جامعة البليدة–2–

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

متطلبات إرساء و تفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه (ل م د) في العلوم الإقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إعداد الطالبة:

بوخاري صبرينة

إشراف الأستاذ الدكتور:

للوشي محمد

السنة الجامعية: 2017/2016

جامعة البليدة–2–

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

متطلبات إرساء و تفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه (ل م د) في العلوم الإقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إعداد الطالبة: إشراف الأستاذ الدكتور:

بوخاري صبرينة **للوشي محمد**

أمام اللجنة المشكلة من:

كمال رزيق..... ...أستاذ التعليم العالي..... جامعة البليدة2.....رئيسا

محمد للوشي.....أستاذ محاضر أ.....جامعة البليدة2.....مقررا

مبارك لسلوس.....أستاذ التعليم العالي.....جامعة البليدة 2.....عضوا

محمد غردي.....أستاذ محاضر أ.....جامعة البليدة2.....عضوا

أحمد غريبي.....أستاذ محاضر أ.....جامعة المدية.....عضوا

سمير آيت عكاش....أستاذ محاضر أ.....جامعة البويرة.....عضوا

السنة الجامعية: 2017/2016

كلمة شكر

الحمد والشكر لله أولا وآخرا

كل عبارات الشكر والتقدير والاحترام إلى الأستاذ للوشي محمد على تحمله عناء الإشراف على هذا البحث ولنصائحه القيمة التي ساهمت في إثرائه

ونتقدم بالشكر إلى طاقم بورصة الجزائر الذين لم يبخلوا علينا بخبرتهم في مجال أسواق الأوراق المالية

كما نتقدم بالشكر لكل من ساهم من قريب أو من بعيد في إتمام هذا البحث

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى أبي وأمي أطال الله في عمرهما اللذان كان لهما فضل كبير في إنجاز هذا البحث، إلى كل أفراد العائلة وإلى كل من هو أهل للتقدير والاحترام والإهداء

الملخص:

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور هام في التنمية الاقتصادية، نظرا لقدرتها الهائلة على المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي، خلق القيمة المضافة والمساهمة في توفير مناصب الشغل، ولتنويع أساليب تمويل هذه المؤسسات التي طالما عانت من صعوبة الحصول على التمويل من القطاع البنكي، جاءت سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديلا تمويليا لها، ونظرا لنجاحها في لندن التي تعتبر الرائدة في هذا المجال، انتشرت في العديد من الدول ومنها الجزائر.

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن أساليب لإرساء سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر نظرا لعدم إدراج أي مؤسسة حتى بعد مرور أربعة سنوات على إنشائها، ثم البحث عن أساليب لتفعيلها في المستقبل بناءا على التجارب الدولية في هذا المجال كتجربة مصر في بورصة النيل والتي تعتبر الأولى على المستوى العربي في هذا المجال، تجربة تونس في السوق البديلة بالإضافة إلى تجربة فرنسا في Alternext، تجربة لندن في السوق البديلة للاستثمار AIM وتجربة البلدان الاسكندنافية مع سوق ناسداك في ناسداك omx فيرست نورث.

الكلمات المفتاحية:

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سوق الأوراق المالية، سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، السوق البديلة.

الفهرس

الإهداء.....**01**

الشكر.....**02**

الملخص.....**03**

الفهرس.....**04**

قائمة الجداول.....**09**

قائمة الأشكال.....**12**

قائمة المختصرات.....**13**

مقدمة:.....**15**

الفصل الأول: مدخل إلى سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....**27**

تمهيد.....**28**

المبحث الأول: الإطار العام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....**29**

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....29

المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....41

المطلب الثالث: مشاكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأساليب حلها.....47

المبحث الثاني: الإطار العام لسوق الأوراق المالية.....**55**

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية.....55

المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في السوق.....62

المطلب الثالث: نظام عمل سوق الأوراق المالية.....70

المبحث الثالث: الإطار العام لسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.79

المطلب الأول: تقديم سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....80

المطلب الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....86

المطلب الثالث: أثار سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....91

خلاصة الفصل الأول.....98

الفصل الثاني: تجارب دولية حول سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....99

تمهيد.....100

المبحث الأول: التجربة المصرية (بورصة النيل NILEX).....101

المطلب الأول: لمحة عن سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر.....101

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية لبورصة النيل.....107

المطلب الثالث: أداء بورصة النيل.....114

المبحث الثاني: التجربة التونسية (السوق البديلة le marché alternatif).....122

المطلب الأول: لمحة حول سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتونس.....123

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية للسوق البديلة لتونس.....130

المطلب الثالث: أداء السوق البديلة لتونس.....137

المبحث الثالث: تجارب الدول المتقدمة.....144

المطلب الأول: التجربة الفرنسية (Alternext).....144

المطلب الثاني: تجربة لندن (السوق البديلة للاستثمار AIM).....153

المطلب الثالث: تجربة البلدان الاسكندنافية (Nasdaq omx first north).....160

خلاصة الفصل الثاني.....167

الفصل الثالث: واقع سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....168

تمهيد.....169

المبحث الأول: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....170

المطلب الأول: تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....170

المطلب الثاني: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري.....181

المطلب الثالث: دور أجهزة دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....187

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الجزائرية.....197

المطلب الأول: نبذة عن سوق الأوراق المالية الجزائرية.....197

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية لسوق الأوراق المالية الجزائرية.....204

المطلب الثالث: دراسة أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية.....211

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.214

المطلب الأول: نبذة عن سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....215

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية الخاصة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....220

المطلب الثالث دراسة مقارنة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 224

خلاصة الفصل الثالث.....229

الفصل الرابع: أساليب إرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....**230**

تمهيد.....**231**

المبحث الأول: دراسة تجارب دولية حول أساليب تفعيل وإرساء سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....**232**

المطلب الأول: التجربة المصرية.....232

المطلب الثاني: التجربة التونسية.....240

المطلب الثالث: التجربة الفرنسية.....245

المطلب الرابع: التجربة المغربية.....252

المبحث الثاني: المعوقات المعرقلة لنشاط سوق الأوراق المالية الجزائرية.....**257**

المطلب الأول: المعوقات الخارجية لسوق الأوراق المالية الجزائرية.....258

المطلب الثاني: المعوقات الداخلية لسوق الأوراق المالية الجزائرية.....263

المطلب الثالث: معوقات سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....267

المبحث الثالث: اقتراحات لإرساء و تفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....**271**

المطلب الأول: الجهود المبذولة لتفعيل سوق الأوراق المالية الجزائرية..... 272

المطلب الثاني: استراتيجية إرساء سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....276

المطلب الثالث: استراتيجية تفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....284

خلاصة الفصل الرابع.....290

الخاتمة.....291

قائمة المراجع.....298

الملخص باللغة الأجنبية.....314

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر	33
02	بعض أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر العالم	81
03	الفرق بين المؤسسات المسعرة وغير المسعرة في سوق الأوراق المالية	83
04	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر	102
05	الفرق بين قواعد قيد المؤسسات في البورصة المصرية و بورصة النيل	113
06	تطور البورصة المصرية خلال الفترة 2011-2015	115
07	الشركات المدرجة في بورصة النيل سنة 2015	118
08	المؤسسات المدرجة في السوق البديلة	129
09	العمولات الراجعة لهيئة السوق في تونس	132
10	العمولات الراجعة للبورصة التونسية	135
11	الفرق بين القواعد المنظمة للسوق الرئيسية والسوق البديلة لتونس	136
12	دراسة تطور بورصة تونس للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014	137
13	مؤشرات حول ملكية الأجانب في الشركات المدرجة	139
14	تطور الرسملة السوقية للسوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015	140
15	كمية الأسهم المتداولة في السوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015	142
16	معدل دوران الأسهم في السوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2014	143
17	مصاريف القيد في سوق يورونكست باريس	150
18	تطور سوقي يورونكست وألترنكست خلال الفترة 2010-2015	151
19	مصاريف القيد في السوق البديلة للاستثمار	156
20	الفرق بين قواعد قيد المؤسسات في السوق الرئيسية للندن والسوق البديلة للاستثمار	157

