ذات الصلة تقديم أي بيانات أو معلومات ضرورية بشأن أعمال

هذه الشركات.

❖ تقييم مدى ملاءة وأهلية الشركات لاندرج في السوق.

❖ اتخاذ قرار بالبقاء أو خروج الشركات المسعرة.

❖ عقد اجتماعين أو أكثر لمستثمري هذه الشركات وتقديم تقارير عن الوضع الراهن.

يشار إلى أن الشركات المدرجة في هذه السوق تخضع لمعايير ملائمة للإفصاح حيث يتعين عليها الإفصاح عن نحو

29 بنداً مالياً مقارنة بنحو 64 بنداً مالياً للشركات المدرجة في السوق الرئيسي.

### 1-3- بورصة المشروعات الصغيرة في إيطاليا

أنشأت عام 2001، وهذه البورصة معقدة كثيراً من حيث قواعد تنظيم وإدراج المشروعات الصغيرة والمتوسطة

بدرجة أكثر من المشروعات التي تعمل في الأسواق الرئيسية وذلك بهدف توفير المزيد من الحماية للمستثمرين. وتضم

السوق حوالي مؤسسة 76 مدرجة بها، وتبلغ قيمة التداول السنوي بها حوالي 30 مليار دولار أمريكي

### 1-4- التجربة الفرنسية "بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ALTERNEXT"

تعد بورصة الفرنسية أبرز نموذج لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة، فمن أجل تدعيم السوق الثانية وإعطائها دفعة جديدة تتماشى والتطورات والأوضاع الراهنة خاصة في السوق الأوروبية والتزاما من المسؤولين المعنيين بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قامت سوق Euronext في ماي 2005 من أجل تسهيل دخول هذه المؤسسات تم إنشاء السوق الفرعية المعروفة باسم ALTERNEX.

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

- التقارير نصف السنوية، حيث لا يشترط أن تكون مدققة.

- الحسابات الختامية المدققة.

- كافة المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة والتي قد تؤثر على سعر أوراقها المالية المصدرة.

لقد أصبحت السوق المالية الفرنسي Euronext والتي تضم أيضا كل من بلجيكا وهولندا والبرتغال، تنقسم

إلى 03 أقسام رئيسية وهي:

➤ Eurolist وتضم ثلاث أصناف من المؤسسات (A.B.C)

➤ ALTERNEX

➤ Le marché libre

منذ عام 2007 نجحت السوق في تمويل نحو 204 طرعا أوليا جديدا لهذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. تتميز هذه البورصة أيضا بنجاحها في استقطاب الشركات العائلية للإدراج في هذه السوق، حيث يبلغ عدد الشركات العائلية المدرجة بها ما يفوق 240 شركة عائلية بإجمالي قيمة سوقية 1.2 مليار يورو، وزيادة محققة في رؤوس أموال هذه الشركات بلغت 10.4 مليار يورو. توفر البورصة كذلك فرص التمويل ليس فقط من خلال إصدارات الأسهم وإنما من خلال إصدارات السندات التي بلغت نحو 12 ألف إصدار عام 2019 من بينها 170 إصدارا من السندات الخضراء.

2- التجارب العربية

1-2- التجربة المصرية: بورصة النيل Nilex<sup>1</sup>

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

تستهدف بورصة النيل دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من كافة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بدون التقيد بصناعة معينة أو حدود جغرافية. بما في ذلك المؤسسات العائلية التي ترغب في التحول إلى شركات مساهمة ذات قاعدة مستثمرين واسعة لمساعدتها على النمو والتوسع وفقا لشروط ميسرة وذات مرونة عالية مقارنة بالسوق الرئيسي. ولحماية حقوق المستثمرين والحفاظ على سلامة السوق فقد تم الإبقاء على شروط الإفصاح المطبقة على الشركات المقيدة بالسوق الرئيسي وخاصة فيما يتعلق بالإخطار عن الأحداث الجوهرية والقرارات الخاصة بالمساهمين، مع إعفائهم من بعض الشروط التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه، حيث يكفي بتقديم القوائم المالية السنوية مراجعة من قبل محاسب قانوني معتمد، والنتائج ربع السنوية ونصف السنوية معتمدة من مجلس إدارة الشركة. وتكون مسؤولية الالتزام بقواعد القيد والإفصاح مشتركة بين الشركة والراعي المعتمد.

بلغ عدد المؤسسات المدرجة ببورصة النيل 19 مؤسسة من أصل 211 مؤسسة بالبورصة المصرية، وبلغت الرسملة السوقية لهذه المؤسسات 1,196 مليار جنيه ما يمثل نسبة 0.25% مقارنة بالرسملة الإجمالية للبورصة المصرية التي بلغت 483,370 مليار جنيه،<sup>2</sup> ويبقى حجم المؤسسات المدرجة ببورصة النيل ضعيفا رغم التسهيلات المتوفرة والشروط الميسرة للإدراج بها، وما زالت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ إلى البنوك كملاذ للتمويل نظرا لحدائثة بورصة النيل وتخوفهم منها.

## أ/ مزايا القيد في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

توفر بورصة النيل مزايا متعددة للشركات المتوسطة والصغيرة لمساعدتها على النمو والتوسع وفقاً لشروط ميسرة وذات مرونة عالية، حيث تتيح بورصة النيل المزايا التالية:

- قواعد قيد أكثر مرونة: توفر قواعد القيد ببورصة النيل شروط ميسرة للقيد مقارنة بالسوق الرئيسي وذلك فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين وعدد الأسهم المطروحة للمستثمرين، بالإضافة إلى التاريخ المالي للشركة.