21	تطور السوق البديلة للاستثمار AIM	159
22	الفرق بين قواعد القيد في سوق ناسداك الشامل المميز وسوق ناسداك الشامل وسوق رأس المال لناسداك	162
23	مصاريف القيد في سوق ناسداك omx فيرست نورث	163
24	المصاريف السنوية للمؤسسات المدرجة	164
25	الفرق بين قواعد القيد في السوق الرئيسية نورديك وسوق ناسداك فيرست نورث	164
26	تطور سوق ناسداك OMX فيرست نورث خلال الفترة 2010-2015	165
27	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة "2010-2015	177
28	تطور مناصب الشغل المصرح بها حسب الفئات خلال الفترة "2010-2015"	182
29	تطور الميزان التجاري خلال الفترة "2010-2015"	183
30	تطور الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات حسب الطابع القانوني خلال الفترة "2010-2014"	184
31	تطور القيمة المضافة حسب الطابع القانوني خارج المحروقات خلال الفترة "2010-2014"	185
32	الملفات المقدمة لبرنامج إعادة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى AND-PME	188
33	مراكز التسهيل خلال الفترة "2011-2015"	189
34	الوضع العام لمشاتل المؤسسات خلال الفترة "2011-2015"	190
35	الوضعية العامة للملفات المعالجة من قبل FGAR إلى غاية 2015	191
36	الوضعية العامة لملفات الضمان لـ CGCI-PME حسب قطاع النشاط خلال الفترة 2010-2015	193
37	المشاريع الممولة من قبل L'ANSEJ حسب قطاع النشاط إلى غاية 2015	194
38	القروض الممنوحة من قبل ANGEM حسب نوع التمويل إلى غاية 2015	195
39	المصاريف المترتبة على الإدراج في بورصة الجزائر	206

40	تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015	211
41	المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر	213
42	أوجه الاختلاف بين الشروط المفروضة في السوق الرئيسية في بورصة الجزائر وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	225
43	أوجه الاختلاف بين أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	227
44	أداء بورصة النيل خلال الفترة 2011-2015	239
45	الشروط الأساسية للإدراج في بورصة الدار البيضاء	253
46	الشروط الإضافية للإدراج في بورصة الدار البيضاء	253
47	المشاكل العامة للحكم الراشد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	271
48	سندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر	275

قائمة الأشكال:

01	إيجابيات الإدراج في سوق الأوراق المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	93
02	إيجابيات الإدراج في سوق الأوراق المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	95
03	كيفية تنفيذ العمليات داخل البورصة المصرية	111
04	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة حسب فروع النشاط خلال الفترة "2010-2015"	179
05	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية حسب فروع النشاط خلال الفترة "2010-2015"	180
06	التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر	200
07	كيفية سير عمليات الشراء والبيع في بورصة الجزائر	223
08	عدد المؤسسات المدرجة في السوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015	243
09	رسملة السوق وكمية الأوراق المالية المتداولة للسوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015	244
10	عدد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المدرجة في سوقي ألترنكست ويورونكست خلال الفترة 2010-2015	250
11	عدد المؤسسات المنقولة من سوق يورونكست إلى سوق ألترنكست خلال الفترة 2010-2015	251

قائمة المختصرات:

المختصرات	اللغة العربية	اللغة الأجنبية	الصفحة
AIM	السوق البديلة للاستثمار	Alternative investment Market	90
OMX	بورصة هالنسكي	Optionsmäklarna/Helsinki Stock Exchange	90
IFRS	معايير المحاسبية الدولية	International Financial Reporting Standards	161
LSE	بورصة لندن للأوراق المالية	London Stock Exchange	168
UKLA	هيئة القيد للمملكة المتحدة	United Kingdom Listing Authority	171
GAAP	المعايير المحاسبية المقبولة عموما	Generally Accepted Acounting Principles	171
ANDI	الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار	Agence national de Développement de l'investissement	189
ANSEJ	الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب	Agence National de Soutien a l'Emploi des Jeunes	189
AND-PME	الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	Agence national de Développement de la Petit et Moyenne Entreprise	190
ANGEM	الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر	Agence Nationale de Gestion du Micro crédit	190
FGAR	صندوق ضمان القروض	Fonds de Garantie Des Crédits AuX Petites et Moyennes Entrepries	207
CGCI-PME	صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	Caisse de Garantie Des Crésits D'investissements pour les Petites et Moyennes Entreprises	207
SGBV	شركة تسيير بورصة القيم	La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières	218
COSOB	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	Commission d'Organisation et de Surveillance des Operations de Bourse	219
TCC	ماسكي الحسابات وحافظي السندات	Teneurs de Comptes-Conservateurs	220

220	Intermédiaires en opérations de Bourse	الوسطاء في عمليات البورصة	IOB
221	Organisme de Placements Collectif en valeurs mobilières	هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة	OPCVM
230	Obligations Assimilables du Trésor	سندات الخزينة العمومية	OAT

مقدمة

يتجه الواقع العالمي في ظل الاقتصاد العصري نحو دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا للدور الحيوي الذي تلعبه والمكانة الهامة التي تحتلها في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، والدليل على ذلك اهتمام الاقتصاديين بالبحث عن سبل النهوض بها وأفضل الطرق لدعمها، نظرا لما تملكه من قدرات في دفع العجلة الاقتصادية باعتبارها محركا للتنمية الوطنية من جهة من خلال قدرتها على زيادة الطاقة الإنتاجية ومساهمتها في الناتج الداخلي الخام، وركيزة أساسية للتنمية الاجتماعية من جهة أخرى من خلال مكافحة الفقر وامتصاص البطالة.

لكن على الرغم من الإمكانيات الهائلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهي تجد صعوبة في مواكبة التطورات الحاصلة وتعاني من العديد من الصعوبات التي تعترض بقائها ونموها، نظرا لأسباب داخلية تتعلق بكيفية التسيير ونقص الموارد المادية، ونظرا لأسباب خارجية تتعلق بالبيئة الخارجية للمؤسسة التي لا تمنحها فرصتها في تحقيق أهدافها كصعوبة الحصول على التمويل البنكي بسبب نقص الضمانات التي توفرها هذه المؤسسات.

وعلى هذا الأساس صممت بورصة لندن للأوراق المالية أول سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل تمويلي في سنة 1995، للسماح لهذا النوع من المؤسسات لفتح رأسمالها في سوق الأوراق المالية والتمكن من الحصول على التمويل اللازم من خلال شروط مرنة تتلاءم مع خصوصية هذه المؤسسات، ونظرا للنجاح الذي عرفته اتجهت دول أخرى إلى إقامة مثل هذه السوق كفرنسا، ماليزيا، اسطنبول، إيطاليا، مصر وتونس.

وفي نفس السياق أنشأت سوق الأوراق المالية الجزائرية سوقا مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سنة 2012، لكنها لم تعرف النور بعد، فهي تواجه صعوبة في جدب هذه المؤسسات، وذلك نتيجة لانعدام ثقافة التعامل مع البورصة في المجتمع الجزائري، خاصة أن معظم

ملاك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الأفراد أو مشروعات عائلية، ولا يتقبلوا بسهولة فكرة فتح جزء من رأسمال الشركة للجمهور، هذا غير إلزامهم بقواعد الإفصاح والشفافية والحوكمة والعديد من المتطلبات التي يعتبرونها من القيود المفروضة عليهم.

الإشكالية الرئيسية:

بناءا على ما سبق، فإن الإشكالية التي نسعى إلى بلورتها يمكن حصرها في طرح التساؤل التالي:

كيف يمكن إرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

وللإجابة عن هذا التساؤل الأساسي، استوجب طرح **التساؤلات الجزئية** التالية :

- ما هي الصعوبات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- ما هي القواعد التنظيمية الخاصة بسوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- هل نجحت تجربة سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كل الدول التي طبقتها؟
- هل تتشابه شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية الخاصة بها في الجزائر مع نظيراتها في الدول الأخرى؟
- ما هي المعوقات التي تقف في وجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند الإدراج في سوق الأوراق المالية الخاصة بها؟

فرضيات البحث:

في ضوء الإشكالية السابقة، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- يشكل العنصر المالي العائق الرئيسي الذي يقف أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تختلف القواعد التنظيمية لسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن القواعد التنظيمية الخاصة بالسوق الرئيسية.
- تعتبر تجربة سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ناجحة في معظم البلدان التي طبقتها.
- اتبعت لجنة تنظيم بورصة القيم ومراقبتها في الجزائر نفس الشروط التي فرضتها البورصات الأخرى الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- عدم إقبال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على سوق الأوراق المالية في الجزائر ناتج عن صعوبة الشروط المفروضة عند الإدراج.

أسباب اختيار الموضوع :

توجد عدة أسباب دفعتنا لاختيار هذا الموضوع دون غيره من المواضيع الاقتصادية الأخرى، نذكر منها على الخصوص :

- قناعتنا الخاصة بأن موضوع سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو موضوع جدير بالبحث، نظرا للاهتمام المتزايد من قبل السلطة العمومية سواء بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة أو بالسوق المالي.
- قلة الدراسات حول هذا الموضوع.

- إبرام بورصة الجزائر اتفاقية تعاون مع السوق الفرنسي EURONEXT، من أجل تطوير السوق المالي في الجزائر وكذا دعم التعاون في مجال آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى إبرام اتفاقيات أخرى مع بورصات أجنبية أخرى، و هذا دليل على سعي بورصة الجزائر على تنشيط حركتها من خلال الاحتكاك بنظيراتها، مما حفزنا على البحث في هذا الموضوع.

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف التي يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- إظهار المشاكل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .
- التعرف على سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- استعراض تجارب البلدان الأخرى فيما يخص سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- إظهار المعوقات التي تحد تطور سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- محاولة وضع اقتراحات لجدب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسوق الأوراق المالية الجزائرية.

أهمية الدراسة:

ترجع أهمية بحثنا في النقاط التالية :

- معالجة أحد أهم المشاكل التي تعترض عمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمتمثلة في مشكل تمويلها.
- التحديات والرهانات التي تواجه بورصة الجزائر، والتي تعتبر شبه ميتة، وبالتالي ينبغي الاهتمام بها ودراسة المعوقات التي تحد نشاطها.
- قد يجلب هذا البحث أنظار المهتمين والمسؤولين في البورصة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن تم التوسع في هذا الموضوع ومعرفة مختلف أبعاده.

حدود الدراسة:

شملت الحدود المكانية كل من مصر، تونس، فرنسا، لندن، البلدان الأسكندنافية والجزائر عند دراسة التجارب الدولية في مجال سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما الحدود الزمنية فتمثلت في الفترة "2010-2015" أين درسنا أداء أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان السابقة الذكر، بالإضافة إلى تطور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

لتحقيق أهداف البحث والتأكد من صحة الفرضيات السابقة، سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي، من خلال تقديم تعاريف، خصائص مختلف العناصر المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسوق الأوراق المالية، وسنتبع أيضا المنهج التحليلي الذي يهدف إلى جمع البيانات وتحليلها حول سوق الأوراق المالية في الجزائر بصفة عامة وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، وكذا أهم المعوقات التي تحد نشاطها، وسيتم دراسة أهم المشكلات التي تعيق إقبال

هذه المؤسسات على الإدراج في سوق الأوراق المالية، ومن ثم محاولة الخروج باقتراحات لجدب هذه المؤسسات للبورصة.

الدراسات السابقة :

من بين البحوث والدراسات الجامعية التي سنعتمد عليها لإنجاز هذه الدراسة ما يلي:

- **لطفي شعباني:** دور التحفيز الجبائي والإدخال البورصي في تنشيط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع دراسة حالة الجزائر خلال الفترة "2005-2011"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة سطيف1، سنة 2014، حيث تدور إشكالية البحث حول إبراز دور كل من التحفيز الجبائي والإدخال البورصي في تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهدف الباحث إلى توضيح جميع التحفيزات والإعفاءات الجبائية التي يمكن أن تمنحها الدولة لتشجيع الاستثمار خاصة في مجال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإبراز أهمية التحفيز الجبائي والإدخال البورصي على المستوى الاقتصادي بصفة عامة وعلى مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، واستعرض في الدراسة التطبيقية واقع تمويل هذه المؤسسات في الجزائر ودراسة التحفيزات الجبائية الممنوحة لها، بالإضافة إلى عرض واقع بورصة الجزائر ودراسة دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إليها.

توصل الباحث في نهاية الدراسة إلى أن القفزات والتطورات الاقتصادية والتكنولوجية الكبرى تتم في إطار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأن البنوك التجارية هي الممول الرئيسي لهذه المؤسسات بينما باقي وسائل التمويل تعتبر ثانوية، أما فيما يخص التحفيزات الجبائية فقد أكد أنها تساهم في منح وفورات مالية من شأنها تنمية المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة القائمة وإنشاء مؤسسات جديدة، وأن لهذه التحفيزات أهمية بالغة في عملية الإدخال البورصي لكونها تخفض في الأعباء المحتملة من طرف المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأوراق المالية وبالتالي جلب المستثمرين.

وكون هذه الدراسة قدمت دور الإدخال البورصي وأهميته بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإن دراستنا تتميز عنها في تقديم إقتراحات لإرساء وتفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

- **ياسين العايب:** إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية –دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سنة 2011، تدور إشكالية هذا البحث حول ما هية جوهر مشكلة التمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهدف الباحث إلى تسليط الضوء على مختلف التدابير والإصلاحات المنتهجة من طرف الدولة لمعالجة الاختلال المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، وذلك من أجل الوقوف على حقيقة إشكالية التمويل في الجزائر.

وأظهر الباحث أن التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية يمثل أنسب تقنية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لإمكانية تحصل المساهم على المعلومات التي بحوزة الإدارة لكن إيجابياته في معالجة إشكالية التمويل لم تتحقق في الجزائر بسبب عدم وجود سوق مالي للقيم الصغيرة (خلال فترة الدراسة) وضعف الاعتماد على التكنولوجيا المتطورة والابتكار من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أبرز أن ضعف هيكل الاستدانة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة ناتج عن ضغوطات الدخول إلى سوق التمويل والانفتاح

على المصادر الخارجية، مما يجعلها تفضل التمويل بالأموال الخاصة للحفاظ على درجة معينة من الاستقلالية.

وكون هذه الدراسة تمت في وقت لم يكن هناك سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يجعل دراستنا تتميز عنها، من خلال دراسة هذه السوق وإظهار المعوقات التي تحد من إقبال المؤسسات إليها، ومن ثم تقديم بعض الاقتراحات لتشجيعها على الإدراج فيها.

- **بوكساني رشيد**، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2006، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة مع توضيح أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تطويرها قصد ترابطها، وهدف الباحث من خلال دراسته إلى تقديم إسهامات لتطويرها على المستوى المحلي من جهة، وجعلها أداة للتكامل الاقتصادي من جهة أخرى.

ومن النتائج التي توصل إليها عدم تجانس القوانين التشريعية والتنظيمية لأسواق الأوراق المالية العربية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وضف إلى ذلك بعد تقييم أثر الربط بين الأسواق العربية وخاصة بين الكويت، مصر ولبنان وجدها خطة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات، حيث لم يزد حجم التعاملات بين الأسواق الموقعة على اتفاقيات التعاون، وفي نفس السياق اقترح شبكة اتصال عربية متطورة للربط بين البورصات العربية، إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية، وتقييم الاستثمارات في مجال الإصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

وما يميز بحثنا هو التخصص في سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع دراسة بعض التجارب الدولية في هذا المجال بغرض البحث عن سبل تفعيلها، بينما ما تطرق إليه الباحث في دراسته هو أسواق الأوراق المالية العربية ككل.

- **جمال الدين سحنون،** شروط بروز أسواق الأوراق المالية–دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2008، تدور إشكالية البحث حول توضيح الشروط التي تسمح ببروز سوق الأوراق المالية في كل من مصر، تونس والجزائر، وهدف الباحث إلى تقديم مدى تطبيق هذه الدول للعوامل المؤثرة في تنشيط البورصة، والقيام بدراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في هذه البلدان ومن ثم الخروج بتوصيات تسمح بتطوير هذه الأسواق.