<sup>1</sup> البورصة المصرية، "بورصة النيل: فرصتك للنمو"، متاح من خلال الرابط:

4- bcc-77d9-82120b15/getdoc/eg.com.egx.www://https 4 .a37c-e06d61715c41/NILEX.aspx

<sup>2</sup> بورصة النيل، consulté le: 04/05/2021 (com.egyptse.nilex.www://https)

- قواعد إفصاح أقل: للتيسير على الشركات المتوسطة والصغيرة فقد تم إعفائهم من بعض شروط الإفصاح التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه، حيث يكفي بتقديم القوائم المالية السنوية مراجعة من قبل محاسب قانوني معتمد، والنتائج ربع السنوية ونصف السنوية معتمدة من مجلس إدارة الشركة. وتكون مسئولية الالتزام بقواعد القيد والإفصاح مشتركة بين الشركة والراع المعتمد.

- قواعد مساعدة وتأهيل الشركات في عملية القيد وطرح الأسهم:

+ وجود مؤسسات استشارية (رعاة معتمدين) يؤهلون الشركات للقيد في البورصة بالتنسيق مع قطاع الشركات المقيدة كما يساعدون في عملية طرح الأسهم للاكتتاب.

+ أيضا يساعد الرعاة المعتمدون الشركات المقيدة على الالتزام بقواعد القيد والإفصاح وإعداد التقارير الدورية.

ب/ شروط أو قواعد القيد في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتميز بورصة النيل بإجراءات وشروط مبسطة وميسرة لتسهيل القيد ومن هذه الشروط:

+ تلتزم الشركة الراغبة في قيد أو طرح أوراقها المالية بالتسجيل المسبق لدى الهيئة العامة للرقابة المالية أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيد المركزي.

+ ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها.

+ أن تقدم الشركة طالبة القيد قوائم مالية لسنتين ماليتين سابقتين علي طلب القيد، وفي حالة عدم إصدار سوى قوائم مالية عن سنة مالية كاملة يجوز تقديمها مع خطة عمل ثلاثية مستقبلية متضمنة النتائج المتوقعة معتمدة من الراعي أو أحد المستشارين الماليين المعتمدين لدى الهيئة مرفقاً بها عدم ممانعة الهيئة على دراسة المستشار المالي المستقل عن القيمة العادلة للسهم من حيث إتباع الأسس والمنهجيات في إعداد هذه الدراسة.

+ ألا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية أو دورية سابقة علي تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع وأن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل.

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

+ لا تقل نسبة احتفاظ المساهمين الرئيسيين بالشركة المطلوب قيدها عن 51% من أسهم رأس مالها وبجد أدنى

25% من إجمالي الأسهم المطلوب قيدها وذلك لمدة لا تقل عن سنتين ماليتين من تاريخ إجراء الطرح، وفي جميع الأحوال يستمر الاحتفاظ بنسبة 25% من أسهم الشركة لسنة مالية تالية.

ج/ قواعد التداول في بورصة النيل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

على الأوراق المالية لتلك الشركات فإن الأحكام المنظمة المعمول بها للتداول في السوق الرئيسي بالبورصة المصرية تسري كلها فيما لم يرد به نص خاص ضمن قواعد التداول الخاصة ببورصة النيل والتي وُضعت في ضوء خصوصية هذا السوق وبالتالي فقد تم إيجاد نموذج للتداول يتوافق مع فلسفة إنشاء البورصة والهدف منها وبمراعاة حجم التداول وعدد المتعاملين المتوقعين وبما يمنع التلاعب وهو نظام التداول بالمزاد الواحد، ومن أهم أحكام التداول ببورصة النيل:

✓ يتم التداول من خلال جلسة مزايمة ويسمح خلالها لشركات السمسرة بإدخال العروض والطلبات وبدون حدود سعرية.

✓ يتم إغلاق جلسة المزايدة عشوائياً في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة.

✓ يمكن لذات شركة السمسرة تسجيل عروض وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقاً للأوامر الصادرة إليها من عملائها.

✓ يحق لشركات السمسرة تعديل أوامرهم أو إلغائها بناء على طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايدة وحتى الإغلاق العشوائي للجلسة بما في ذلك إدخال وتعديل وإلغاء العروض والطلبات أو تعديل الكمية والسعر.

✓ يتم تحديد سعر الإغلاق على أساس السعر الذي يحقق أكبر مستوى من السيولة في سوق الشركات المتوسطة والصغيرة، حيث سيتم اختيار سعر الإغلاق والتنفيذ وفقاً لترتيب المعايير التالية، وفي حال تساوي أكثر من سعر في أي معيار يتم الانتقال إلى المعيار التالي كما يلي:

• السعر الذي يحقق أكبر كمية تنفيذ.

• السعر الذي يبقى أقل كمية غير منفذة في السوق وكانت قابلة للتنفيذ.

• متوسط السعيرين.

## 2-2- التجربة القطرية "سوق الشركات الناشئة"

تتمثل أهمية السوق الرئيسية القائمة حالياً في بورصة قطر من خلال الدور البارز الذي يؤديه والذي تعتمد عليه المؤسسات القطرية الرائدة منذ تأسيس البورصة في عام 1997، وقد تم إنشاء هذه السوق لتلبية احتياجات المؤسسات التي تملك سجلاً مرموقاً وحافلاً بالأعمال والتي تضم فرقاً إدارية من ذوي الخبرة والتي ترغب في الاستفادة من المزايا التي تتمتع بها شركات المساهمة العامة، كما أنها تملك الموارد والخبرات اللازمة التي تمكنها من تلبية متطلبات الإفصاح وقوانين الإدراج، من الخطوات الهامة في إطار جهود التطوير المستمر للبورصة القطرية، قامت بورصة قطر بتأسيس سوق الشركات الناشئة (QE Venture Market) الذي يخدم نمو المؤسسات المتوسطة والصغيرة ذات الحد الأدنى من سجلات الأداء ومستوى أعلى من المخاطر.