توصل الباحث إلى أن كل من البورصة المصرية والتونسية توليان اهتماما معتبرا لتطوير نشاطهما خاصة في مجال الاستثمار الأجنبي بينما تعد مساهمة الأفراد في السوق المالي محدودة نظرا لمستوى الدخل المنخفض الذي لا يسمح بتوفير الإدخارات لدى قطاع العائلات، أما فيما يخص حالة الجزائر فقد استنتج الباحث أنه لا يمكن للبورصة أن تقوم بدورها كمحركا لسوق المال في الوقت الذي تعرف فيه البلاد على المستوى الاقتصادي أوضاعا تتناقض مع اقتصاد السوق.

وما يميز بحثنا هو أنه يشمل شروط بروز سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مع دراسة تجارب دولية في هذا المجال كمصر، تونس، فرنسا ولندن، بينما تشمل هذه الدراسة شروط بروز سوق الأوراق المالية بصفة عامة لمصر، تونس والجزائر.

هيكل البحث :

ينقسم البحث إلى أربعة فصول والمتمثلة في:

الفصل الأول: سندرس فيه أساسيات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا من خلال تعريفها، تقديم تصنيفاتها، دورها وأهميتها، بالإضافة إلى تقديم مصادر تمويلها والمشاكل التي تعترض نشاطها، مع تسليط الضوء على مشاكل تمويلها ثم إبراز الحلول التي يمكن أن تحد من هذه المشاكل، كما سندرس سوق الأوراق المالية بصفة عامة، من خلال تقديم بعض الأساسيات كتعريفها، أهميتها، أنواع الأوراق المالية المتداولة، المتعاملون فيها ومؤشراتها، وكذا شروط وطرق الإدراج فيها، ثم التخصص في سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال تقديم نشأتها وتعريفها، بالإضافة إلى آلية العمل فيها وأثرها على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والاقتصاد القومي.

الفصل الثاني: سندرس فيه بعض التجارب الدولية الخاصة بسوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمتمثلة في تجربة مصر (NILEX)، تونس (Le Marché Alternatif)، فرنسا (Alternext)، لندن (Alternative Investment Market) والبلدان الاسكندنافية (Nasdaq OMX First North). حيث نقدم أولا لمحة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لكل دولة وكذا سوق الأوراق المالية بصفة عامة، ثم نقدم سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والشروط التنظيمية الخاصة بها، وأدائها خلال الفترة "2010-2015"

الفصل الثالث: سندرس فيه أولا واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودور أجهزة الدعم التي توفرها الدولة لهذه المؤسسات مع تقديم أداء كل جهاز خلال الفترة "2010-2015"، ثم ندرس سوق الأوراق المالية الجزائرية بصفة عامة من خلال عرض القواعد التنظيمية الخاصة بها

وأدائها خلال الفترة "2010-2015" أيضا، وفي الأخير نركز على سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي نعرض فيها قواعدها التنظيمية وأدائها خلال نفس الفترة، كما نقدم دراسة مقارنة بين السوق الرئيسية الجزائرية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأيضا دراسة مقارنة بين أسواق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتجارب الدولية المدروسة.

الفصل الرابع: سندرس فيه تجربة كل من مصر، تونس وفرنسا حول سبل تفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما نعرض تجربة الدار البيضاء التي لا تملك سوقا خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعد لكنها تعمل على إرسائها، ثم نعرض معوقات سوق الأوراق المالية الجزائرية والجهود المبذولة من قبلها ومن قبل الحكومة للنهوض بقطاع سوق المال، ومن ثم نقدم بعض الاقتراحات لإرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفصل الأول

مدخل إلى سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تمهيد:

تأخذ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مكانة كبيرة في معظم اقتصاديات الدول، وتحظى باهتمام كبير من قبل السلطات نظرا لأهميتها ومساهمتها في التنمية الاقتصادية، لكنها لطالما عانت من مشكل السيولة ومشكل الحصول على التمويل اللازم، فعلى الرغم من تعدد مصادر التمويل إلا أنه من الصعب وجود مصادر تمويلية تتماشى مع خصوصيتها.

ومن بين هذه المصادر نجد أسواق الأوراق المالية التي تلجأ إليها المؤسسات إما بإصدار سندات لمدة زمنية معينة على أن تدفع فوائد لحامليها واسترجاعها عند حلول مدة الاستحقاق، أو بفتح رأسمالها للجمهور على شكل أسهم، وبما أن شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية غير موافقة لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاء أسواق خاصة بها بشروط إدراج مرنة ومخففة مقارنة بالسوق الرئيسية.

وللإلمام بالجانب النظري للبحث نقدم العناصر التالية:

- الإطار العام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- الإطار العام لسوق الأوراق المالية.
- الإطار العام لسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: الإطار العام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تحظى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باهتماما كبيرا من قبل الباحثين والخبراء في أي دولة نظرا لقدرتها على المساهمة في التنمية الاقتصادية والإجتماعية، لكن نظرا لبنيتها الصغيرة فهي تعاني من العديد من المشاكل التمويلية منها وغير التمويلية، ولمعالجة هذه المشاكل يجب أن تبذل المؤسسات مجهودات من جهة والسلطات المعنية من جهة أخرى نظرا لكونها تحتاج إلى تدخل خارجي لإعانتها.

المطلب الأول:مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

اختلف الخبراء في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما أدى إلى كثرة التعاريف الخاصة بها، وفي هذا المطلب نقدم المعايير المعتمد عليها لتعريفها ثم بعض التعاريف لبعض المنظمات العالمية بالإضافة إلى التعريف المعتمد في الجزائر، كما نعرض خصائص وتصنيفات هذه المؤسسات.

الفرع الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لا يوجد اتفاق بين الدول على تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث اختلف الكتاب والباحثون في تعريف هذه المؤسسات، وذلك بسبب اختلاف طبيعة النشاط الاقتصادي ودرجة نموه، وكذلك اختلاف الظروف الاجتماعية السائدة في كل دولة، وعلى هذا الأساس يتم الاعتماد على بعض المعايير لتعريف هذه المؤسسات.

1-المعايير الكمية:

للتمييز بين المؤسسات الكبيرة، المتوسطة والصغيرة وضعت المعايير التالية:

أ-معيار عدد العمال: هو من أكثر المعايير استعمالا لتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمثلما أنه يتميز بالسهولة، البساطة في الاستخدام، والثبات النسبي، فهو يتميز أيضا بعدم الدقة، وهذا راجع إلى عدة أسباب منها الاختلاف في استعمال التكنولوجيا في المؤسسات، وبالتالي المؤسسات التي تعتمد على الآلات عوضا على العمال، قد تصنف كمؤسسات صغيرة نظرا لانخفاض الكثافة العمالية فيها.

كما أن هناك عوامل أخرى يجب توخي الحذر في استعمالها لهذا المعيار، تتمثل في ظاهرة عدم التصريح بالعمال وكذا عمل أفراد العائلة في المؤسسات العائلية مع كونهم عمال في مؤسسات أخرى.[1]

ب-معيار رقم الأعمال: يعتمد على هذا المعيار لقياس نشاط المؤسسة وقدرتها التنافسية، لكن لا يعتبر دقيق هو الآخر، نظرا لكون ارتفاع رقم الأعمال لا يعبر على عدد الوحدات المباعة فقط، بل قد يكون السعر هو المؤثر على التغير في رقم الأعمال.

ت-معيار رأس المال المستثمر: يعبر عن كمية الاستثمار، بحيث تصنف المؤسسات حسب حجم رأس المال المستثمر، فتعد المؤسسة صغيرة إذا كان رأس المال المستثمر صغيرا، والعكس صحيح. وبما أن درجة النمو الاقتصادي تختلف من دولة إلى أخرى، ينبغي أخدها بعين الاعتبار عند تصنيف المؤسسات.

[1] أحمد رحموني، المؤسسات الصغيرة ز المتوسطة و دورها في إحداث التنمية الشاملة في الاقتصاد، الطبعة الأولى، المكتبة المصرية للنشر و التوزيع، مصر، 2011، ص 15.

2-المعايير النوعية:

بالإضافة إلى المعايير الكمية يستعان ببعض الخصائص للتمييز بين حجم المؤسسات والتي تتمثل فيما يلي:

أ-معيار الملكية: تصنف فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب انتمائها سواء للقطاع العام أو الخاص أو الاثنين معا (ملكية مختلطة)، لكن غالبا ما تعود ملكيتها للخواص، بحيث يكون المالك هو المدير والمسير وصاحب القرار في آن واحد.

ب-**معيار الاستقلالية:** نعني به استقلالية المشروع عن أي تكتلات اقتصادية وبذلك نستثني فروع المؤسسات الكبرى، ويمكن أن نطلق على هذا المعيار اسم المعيار القانوني، وأيضا استقلالية الإدارة والعمل، وأن يكون المدير هو المالك دون تدخل هيئات خارجية في عمل المؤسسة.[1]

ت-معيار حصة السوق من المؤسسة: يحدد هذا المعيار حجم المؤسسة حسب أهميتها ووزنها في السوق، وفيما يخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عادة ما تكون حصتها في السوق محدودة، نظرا لضيق نطاق عملها، وصغر حجم رأسمالها وحجم إنتاجها من جهة، وارتفاع عدد هذه المؤسسات وتزايد المنافسة فيما بينها من جهة أخرى.

ث-معيار المسؤولية: في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقع المسؤولية القانونية والإدارية على عاتق مالكها، حيث يدير وينظم العمل وحده، وترجع كل القرارات إليه، على عكس المؤسسات الكبيرة التي يعين فيها مديرا يتولى إدارة المشروع، وتقسم فيها المسؤولية على عدة أشخاص، ويأخذ فيها القرار بصفة جماعية.

[1] رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر، 2008، ص 22.

ج-معيار التكنولوجيا: تصنف المؤسسات في هذا المعيار حسب استعمالها للتكنولوجيا في نشاطها، فالمؤسسات التي تستعمل أساليب متطورة تعتبر مؤسسات كبيرة. لكن استعمال هذا المعيار قد يؤدي إلى تصنيف خاطئ للمؤسسات، فقد تكون المؤسسة صغيرة لكن تعتمد على إلى حد كبير على التكنولوجيا عند مزاولة نشاطها.

3-تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عرف الاتحاد الأوروبي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على النحو التالي:[1]

- المؤسسة المصغرة: هي التي تضم أقل من 10 عمال؛
- المؤسسة الصغيرة: تعرف بأنها المؤسسة التي تضم أقل من 50 عاملا وتبلغ مبيعاتها السنوية أقل من 7 ملايين يورو أو إجمالي الأصول أقل من 5 ملايين يورو؛
- بينما المؤسسة المتوسطة تضم أكثر من 50 عاملا وأقل من 250 عاملا، وتبلغ مبيعاتها السنوية أقل من 40 مليون يورو أو يبلغ حجم أصولها الإجمالي أقل من 27 مليون يورو.

تعريف البنك الدولي: يميز البنك الدولي عن طريق الفرع التابع له "المؤسسة الدولية للتمويل" ما بين ثلاث أنواع من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي:[2]

- المؤسسة المصغرة: يتكون عدد موظفيها من أقل من 10، وإجمالي أصولها أقل من 100.000 دولار أمريكي، ونفس الشروط السابقة تنطبق على حجم المبيعات السنوية؛

[1] نصر الدين بن نذير، دراسة استراتيجية للإبداع التكنولوجي في تكوين القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة –حالة الجزائر-،أطروحة دكتوراه في علوم تسيير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص 15.

[2] منى مسغوني، تسيير الكفاءات و الأداء التنافسي المتميز للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص 4.

- المؤسسة الصغيرة: وهي التي تنظم أقل من 50 موظفا، وتبلغ أصولها أقل من 03 مليون دولار، وكذلك الحال بالنسبة لحجم المبيعات السنوية؛
- المؤسسة المتوسطة: ويبلغ عدد الموظفين فيها أقل من 300، أما أصولها فهي أقل من 15 مليون دولار أمريكي، ونفس الشيء يطبق على حجم المبيعات السنوية.

وحسب المادة 4 من القانون رقم 01-18 المتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات إذا كانت تشغل من 1 إلى 250 شخصا، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري دينار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 500 مليون دينار. [1]

والجدول التالي يوضح بالتفصيل تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر استنادا إلى المواد 5-6-7 من القانون المذكور أعلاه:

الجدول رقم 01: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

حجم المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال	الحصيلة السنوية
مؤسسة مصغرة	من 1 إلى 9 عمال	أقل من 20 مليون دينار	أكثر من 10 ملايين دينار
مؤسسة صغيرة	من 10 إل 49 عاملا	أقل من 200 مليون دينار	أقل من 100 مليون دينار
مؤسسة متوسطة	من 50 إلى 250 عاملا	بين 200 مليون و 2 مليار دينار	بين 100-500 مليون دينار

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجريدة الرسمية، القانون رقم 01-18 المتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المواد 5-6-7، العدد 77، 15 ديسمبر 2001، ص5.

[1] الأمر رقم 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001 المتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 77، 2001/12/15، ص5.

الفرع الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مترابطة فيما بينها، حيث نجدها تؤثر على بعضها البعض، كمثال عن ذلك، فإن صغر حجم رأس المال يؤثر على سبل الإنتاج والاعتماد على التكنولوجيا مما يؤثر على الكمية المنتجة.

1-الطابع الشخصي: تكون ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إما ملكية فردية، أو عائلية أو شركات الأشخاص، لذا عادة ما يتولى مهام الإدارة مالك المؤسسة، وعلى هذا الأساس تتغير طبيعة القرارات فيها وفقا لشخصية مالكها، فجودة هذه القرارات تتوقف على مدى كفاءة المالك في التسيير والإدارة.

2-صغر حجم رأس المال المستثمر: تشير هذه الخاصية إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أكثر جاذبية لصغار المدخرين والذين لا يميلون إلى أنماط الاستثمار والتوظيف التي تحرمهم من الإشراف المباشر على استثماراتهم.[1] كما أن هذا النوع من المؤسسات عادة ما يعتمد على التمويل الذاتي أو القروض المقدمة من العائلات نظرا لصعوبة الحصول على التمويل البنكي.

3-انخفاض مستوى القدرات الذاتية والخبرات: في أغلب الأحيان لا تهتم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالتكوين والتدريب للعاملين، وهذا راجع إما لمحدودية إمكانياتها المادية، أو لثقافة مالك ومسير هذا النوع من المؤسسات، الذي يعتقد أن الخبرة تأتي من خلال مزاولة النشاط دون اللجوء إلى دورات تكوينية، وهذا ما يؤثر على جودة المنتجات و إمكانية استمرار وبقاء المؤسسة في ظل المنافسة والتقدم التكنولوجي.

[1] عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص41.

4-دعم وتكميل المؤسسات الكبيرة: تختص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إما في تقديم خدمات أو إنتاج سلع استهلاكية تسوقها مباشرة إلى المستهلك النهائي أو إنتاج سلع نصف مصنعة توجهها إلى المؤسسات الكبيرة، فقد نجد مؤسسة صغيرة متخصصة في إنتاج عجلات السيارات الخاصة بمؤسسة كبيرة، وعادة ما تتم هذه العملية وفق التعاقد من الباطن*.

5-**القدرة على التكيف مع المتغيرات المستحدثة:** يؤدي انخفاض تكاليف الفنون الإنتاجية وبساطتها ومرونة الإدارة و التشغيل إلى تسهيل عملية تكيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع متغيرات التحديث والنمو والتطور، وبصفة خاصة فيما يتعلق بتلبية رغبات وأذواق المستهلكين، بعكس المؤسسات الكبيرة التي يصعب عليها تغيير خطط وبرامج انتاجها.[1]

الفرع الثالث: تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة تصنيفات، حيث يمكن تصنيفها حسب عدة معايير، وفي هذا الفرع صنفناها حسب الشكل القانوني، طبيعة التوجه وقطاع النشاط.

1-حسب الشكل القانوني: تنقسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الشكل إلى:

أ-مؤسسات فردية: تعتبر المؤسسة فردية إذا كان مالكها هو مديرها و مسيرها ويتحمل مسؤولية نشاطه وحده، فإذا حقق خسارة فقد يتكبدها وحده، لهذا تعد درجة المخاطرة عالية نسبيا فيها، مما يتوجب على مالكها أن يتمتع بالمهارات و الخبرات اللازمة لضمان نجاح مشروعه.