ولكنها تدرج في خانة المؤسسات في طور النمو والتي تحتاج للحصول على رأس المال المطلوب من أجل عملية الإدراج في سوق أصغر من سوق الأسهم العادي، وتمكينها من الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها وتوسيع أنشطة أعمالها بطريقة أكثر يسرا وسهولة وكفاءة، وبشروط إدراج ميسرة إذا تمت مقارنتها بالسوق الرئيسية، حيث أن عملية الإدراج في سوق المؤسسات الناشئة تناسب الشركات الفردية الصغيرة التي تملك قدرات محدودة على تلبية متطلبات الإفصاح وحوكمة الشركات المطلوبة من شركات السوق الرئيسي، وفي الوقت نفسه تتيح للمستثمرين أفراد ومؤسسات محلية ودولية فرص جديدة لشراء الأسهم وتداولها في عدد متنام من الشركات.

كما أنهما ستكون مكاناً حيث يمكن للمؤسسات المهمة من دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أن تجذب رأس المال الضروري للاستفادة من الفرص العديدة المتوفرة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المنطقة، تمثل الخطوة الأولى في عملية الإدراج في القيام بعملية مراجعة أولية للمتطلبات التي يجب أن توفرها الشركة حتى تصبح شركة مدرجة، ويجب على الشركات التي تقدم طلب الإدراج أن تستوفي عدد من المتطلبات التي تحددها اللوائح والقوانين المنظمة لهذه السوق.

إذ يجب على الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة الامتثال لمتطلبات معينة فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح المالي، حيث ينبغي على الشركات المدرجة أن تفصح عن المعلومات التي يحتمل أن يكون لها أثر مباشر على أسعار أوراقها المالية أو على القرارات الاستثمارية للمساهمين أو على مصالحهم ومن بين هذه المتطلبات، على الشركات المدرجة تقديم التقارير المالية السنوية مدققة من قبل محاسبين مستقلين خلال 90 يوماً من نهاية الفترة المالية، وتقديم تقارير مالية نصف سنوية خلال 45 يوماً من نهاية الفترة المالية، والإعلان المباشر للسوق عن المعلومات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وتستفيد الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة من نفس الضمانات التنظيمية المتوفرة ضمن شركات السوق الرئيسية. على أن يتم تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الشركات الناشئة على نفس منصة التداول العالمية.

وتتوج الشركات في سوق الشركات الناشئة بالترقية إلى السوق الرئيسية بعد أن تقوم بتنمية وتطوير سجل الأداء المناسب لذلك.<sup>1</sup>

### 2-3- التجربة التونسية: السوق البديلة le marché alternative

في إطار البرنامج المستقبلي لتونس الغد والخاص بالإصلاحات المالية والذي تضمن مجموعة من الإجراءات المتكاملة الرامية إلى تسهيل الدخول إلى البورصة وضممان الاستثمار فيها، دخلت السوق البديلة حيز العمل في أول نوفمبر 2007 كإحدى الآليات التي وضعتها الدولة لتنشيط السوق المالية والرفع من مساهمتها في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد، حيث

<sup>1</sup> سوق الشركات الناشئة، 10/05/2021، www.qe.com.qa/qeventuremarket

تمثل رسملة البورصة 16% من الناتج المحلي الخام التونسي<sup>1</sup>، ومن شأن هذه الخطوة، أي إنشاء السوق البديلة أن تمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دخول السوق المالية في ظل عدم قدرتها على الاستجابة للاشتراطات النظامية للدخول في السوق الرئيسية للبورصة، كما أن هذه السوق البديلة موجهة كذلك إلى المشاريع الكبرى التي تنوي الانفتاح على الجمهور منذ انطلاقتها. وفي إطار العمل على ضمان نجاح هذه السوق تم العمل على إدراج قائمة بأكثر من 50 مؤسسة تم تحضيرها لدخول السوق البديلة كأول تجربة.<sup>2</sup>

هناك مجموعة الشروط التي ينبغي توفرها في الشركات التي تريد الإدراج في السوق البديلة، منها ما هو مشترك مع السوق الرئيسية، ومنها ما تختص به السوق البديلة فقط. فيما يخص الشروط المشتركة بين السوق الرئيسية والبديلة يجب:<sup>3</sup>

- نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليهما.
  - توزيع نسبة لا تقل عن 10% من رأس مال الشركة على العموم، ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.
  - تقديم تقرير في قيم أصول الشركة.
  - توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف.
  - تقديرات أنشطة الشركة لمدة 5 سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات.
  - نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.
- والمؤسسات المدرجة بالسوق البديلة ملزمة بنشر القوائم المالية السنوية ونصف السنوية ومؤشرات ثلاثية للنشاط في آجال محددة، ونشر آني لكل المعلومات التي من شأنها أن تؤثر بصفة ملموسة في سعر السهم ومن شأن المؤسسات المدرجة في السوق البديلة للاستفادة من امتيازات ضريبية تتمثل في التخفيض في نسبة الضريبة على أرباح الشركات بنسبة تصل إلى 20% لمدة خمس 5 سنوات. شريطة فتح رأس المال على العموم بنسبة لا تقل عن 30%<sup>4</sup> ويتضمن نجاح مسار أسهم الشركة خلال فترة إدراجها بالسوق البديلة تحويلها إلى السوق الرئيسية، ويمثل ذلك تنويعاً يزيد من تدعيم صورة الشركة وسمعتها ويفتح لها الأبواب أمام تحقيق طموحاتها في النمو والتطور عبر التمويل المباشر من السوق المالية.