* **التعاقد من الباطن**: يكلف فيه المتعاقد الأصلي شخصا آخرا بإنجاز جزءا من العمل المتعاقد عليه.

[1] وهاب نعمون، ساسية عناني، دور العناقيد الصناعية في تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ملتقى وطني حول دور التجمعات و العناقيد الصناعية في تنمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و في دعم تنافسيتها، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، يومي 29-30 ماي، 2013، ص 161.

ب-شركات الأشخاص: هي عبارة عن ارتباط بين شخصين أو أكثر على أن لا يتجاوز عدد الشركاء في هذا النوع عن عشرين شخصا لتعاطي أي عمل بالاشتراك، وذلك بقصد اقتسام ما ينشأ عنه من ربح أو خسارة.[1] و تشمل شركات الأشخاص ما يلي:

- **شركات التضامن:**تظهر هذه الشركات باتفاق شريكين أو أكثر على تكوين منشأة صغيرة تمارس عملا معينا لغرض تحقيق أهداف معينة، والخاصية الأساسية التي تميز هذا النوع من الشراكة هي الثقة التامة بين الشركاء.[2]
- **شركات التوصية البسيطة:** شركة التوصية البسيطة هي كشركة التضامن، إلا أنها تحتوي على فئتين من الشركاء، بمسؤوليات مختلفة:[3]
  - **الفئة الأولى:** هي المالك أو الشركاء المسؤولين مسؤولية مطلقة، أو الذين يكونون بمثابة أوصياء على أموال الشركاء الآخرين.
  - **الفئة الثانية:** هم شركاء يشاركون بالمال فقط، وتكون مسؤولية هذه الفئة محدودة بحدود رأس المال الذي أسهموا فيه (وكأنما هم موصى عليهم).

ت-شركات الأموال: في شركات الأموال بصفة عامة يقسم رأس المال إلى عدد من الأسهم يتم عرضها على جمهور للاكتتاب، وقد لا يلاءم هذا النوع من الأشكال القانونية المشروع الصغير. [4]

-شركات ذات أسهم: تتمثل شركات الأسهم في شركات المساهمة التي يتم تقسيم رأس مالها إلى حصص متساوية تسمى بالأسهم. حيث تنقسم من حيث رأس المال إلى نوعين، شركات المساهمة ذات رأس المال المفتوح التي تعتمد في تأسيسها على الادخار العلني، وتطرح أسهمها في الأسواق

[1] حازم شحادة، محمد الجيوسي،رياض الحلبي و آخرون، إدارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2001، ص ص 24-25.
[2] ماجدة العطية، إدارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2004، ص 37.
[3] سعاد نائف برنوطي، إدارة الأعمال الصغيرة-أبعاد للريادة-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2005، ص 126.
[4] محمد هيكل،مهارات إدارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص 51.

لعملية الاكتتاب، ويمكن تداولها في بورصة الأوراق المالية. وشركات المساهمة ذات رأس المال المغلق التي لا تعتمد في تأسيسها على الادخار العلني.[1]

-**الشركات ذات المسؤولية المحدودة:** هي الشركة التي تتكون من شخص واحد أو عدة أشخاص، وتتحدد مسؤولية الشركاء فيها حسب ما قدموه من حصص، أي يتحملون الخسائر حسب حصتهم في رأس المال.

2-حسب طبيعة التوجه: تنقسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب طبيعة التوجه إلى:

أ-مؤسسة عائلية: وهي المؤسسة التي يشتغل فيها أفراد العائلة، فقد تتخذ المنزل كمقر لعملها، ولا تستعمل تكنولوجيا متطورة في نشاطها، حيث يستعان باليد العاملة من الدرجة الأولى فيها، مما يؤثر على كمية المنتجات التي تقدمها.

ب-مؤسسة تقليدية: تعرف على أنها الصناعة التي تتم عن طريق (الصناعة المهرة) الذين يعملون بمفردهم أو بمساعدة بعض التلاميذ الصناعيين وبدون تقسيم زائد للعمل، ويكون الصانع الماهر أو الحرفي هو الأساس في الصناعة الحرفية.[2]

ت-مؤسسة حديثة: هي المؤسسات التي تستخدم الآلات والمعدات الحديثة والمتطورة، وعدد العاملين فيها يختلف من مؤسسة لأخرى وفق متطلبات التنمية بها، ولها القدرة على الاستفادة من

[1] لطفي شعباني، دور التحفيز الجبائي و الادخال البورصي في تنشيط المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مع دراسة حالة الجزائر الفترة 2005-2011، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014، ص ص 30-31.

[2] أحمد قايد نور الدين، استخدام أساليب جديدة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في قطاع الصناعات التقليدية و الحرفية في الجزائر، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التنمية المستدامة: واقع و آفاق، ملتقى وطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة واقع وآفاق يومي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، يومي 13-14 نوفمبر 2012، ص02.

الفنون الإنتاجية الحديثة واستخدام فنون تكنولوجيا التنظيم والإدارة من خلال التخطيط وتحليل السوق.[1]

3-حسب قطاع النشاط: تنقسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قطاع النشاط إلى ما يلي:

أ-مؤسسة إنتاجية: هي مؤسسة يتمحور نشاطها حول تصنيع منتجات إما استهلاكية توجهها مباشرة للمستهلك النهائي، أو منتجات توجهها إلى مصانع أخرى لإنتاج منتج معين.

ب-مؤسسة تجارية: تعمل المؤسسة التجارية على شراء السلع وإعادة بيعها إما على حالها دون إدخال فيها أي تغيير، أو تعبئتها وتغليفها ثم إعادة بيعها، حيث تختلف المؤسسة التجارية عن الإنتاجية في كونها لا تنتج المنتجات التي تسوقها.

ج-مؤسسة خدمية: لا تقدم المؤسسة الخدمية منتجات سلعية لعملائها، وإنما تقدم خدمات غير ملموسة في مختلف القطاعات كالخدمات السياحية، الإدارية، النقل...

الفرع الرابع: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تبرز أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الأدوار التي تلعبها والتي تعتبر مكملة لبعضها البعض، حيث أن دورا واحدا يكفي في جلب العديد من الايجابيات وفي مجالات مختلفة سواء إن كانت اقتصادية، اجتماعية أو سياسية.

1-الدور الاقتصادي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ويتمثل فيما يلي:

أ-المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي: تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمود الفقري للاقتصاد الوطني لأي دولة وخاصة للدول النامية، فهي مصدر لتوليد الناتج الوطني، حيث تسهم

[1] فتحي السيد عبده أبو سيد أحمد، الصناعات الصغيرة ودورها في تحقيق التنمية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص 44.

في بعض الدول الغربية بأكثر من 40% من الناتج الوطني، وقد بينت الدراسات والأبحاث الحديثة الدور الذي تقوم به المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دعم الاقتصاد الوطني، وفي التنمية الاقتصادية بصورة عامة.[1]

ب-المساهمة في تحسين ميزان المدفوعات: للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة القدرة على التفتح على الخارج وغزو الأسواق الأجنبية من خلال توجيه منتجاتها إلى الدول التي ترغب في التعامل معها،

تشير الأبحاث والدراسات في دول العالم النامي إلى إمكانية تفعيل دور المؤسسات الصغيرة في تنمية الصادرات، وذلك من خلال زيادة قدرتها على جدب المدخرات، واستخدامها في أغراض إنتاجية، ورفع كفاءتها الفنية والاقتصادية في استخدام الموارد المتاحة.[2]

ت-إحداث التوازن الجهوي: تواجه المدن أزمة الاكتظاظ والازدحام مما يجلب العديد من المشاكل منها التلوث البيئي الذي تسببه المصانع من جهة، وانتشار الفقر والبطالة وظهور أزمة السكن من جهة أخرى، وهذا نظرا إلى النزوح الريفي الذي تشهده العديد من المناطق الحضرية، وهنا يظهر دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تنتشر عبر أنحاء الوطن بما فيها المناطق الريفية والنائية، والتي تعمل في مختلف القطاعات كالزراعة والأعمال الحرفية.

ث-تحصين الاقتصاد القومي ضد الأزمات: إن كبر عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتنوع القطاعات التي تنشط فيها يجعلها قادرة على مواجهة الأزمات والتأقلم معها.

---

[1] محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 9، 2011، ص 174.

[2] المنظمة العربية للتنمية الإدارية، تطوير إدارة المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الوطن العربي،غريب جبر جبر، دراسة تحليلية للجوانب المالية و المحاسبية في المشروعات الصغيرة، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2008، ص6.

وطبقا لتقرير *INSEE، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر قدرة على مقاومة فترات الاضطرابات الاقتصادية من المؤسسات الكبيرة، والسبب في ذلك يرجع لاختيارها لاستثمار في القطاعات الديناميكية، وتضع نفسها في القطاعات ذات الاستثمار المالي الأقل.[1]

2-الدور الاجتماعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة : ويتمثل فيما يلي:

أ-توفير الاستقرار الاجتماعي: تعتمد إقامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مدخرات الأفراد ورأس مال منخفض نسبيا، مما يسهل على الراغبين في توظيف أموالهم على تحقيق أهدافهم، موفرين بذلك احتياجاتهم من جهة، ومتيحين مناصب شغل للراغبين في العمل من جهة أخرى. ومكافحة البطالة تجلب العديد من الايجابيات كتفادي الأمراض والآفات الاجتماعية كالسرقة، الانحراف وتعاطي المخدرات...

ب-دعم دور المرأة في المجتمع: في وقتنا الراهن تضاءلت المعتقدات والتقاليد التي تدعو إلى عدم شغل المرأة، حيث أبرزت مكانتها في المجتمع بمجهوداتها وعملها الجدي، فنجدها الآن تعمل في مختلف المجالات، كالأعمال الحرفية، وهنا يظهر دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الذي يكمن في استغلال طاقة المرأة وأوقات فراغها، مع توفير الظروف التي تلائمها، كمزاولة نشاطها في المنزل دون ضرورة الانتقال إلى مكان محدد للعمل.

ت-المساهمة في التوزيع العادل للدخول: نظرا لكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتمد على اليد العاملة من الدرجة الأولى، و نظرا لكبر عدد هذا النوع من المؤسسات، وفي ظل إمكانياتها

* **تقرير INSEE**: "Institue National de La Statistiques Et Des Etudes Economiques" هو تقرير يصدره المعهد الوطني للدراسات والإحصاءات الاقتصادية، الواقع مقره بفرنسا، يهدف إلى تقديم إحصاءات حول الأوضاع الاقتصادية كالزراعة، الصناعة، حركة الأسعار، والمؤسسات الناشطة، بالإضافة إلى الأوضاع الاجتماعية كالتعليم، البطالة والسكن...

[1] رابح خوني، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 52-53.

المادية المحدودة، فإنها توفر حجم كبير من مناصب الشغل المتشابهة والتي تنتمي إلى نفس مستوى السلم الوظيفي، مما يحقق نوع من العدالة في توزيع الدخول بين الأفراد.

المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عندما تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من عسر مالي تلجأ أولا إلى التمويل الذاتي، فإن لم يكفِ ذلك تلجأ إلى مصادر خارجية لتمويلها والتي صنفناها في دراستنا إلى التمويل الخارجي المباشر والتمويل الخارجي غير المباشر.

الفرع الأول: التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، وهو يمكن المنشأة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الاستثمارات وزيادة رأس المال العامل.[1] وتبرز أهميته في كونه يعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها بنفسها، ومن ثم القدرة على التطور والتوسع دون زيادة المصاريف والديون. ويتكون التمويل الذاتي من:

1-الاهتلاكات: هو التسجيل المحاسبي الذي يعبر عن النقص الفعلي أو المعنوي لقيمة الاستثمارات المادية مع مرور الزمن، حتى تتمكن المؤسسة من الاستفادة من التراكم المالي الناتج عنه عندما يتوجب عليها تجديد استثماراتها.

[1] أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008، ص 27.

2-المؤونات: هي عبارة عن مخصصات توضع لمواجهة الأعباء والخسائر محتملة الوقوع، وبعبارة أخرى هي أموال تقتطع من الأرباح لتفادي الوقوع في أخطار في المستقبل، وعلى المؤسسة تخصيصها حتى وإن كانت نتيجتها سالبة.

وتطبيقا لمبدأ الحيطة والحذر يجبر القانون التجاري الجزائري في مادته 718 المؤسسات على أخذ هذه الأمور بعين الاعتبار، أي تسجيلها في دفتر المحاسبة، وذلك بتكوين مؤونات تدهور قيم المخزون والحقوق ومؤونات الأعباء والخسائر، سواء كانت النتيجة إيجابية أو سلبية حفاظا على صدق الميزانية.[1] وتصنف المؤونات كما يلي:

أ-مؤونات تدني الأصول: والتي تشمل بدورها كل من :

- مؤونة تدني المخزونات: يتم تكوينها في نهاية الدورة إذا كانت قيمة المخزونات أقل من تكلفة الشراء أو الإنتاج حسب طبيعة المخزون.
- مؤونة تدني الزبائن: يتم تكوينها حسب قيمة المبلغ المحتمل عدم تسديده من قبل الزبون.
- مؤونة تدني السندات: يتم تكونها إذا كان سعر بيع السندات في السوق في نهاية الدورة أقل من سعر شرائها.

ب-مؤونة الأعباء و الخسائر: والتي تشمل مؤونات الخسائر المحتملة وغير المؤكد حدوثها وأيضا مؤونات الأعباء الموزعة على عدة سنوات.

3-الأرباح المحتجزة: هي الجزء غير الموزع من الأرباح على المساهمين من أجل تحقيق عائد استثماري أفضل في المستقبل. حيث تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا رئيسيا لتمويل التوسع في

[1] حسن سمير عشيش، التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض و التوسع النقدي في البنوك، الطبع الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص 124.

المنشآت، وعلى الرغم من أن التوسع في أعمال الشركات مرغوب به، فإن توزيع الأرباح على المساهمين هو الآخر مرغوب به، وهذان الهدفان متعارضان: فارتفاع معدل توزيع الأرباح معناه أرباح محتجزة أقل وبالتالي معدل نمو أقل أو أبطأ في الأرباح المستقبلية و بالتالي في القيمة السوقية للأسهم.[1]

الفرع الثاني: التمويل الخارجي المباشر

يقصد بالتمويل الخارجي المباشر حصول المؤسسة على الأموال اللازمة من طرف ثاني دون تدخل أي وسيط، ويتم اللجوء إلى هذا النوع من التمويل إذا لم تكتف المؤسسة بالتمويل الداخلي لمواجهة احتياجاتها ومتطلباتها، وبالتالي يعتبر التمويل الخارجي المباشر مكملا للتمويل الداخلي. وفيما يخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد تلجأ إلى هذا النوع من التمويل عن طريق إما الرفع في رأس المال، أو الأوراق التجارية، أو التسهيلات الائتمانية من مورديها وعملائها والتي سنعرضها فيمايلي:

1-الأسرة والأصدقاء: إن أول مصدر يتوجه إليه صاحب المشروع الصغير عندما تعجز موارده الذاتية عن توفير التمويل اللازم لمشروعه هم الأسرة والأصدقاء لطلب قرض منهم إما قرضاً حسناً بدون فائدة من باب المعونة أو بفائدة منخفضة.[2]

2-زيادة حقوق الملكية: يعد قرار زيادة رأس المال نقدا من أصعب القرارات وذالك لتميزه بالتعقيد مقارنة بالقرارات التمويلية الأخرى، ولكونه يأخذ في الاعتبار وجهة نظر المستثمرين وتطلعاتهم اتجاه أداء المؤسسة والذي يتطلب من المسير المالي المتابعة المستمرة لأسعار الأسهم في السوق

[1] موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل و الاستثمار في صناعة السياحة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 40.
[2] محمد عبد الحليم عمر، التمويل عن طريق القنوات التمويلية غير الرسمية، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطورها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب، 25-28 ماي 2003، ص 08.