<sup>1</sup> Mohamed Agerbi. Le financement des pme en Tunisie, ministère de l'industrie de l'énergie et de pme de Tunisie. www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt,15/05/2021

<sup>2</sup> Maher Zouani, mécanisme de financement de l'entreprise en Tunisie, atelier sur la stratégie de compétitive, ministère des finances tunisien. www.oecd.org/dataoecd03/03/40565586.pdf 15.05.2021

<sup>3</sup> Le marché alternatif, www.bvmt.com.tn/alternatif, 15.05.2021

<sup>4</sup> Maher zouari.opcit.

لكن تبقى النتائج التي حققتها السوق البديلة في بورصة تونس التي تترقي إلى مستوى الأهداف المرسومة لها كمصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فرغم مرور سبع سنوات على إحداثها لا تضم السوق البديلة اليوم سوى تسعة مؤسسات من أصل 71 مؤسسة مدرجة بالبورصة التونسية، كما تبلغ الرسمة السوقية لهذه السوق 804 مليون دينار مقارنة بـ 14.093 مليار دينار إجمالي المؤسسات المدرجة بالبورصة الرئيسية، أي أنها لا تمثل سوى 5.7% من إجمالي القيمة السوقية<sup>1</sup>. ويعود سبب الأداء المتواضع للسوق إلى عدم إقبال أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على هذه السوق ولجوتهم إلى مصادر التمويل التقليدية على غرار البنوك وشركات ذات رأس مال تنمية. ولتطوير هذه السوق يجب القيام بمزيد من التحسيس لأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمزاياها في توفير تمويلات طويلة الأجل، والدعوة إلى ضرورة إعادة النظر في النظام التمويلي الحالي وتحقيق التكامل بين مختلف أطرافه وخاصة شركات الاستثمار ذات رأسمال تنمية التي يمكن أن تضطلع بدور هام في حفز المؤسسات على الإدراج في البورصة.

#### 2-4- التجربة الجزائرية

سمح التنظيم الجديد لبورصة الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى البورصة للحصول على التمويل اللازم لعملياتها من خلال استحداث قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، شريطة الحصول على الرعاية يتولى وظيفة المرافق المتعهد بالترقية في البورصة، من قبل شركات أو هيئات معترف بها من طرف البورصة، وعلى رأس هيئات الرعاية توجد البنوك والمؤسسات المالية أو شركات مختصة في الخدمات المالية أو الوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة. وتعتبر مرافق البورصة فاعل أساسي بالنسبة للمؤسسة، والمؤسسة التي لا تتوفر على مرافق غير مؤهلة لدخول البورصة، حيث أن شروط دخول البورصة التي تم تحديدها عند إنشاء البورصة كانت موجهة إلى فئة المؤسسات الكبيرة، والتي تعتبر صارمة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تفتقر لإمكانات المالية والخبرة الضرورية لتلبية كل هذه الشروط لتكون مسعرة في السوق. وإنشاء قسم مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح هذه المؤسسات الكثير من المزايا:

- ❖ التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي.
- ❖ الحصول على موارد ثابتة يتم تخصيصها لتمويل الأصول طويلة الأجل في الميزانية.
- ❖ دخول مبسط وبأقل التكاليف إلى البورصة.
- ❖ فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الأسهم الاستثماري.
- ❖ ضمان بقائها وديمومتها عن طريق تحويل السندات.

<sup>1</sup> La source de Tunisie, [www.bvnt.com](http://www.bvnt.com) archive 2014 bull 201404.zip 04.05.2014.

- ❖ يشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في دخول البورصة في إطار الترتيبات الجديدة التي يتضمنها النظام العام المعدل ما يلي:
  - أن تكون قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين مع إلغاء شروط الاستفادة والرأسمال الأدنى.
  - أن تقوم بفتح رأسمالها في مستوى أدناه 10 % في أجل أقصاه يوم دخولها، ويمكن أن يتم ذلك من خلال رفع رأس المال أو من خلال العرض العلني للبيع أو من خلال التوظيف الذي يسبق التسعير.
  - توزيع سنداها إما على خمسين مساهما وإما على ثلاثة مستثمرين من المؤسسات يمثلون على الأقل نسبة 10 % من الرأسمال.
  - تعيين "متعهد بالترقية في البورصة" تتمثل مهمته في تقديم المشورة للشركات ومرافقتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية.
- تتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يُدعى المتعهد بالترقية في البورصة والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق، ويتعلق الأمر بمعامل جديد في الساحة المالية الجزائرية تتمثل مهمته في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها على مستوى بورصة الجزائر. يختلف وضعه القانوني عن وضع الوسيط في عمليات البورصة الذي تعتمده لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة عدد معين من النشاطات "التداول، التوظيف، المقابلة، تسيير المحفظة"، أما المتعهد بالترقية فيتميز بما يلي:
  - ❖ يعتبر شريكا ماليا وقانونيا حقيقيا للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل، إذ يرافق المؤسسة في التحضير لتسعيورها في البورصة وتقديم المساعدة لها خلال مسارها في البورصة.
  - ❖ يتصرف كمقدم للخدمات العالمية في مجال التحليل والاستشارة وتدقيق الحسابات وفي المجال القانوني والمالية، وهو مختص في العمليات المتعلقة بالأصول طويلة الأجل.
  - ❖ يعتبر وجوده إلزاميا بالنسبة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة المسعرة في بورصة الجزائر. وهو يساهم في احترام المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التزاماتها بالشفافية تجاه السوق؛ ويقوم بمراقبتها في تنفيذ التزاماتها.
  - ❖ نشاط المتعهد بالترقية في البورصة من شأنه أن يعزز ثقة المستثمرين إذ يقوم أيضا بترقية السندات خارج البورصة، على مدى طول مسار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة.
  - ❖ يمكن أن يكون المتعهد بالترقية في البورصة بنكا أو مؤسسة مالية أو وسيطا في عمليات البورصة أو شركات تحليل واستشارات مالية وقانونية.

يتعين على شركات الاستشارات والتحليل الراغبة في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر أن يتم تعريفها والاعتراف بها وتسجيلها ضمن قائمة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على أساس خبرة هذه الشركات في مجال تمويل المؤسسات. ويتم تحديد العالقات التي تحكم المتعهد الذي تختاره المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وهذه المؤسسة بموجب اتفاقية ت طبقا للنموذج الذي تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإعداده. ويمكن أن ينقض أحد الطرفين هذه الاتفاقية، وفي هذه الحالة، يمكن أن تغير المؤسسة المتعهد بالترقية في البورصة بعد إعلام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والحصول على موافقتها. 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. وإذا ما حصل انقطاع لمسار المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في البورصة فإن المتعهد بالترقية في البورصة يمكن أن يتحمل مسؤولية ذلك ويمكن شطب اسمه من القائمة على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

بقصد الاستفادة من تجارب الدول المذكورة سابقا، استدعى الأمر من السلطات الجزائرية دراسة إمكانية إنشاء سوق مالي يتناسب وخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهو ما تجسد فعليا عند إنشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة، التي ترجع إلى سنة 2012. بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup> رقم 01-12 السابق ذكره المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03. ويمكن لهذا السوق أن يوفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال.

في هذا الإطار تم إدخال تعديلات على القانون العام للبورصة بغية استقطاب عدد أكبر من المتعاملين إليها، حيث تقوم السياسة الجديدة لتطوير البورصة على تعزيز مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستثمرة، لأن السوق تحتاج إلى تنوع واندماج عن طريق هذا النوع من المؤسسات كون الخطة الجديدة تسمح برفع أموال وتمويل عمليات المؤسسات عن طريق البورصة ولهذا تم إنشاء قسم خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع وفيما يلي بعض الاقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر.

<sup>1</sup> شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المتاح عبر الموقع الإلكتروني [www.sgbv.com](http://www.sgbv.com)، تاريخ الاطلاع 11.05.2021.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، عمر عبد سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 2006، ص 08-09.

## 1- تطوير حجم السوق

تطلب عملية تجاوز مشكلة ضيق النطاق التي تتسم المزيد من الجهود لتنشيط العرض وتحفيز الطلب.

## 1-1- تنشيط العرض

ويتم من خلال تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم: حيث يستلزم ذلك القيام بمجموعة من الإجراءات الدعم طرح المزيد من إصدارات الأسهم ومن المهم تلافي أوجه القصور في عمليات الطرح السابقة مثل: التركيز القطاعي للشركات المصدرة للأوراق المالية، ونقص كفاءة التسعير.

ومن هذه الإجراءات توسيع عمليات الخصخصة واستكمال ما بدأ منها حيث يضمن ذلك طرح المزيد من الأوراق المالية وينشط البورصة ويساهم بتوسيع قاعدة الملكية ويخفض من درجة التركيز القطاعي، مع الأخذ بعين الاعتبار أهمية التقييم الكفء في تسعير الأوراق المالية لهذه الشركات لدعم استقرار السوق بعد عملية الطرح للاكتتاب.<sup>1</sup>

## 1-2- تحفيز جانب الطلب

ويتم هذا من خلال دعم توجه الأفراد للادخار والاستثمار من خلال تعزيز جهود التوعية ضمن خطط إعلامية وتربوية تهدف للتعريف بالفرص المتاحة للاستثمار وزيادة العوائد المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية من خلال:

- الحفاظ على الاستقرار النقدي في حدود ملائمة للحد من التضخم خاصة أن التضخم سيؤدي إلى رفع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات، وكذا تشجيع الشركات المدرجة بالبورصة على توزيع نسب ملائمة من أرباحها الأمر الذي يساعد بشكل كبير في جذب شريحة واسعة من المواطنين الساعين للرفع من مستواهم المعيشي.

- تخفيض الضرائب المفروضة على عوائد الأوراق المالية إن وجدت.

- تقليل مخاطر الاستثمار المالي والتكاليف الضمنية في التعاملات بالأوراق المالية من خلال إيجاد نظم تأمين على محافظ الأوراق المالية ونشر البيانات و المعلومات الكافية عن المراكز.

## 2- الرفع من سيولة السوق

من خلال تيسير للمستثمرين عملية الحصول على قروض بضمان الأوراق المالية وحث الشركات على القيام بإصدارات بقيم اسمية منخفضة توجه لصغار المدخرين ما يضمن لهم توزيع مدخراتهم وتقليل المخاطر:

- التوسع في إنشاء صناديق الاستثمار الموجهة لحشد مدخرات صغار المدخرين.

<sup>1</sup> بن دحمان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013، ص 109.

3- مقترحات تنظيمية رقابية<sup>1</sup>

- حث الجهات المشرفة على البورصات العربية للعمل على التطوير المستمر للقوانين والأحكام والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل البورصات، وتعزيز عملية الفصل بين الدور الرقابي والدور التنفيذي في البورصات العربية.
- تعزيز المنظومة الإجرائية لمكافحة عمليات الغش والتلاعب في تداول الأوراق المالية داخل البورصات والعمل على تخفيض تكاليف التداول بها ما أمكن.

<sup>1</sup> عاطف علاوة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس حول المؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، المنعقد يومي 18/19 نوفمبر، 2011، ص 10.

## خاتمة الفصل

تعتبر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصدر تمويلي جيد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لما يوفره من مزايا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما يمكن له أن ينهي مشاكل التمويل البنكي التي تعاني منها هذه المؤسسات باعتباره مكمل لهذا النوع من التمويل.

يعتبر ظهور السوق المالية البديلة الجزائرية كأسلوب من أساليب التمويل الحديثة يعد من الضروريات اللازمة والملحة لنمو اقتصادي ومالي متوازن، والذي ارتبط أساسا بزيادة الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في التوسع والنمو، وذلك بهدف تقريب السوق المالية من هذه المؤسسات التي لا يمكنها الالتحاق بالسوق الرسمية بسبب عدم استيفائها للشروط المعسرة والإجراءات الطويلة والمكلفة اللازمة للالتحاق بها والتي يصعب عليها استيفائها. وعلى ضوء المشاكل والصعوبات التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، إلا أن الدولة بذلت مجهودات كبيرة في إنعاش هذه المؤسسات ، كما عملت على تفعيل دور هذه السوق في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق وتشجيع الأخرى على الإدراج فيها من أجل الاستفادة من مزايا التمويل .

الختامة

تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لها أهمية كبيرة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، فهي تساهم بشكل كبير في إيجاد فرص عمل جديدة والتقليل من البطالة والفقر، بالإضافة إلى تأثيرها الفعال في تحسين مستوى المؤشرات الاقتصادية الكلية كزيادة معدلات الاستثمار، والرفع في القيمة المضافة والنتائج الداخلي الخام.

وبالرغم من هذه المزايا التي تحققها هذه المؤسسات إلا أنها لا تزال تعاني في وقتنا الراهن العديد من المشاكل والصعوبات التي تعترض طريقها إلى النمو والتطور، ومن أهم هذه المشاكل مشكل التمويل حيث أن هذه المؤسسات لا تكف مواردها الذاتية لتمويل احتياجاتها وفي العادة فهي تلجأ إلى البنوك للحصول على التمويل إلا أنها لا تحصل عليه في الأغلب بسبب نقص الضمانات وارتفاع التكلفة التمويلية وضعف الوضعية المالية لهذه المؤسسات. وفي ظل هذه الصعوبات ظهرت بدائل تمويل أخرى متاحة لهذه المؤسسات وهي: الائتمان التجاري، وعقد تحويل الفاتورة، التمويل الإسلامي والتمويل عن طريق رأس مال المخاطر. والتي تعتبر ذات مزايا عديدة بالمقارنة مع مصادر التمويل التقليدية المتاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي يجب الاستفادة من هذه المزايا لتمويل هذه المؤسسات خاصة في الدول النامية التي لا يزال فيها هذا النوع من المؤسسات يركز على البنوك التجارية في الحصول على التمويل.

وكمحاولة لتدليل هذه الصعوبات والمشاكل التي تعترض نمو وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد ظهر أسلوب جديد يطلق عليه بالسوق المالية الثانية أو السوق البديلة أو بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فتسمية هذه السوق تختلف من دولة إلى أخرى، ويتم في هذه السوق طرح أسهم هذه المؤسسات للاكتتاب فيها من طرف الجمهور. و يعتبر هذا الأسلوب التمويلي منافسا لمصادر التمويل الأخرى في كثير من بلدان العالم، وذلك لما يتوفر عليه من مزايا كثيرة لهذا النوع من المؤسسات وخاصة منها توفير مصادر تمويلية إضافية تتلاءم واحتياجات هذه المؤسسات، وتطابقها مع خصائصها مما يجعل هذا الأسلوب فعال في حل إشكالية تمويلها، بالإضافة إلى هذا فالسوق المالية الثانية تلعب دورا مهما في الاقتصاد الوطني ككل من خلال جمع مدخرات القطاع العائلي وتوفيره للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة وإلى وحدات العجز في الاقتصاد بصفة عامة.

لقد قامت الدولة الجزائرية بإنشاء سوق مالي مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، غير أن هذا السوق منذ إنشائه الرسمي سنة 2012 لم يشهد أي انضمام أي مؤسسة صغيرة أو متوسطة، وهذا راجع إلى انعدام الثقافة المالية للمتعاملين الاقتصاديين الجزائريين .

أثبت التمويل المصرفي محدوديته في تلبية احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من التمويل وخاصة التمويل طويل الأجل، حيث انه بالرغم من تعدد أنواع التمويلات التي تمنحها البنوك إلا أنها لم تنجح في تنويعها في الأجل الطويل، وهو ما يشكل تأكيد الفرضية الأولى.

لقد تم إظهار دور بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحياة الاقتصادية وقدرها على إقناع مسيري تلك المؤسسات للتوجه إلى الأسواق المالية، هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

بالرغم من أن الدولة الجزائرية خطت خطوة نحو النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من خلال إنشائها إلى سوق ثانية، إلا أن هذه الأخيرة منذ إنشائها إلى يومنا هذا لم تشهد أي إدراج لأي مؤسسة وهذا لغياب الثقافة المالية للاقتصاديين، الأمر الذي يقودنا إلى نفي الفرضية الثالثة.

أثبتت السوق المالية الثانية مدى نجاعتها في توفير تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لما تتمتع به هذه الطريقة المبتكرة من مزايا وخصوصيات، وهو تأكيد للفرضية الرابعة.

#### ❖ نتائج الدراسة

- يعتبر إنشاء السوق المالية البديلة خطوة أساسية لتطوير وعصرنة السوق المالية من خلال فتح المجال أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمثل الغالبية من حيث عدد المؤسسات في الاقتصاد.
- من شروط نجاح الأسواق المالية البديلة تخفيض الرسوم و الأعباء المتعلقة بالاكنتاب العام والتداول في هذه السوق.
- تعد سوق الأوراق المالية من بين ركائز الاقتصاد الوطني نسبة إلى الملاقاة ما بين الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.
- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشاكل تمويلية عديدة تعيق نموها و تطورها.
- فتح بورصة الجزائر لوعاء خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من شأنه أن يعطي حلوًا أكثر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل التغلب على مشاكلها التمويلية.
- إنشاء أسواق مالية جهوية يشجع أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للانضمام إليها.

## ❖ التوصيات والاقتراحات

هذه الاقتراحات تخص أكثر شيء الجزائر باعتبار بورصة القيم المنقولة على مستواها تعاني من ضعف كبير في

النشاط:

- جعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين الخواص من خلال تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق صناديق الاستثمار.

- تشجيع المستثمرين الخواص بتوفير الحاضنات.

- إعداد قانون كامل للمتعهد بالترقية في البورصة.

- توفير تكنولوجيا المعلومات الحديثة لجلب المدخرات من الخواص.

- إعادة النظر في النظام التمويلي الحالي والبحث عن تحقيق التكامل بين مختلف أطرافه.

- القيام بتدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة.

- إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث تتناسب شروطها وخصوصية تلك المؤسسات.

### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### 1- الكتب

- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، 1997.
- السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1978-1981، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001.
- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي- الإدارة المالية-، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2011.
- أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية (دراسة مقارنة: تركيا- كوريا الجنوبية- مصر)، الدار الجامعية:الإسكندرية، مصر، 2005/2004.
- أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- أنطوان الناشف و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ط 2، 2000.
- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- حاتم الربيعي، ميثاق الفتلاوي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، مبادلات)، دار اليازوري، عمان، الطبعة 1، 2011.
- حبش محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة تطبيقات عملية، الطبقة الاولى، عمان، 1998.
- حسني خويوش وعبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، 1998.
- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994.
- سليم جابو، تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية-، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.

## قائمة المراجع

- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي " دراسة تحليلية نقدية"، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001.
- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية (الأهداف، الأهمية، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- طاهر محسن منصور الغالبي، إدارة وإستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- عادل عبد المهدي وحسن المرندى، المؤسسة الاقتصادية، دار ابن خلدون، لبنان، 1980.
- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية -بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها-، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2008.
- عبد السلام أبو قحف وآخرون، إدارة الأعمال الدولية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2001.
- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1991.
- عبد الغفور عبد السلام وآخرون، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2001.
- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل مشروعات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، اقتصاديات النقود والصرفية والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996.
- عبد النافع زراري وفرج غاري، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2001.
- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
- عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 1، 1996.
- علام سمير، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2001.

## قائمة المراجع

- على السلمي، المفاهيم العصرية الإدارة المنشآت الصغيرة، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 1999.
- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2003.
- عوض الله صفوت عبد السلام، اقتصاديات الصناعة الصغيرة والمتوسطة، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967.
- ماجدة العطية، إدارة المشروعات الصغيرة، دار المسيرة والتوزيع، عمان، 2002.
- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، 2001.
- محمد السعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع؛ الأردن، 2008.
- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وجمال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- محمد هيكل، إدارة المشروعات الصغيرة، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، 2003.
- محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين اختصاص المعالم، منشورات حلبى الحقوقية، بيروت، ط 1، 2004.
- محمود صبح، التحليل المالي والاقتصاد للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- مصطفى رشدي شيخة، اقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 1996.
- مصطفى رشيد شيخة، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996.
- معبد على الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، ج1، مؤسسة البيت، عمان، 1989.
- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994.
- نبيل جواد، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2007.
- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2000.
- وفاء عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- وليد أحمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1993.
- 2- المجالات والدوريات العلمية**
- جبار محفوظ، المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2004.
- حسين رحيم، نظم حاضنات الأعمال كآلية لدعم التجديد التكنولوجي، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، العدد 03، جامعة سطيف، 2004.
- رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 5، قالمة، الجزائر، 2010.
- لشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 34، 17 جوان 2013، جامعة باجي مختار، عنابة.
- محمد الهادي مباركي، المؤسسة المصغرة: المفهوم والدور المرتقب، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 11، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005.
- ناجي بن حسين، آفاق الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 2، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004.
- 3- الأطروحات والمذكرات الأكاديمية**
- اتشي شعيب، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في ظل الشراكة الأورو متوسطية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2005/2004.

- بن دحمان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
- بوهنة كلثوم و اوبختي نصيرة، تقييم الوضعية التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛ دراسة حالة المؤسسات قطاع النسيج بولاية تلمسان، جامعة تلمسان 2015.
- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة مصر، 2002.
- سليم جابو، تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2009.
- عبد الكريم الطيف، واقع وأفاق تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل الإصلاحات الحالية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001.
- لخلف عثمان، دور ومكانة الصناعة الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية -دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1995.
- محفوظ جبار، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها: دراسة حالة حول المؤسسات الصغيرة في ولاية سطيف خلال الفترة 1999-2001، بسكرة، 2003.
- يوسف حميدي، مستقبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل العولمة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007.

#### 4- المؤتمرات والملتقيات العلمية

- بركان دليلة وحاييف شيراز، استراتيجيات تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى حول حاضنات الأعمال كأداة فعالة لدعم و تنمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، دراسة حالة الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ولاية بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، المنعقد يومي 18/19 أفريل، 2012.
- برودي نعيمة، التحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، المنعقد يومي 17/18 أفريل، 2006.
- بريش السعيد، التمويل التأجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، -21 22 نوفمبر 2006.
- بريش السعيد، التمويل التأجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر

## قائمة المراجع

- والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المنعقد يومي 21-22 أكتوبر، 2006.
- بزلز حليلة هدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، مداخلة من الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2009.
- جبار محفوظ، عمر عبد سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، بسكرة، 2006.
- حسين عثمانى وسعاد شعابنية، النظام المالي المحاسبي، بورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول، المنعقد يومي، بسكرة، 2012.
- رحيم حسين، التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية الجزائرية حالة الصناعات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الأول حول تنافسية المؤسسات الاقتصادية وتحولات المحيط، جامعة بسكرة، المنعقد يومي 29/30 أكتوبر، 2002.
- رحيم حسين، دريسي يحي، أهمية إقامة نظام وطني للمعلومات الاقتصادية في دعم وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، الملتقى الدولي الأول حول تنافسية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و تحولات المحيط، جامعة بسكرة، 29-30-2002.
- سليمان ناصر بوداح، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، و التجارية و التسيير حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، المنعقد يومي 23 24 فيفري، غرداية، 2011.
- شعباني سماعيل، ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في العالم، مداخلة مقدمة ضمن الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات، سطيف، المنعقدة يومي 25-28 ماي 2003.
- صالح فلاحي، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، المنعقد من 31 ماي إلى 2 جوان، الجزائر، 2004.
- عاطف علاوة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس حول المؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، المنعقد يومي 18/19 نوفمبر، 2011.
- غالم عبد الله وسبع حنان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مداخلة في الملتقى الوطني في الجزائر، يومي 5/6 ماي 2013، جامعة الوادي، الجزائر.
- قدرى عبد المجيد ودادان عبد الوهاب، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى دولي، بسكرة، 2006.

## قائمة المراجع

- محمد زيدان، ادريس رشيد، الهياكل الجديدة الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، المنعقد يومي 18/17 أفريل، 2006.

- محمد زيدان، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، المنعقد يومي 22-21 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.

- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في الجلسات الوطنية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 14-15/01/2004، قصر الأمم، نادي الصنوبر، الجزائر.

### 4- مواقع الانترنت

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2021، تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ص 10، متاح عبر الموقع الإلكتروني:

[www.cosob.org](http://www.cosob.org)

- الأسرج حسين عبد المطلب، ديسمبر 2008، دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، ورقة عمل رقم 12364، ص 11، منشورة على الموقع الإلكتروني:

<http://mpira.ub.univ-muenhen.de/12364>

- البورصة المصرية، "بورصة النيل: فرصتك للنمو"، متاح من خلال الرابط:

[www://https4.a37c-e06d61715c41/NILEX.aspx](http://www://https4.a37c-e06d61715c41/NILEX.aspx)

- بورصة النيل المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

<https://nilex.egyptse.com>

- سوق الشركات الناشئة المتاح عبر الموقع الإلكتروني:

[www.qe.com.qa./qeventuremarket](http://www.qe.com.qa./qeventuremarket)

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المتاح عبر الموقع الإلكتروني:

[www.sgbv.com](http://www.sgbv.com)

- البنك الدولي متاح عبر الموقع الإلكتروني:

[www.amf.org.ae/ar](http://www.amf.org.ae/ar)

- Le marché alternatif, [www.bvmt.com.tn/alternatif](http://www.bvmt.com.tn/alternatif).

- La bourse de Tunisie, [www.bvnt.com](http://www.bvnt.com) archive 2014 bull 201404.zip

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- B.laget, les nouveaux outils financiers, Topo édition, paris 1999.

- Bernard et collé, dictionnaire économique et financier, 5ème édition, paris.

- Chrle corbine, financement et autofinancement des grand entreprise, France, Dalloz, 1941.
- F.LEROUX, Marchés internationaux des capitaux, Montréal, 2eme Edition, 2000.
- G.De fosse et p. Ball Ey, la bourse des Valeurs , que Sais je , édition bouchère , Alger , 16<sup>eme</sup> édition 1993.
- J.peyard, la bourse, Imprimerie bèrissey, ayreaux, 3<sup>eme</sup> édition, 1993.
- M.Douis, Value mobiliers et gestion de porte faille que bec, SMG, 1993.
- P- Navette, instruments et marchés financiers, Editions management, Paris, 1992.
- P.Monnier, Les marchés boursiers, Verneuil, Paris, 3<sup>eme</sup> édition, 1997.
  
- Konex, (2020). Available at:  
<http://koreanlii.or.kr/w/index.php/KONEX?ckattemp=3>
- Mohamed Agerbi. Le financement des pme en Tunisie, ministère de l'industrie de l'énergie et de pme de Tunisie.  
[www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt](http://www.oecd.org/dataoecd/12/58/34975821.ppt)
- Maher Zouani, mécanisme de financement de l'entreprise en Tunisie, atelier sur la stratégie de compétitive, ministère des finances tunisien.  
[www.oecd.org/dataoecd03/03/40565586.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd03/03/40565586.pdf)