المالي، حيث يكون هذا القرار مرهونا بالأداء المالي للمؤسسة.[1] وعندما تحتاج المؤسسة إلى سيولة تلجأ إلى الرفع في رأسمالها من خلال عدة طرق والتي نلخصها فيما يلي:

أ-**إصدار أسهم جديدة:** يمكن للمؤسسة أن تسد احتياجها للسيولة عن طريق اكتتاب أسهم جديدة، وينبغي أن تكون الأولوية للمساهمين القدامى، فإن لم يقبلوا بهذا العرض يمكن أن توجهه إلى أفراد جدد.

ب-**تحويل السندات إلى أسهم:** إذا تعرضت المؤسسة لضيق مالي يمكن أن تستبدل السندات القابلة للتحويل بعدد من حصص الأسهم العادية أو أحيانا الأسهم الممتازة، بشرط أن لا تقل القيمة الاسمية للسند عن القيمة الاسمية للأسهم، وفي ظل هذه الطريقة من التمويل تكون المؤسسة قد استبدلت مصدر تمويل مؤقت بمصدر تمويل دائم على اعتبار الأرباح السنوية التي تدفعها للمساهمين.

ت- **الاندماج:** أحيانا نجد أن حل مشكلة الوصول بالشركة الصغيرة إلى الحجم الذي تصبح معه أوراقها المالية قابلة للتسويق يكمن في إدماجها مع شركة أو أكثر في نفس مركزها، وتقوم عادة بإنتاج منتجات مماثلة أو مكملة complementary.[2]

3-الائتمان التجاري: هو نوع من أنواع التمويل القصير الأجل، يتم تحصيله من قبل الموردين من خلال الحصول على المشتريات ودفع ثمنها في تاريخ لاحق حسب ما هو متفقعليه بين المشتري والمورد.

[1] الياس بن ساسي، ذهيبة بن عبد الرحمن، قرار الرفع في رأس المال نقدا تحت تأثير الأداء المالي و البورصي –دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص 45.
[2] طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص 154.

الفرع الثالث: التمويل الخارجي غير المباشر

يعتبر التمويل غير مباشرا بمجرد دخول وسيط في العملية، وتتمثل أنواع التمويل غير المباشر فيما يلي:

1-الائتمان المصرفي: عادة ما تضع البنوك شروطا للائتمان المصرفي تجعله صعب المنال للمنشآت صغيرة الحجم، والمنشآت التي هي في بداية عهدها بالنشاط الذي تتعامل فيه، والمؤسسات التي لا تتميز بمركز مالي قوي، فقد تطلب البنوك من مثل هذه المنشآت تقديم ضمانات كما قد تطلب توقيع طرف ثالث كضمان للتعاقد، أو تطلب سداد الفوائد مقدما أو سداد قيمة القرض على دفعات. [1] وينقسم الائتمان المصرفي حسب المدة إلى قروض قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل.

أ-القروض قصيرة الأجل: هي تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بإرجاعها في فترة لا تزيد عن عام، وهناك مسألتان مهمتان في هذا الشأن والتي تهتم بهما إدارة الشركة، المسألة الأولى تتعلق بالمدى التي يمكن أن تذهب إليه الشركة في الاعتماد على هذا النوع من القروض و هذا الأمر يتوقف على هيكل الموجودات للشركة كما يتوقف على ميل الإدارة لتحمل المخاطر، أما المسألة الأخرى والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الأجل وهناك اعتباران رئيسيان في هذا الصدد هما التكلفة التي تتحملها الشركة ومدى إمكانية الاعتماد على المصدر في تزويد الشركة بالاحتياجات المطلوبة.[2]

[1] حسن سمير عشيش، مرجع سبق ذكره، ص 126.
[2] الياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، العلاقة بين الرفع المالي و عوائد الأسهم- دراسة عينة من الشركات الأردنية المساهمة-، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 8، 2012، ص 153.

ب-القروض متوسطة الأجل: مدة هذه القروض 5-7 سنوات، و في بعض الأحيان 10 سنوات، وتستخدم عادة لتمويل إنشاء المباني، المباني الإدارية، مستلزمات المباني، تنمية الأراضي والعمليات المستقبلية للمشروعات أو تأجير أو شراء المعدات. وقد يتطلب هذا النوع من القروض تقديم رهنا.[1]

ت-القروض طويلة الأجل: هي القروض التي تفوق مدة استحقاقها سبع سنوات، وغالبا ما تكون موجهة للاستثمارات الكبيرة أو العقارات.

2-التأجير التمويلي: يعتبر التأجير التمويلي من أعمال الوساطة المالية، حيث يقوم المؤجر بتمويل شراء الأصول التي يحتاجها المستأجر ويؤجرها له على مدى فترة التعاقد، ويحصل المؤجر على إيجار كاف خلال هذه الفترة، يشمل هامش ربح مناسب من خلال سلسلة المدفوعات التي يدفعها المستأجر والتي تزيد في مجموعها عن ثمن شراء الأصول المقتناة، بالإضافة إلى أنه قد يتم الاتفاق بين المؤجر والمستأجر، على أن يعود الأصل للمؤجر بعد فترة التأجير، وذلك من حق المستأجر أن يقوم بشراء الأصل إذا رغب في ذلك .[2]

3-التمويل الإسلامي: هو نوع من التمويل، أو على الأصح أسلوب في التمويل يستند إلى قاعدة فقهية وهي أن الربح يستحق في الشريعة بالملك أو بالعمل و هو ما يعني أن عنصر العمل يمكن أن يدخل النشاط الاقتصادي على أساس الربح، فالتاجر الذي لديه خبرة بالعمل التجاري يمكن أن يدخل السوق بدون مال ويعمل بمال غيره عن طريق تقاسم الربح بنسبة يتفقان عليها.[3]

---

[1] رشدي صالح عبد الفتاح صالح، التمويل المصرفي للمشروعات، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 2006، ص 126.
[2] مصطفى كمال السيد طايل ،البنوك الإسلامية و المنهج التمويلي ،الطبعة الأولى ،دار أسامة للنشر و التوزيع ،الأردن، 2012، ص ص 280 -281 .
[3] ميلود زيد الخير، التمويل الإسلامي الأسس و المبادئ، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي واقع و تحديات، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 9 ديسمبر 2010، ص 03.

4-سوق الأوراق المالية: وهي آلية للتوسط بين قطاع الادخار المحلي والاستثمار الوطني والأجنبي، وعملية التمويل الاستثماري أو إعادة ضخ الاستثمارات في البنية التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتوفير حاجتها من الأموال الكافية لإعادة توسيع الإنتاج و تجديد حركته على مستوى اقتصاد السوق، وبلجوء هذه الأخيرة إلى البورصة للادخار العلني بدلا على القروض البنكية ويمكنها من تنمية رأسمالها وتمويل برامجها الاستثمارية الأكثر طموحا وكذا تنوع مصادر التمويل، وتسمح هذه الآلية للمؤسسات بإدخال مساهمين جدد في رأسمالها.[1]

5- **التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر:** هي الشركات المتخصصة في تمويل المؤسسات التي تواجه صعوبات في كافة مراحل تطورها، بالإضافة إلى مساندتها طيلة مدة التعثر من خلال تقديم النصائح والمشورة، وتسمى بشركات رأس المال المخاطر لكونها تشارك في تمويل المؤسسات دون ضمان العائد.

المطلب الثالث: مشاكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأساليب حلها

نظرا لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهي معرضة بصفة كبيرة للمشاكل التي تكون إما تمويلية أو غير تمويلية، وهذا ما سنتطرق له في هذا المطلب بالإضافة إلى عرض بعض الحلول التي تساعدها على تخطي العقبات.

الفرع الأول: المشاكل التمويلية

قسمنا المشاكل التمويلية إلى مشاكل متعلقة بالتسيير الداخلي للمؤسسة ومشاكل متعلقة بعوامل خارجية كما يلي:

[1] عبد الله خبابة، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013، ص 216.

1-المشاكل المتعلقة بالتسيير الداخلي للمؤسسة: تتمثل في:

أ-ضعف التمويل الذاتي: يبقى دائما العنصر المادي مشكلا رئيسيا يعيق مسار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي غالبا ما تعاني من نقص في الموارد المالية، مما يعرقل نشاطها مسببا بذلك العديد من المشاكل.

ب-نقص الخبرة في الإدارة المالية: تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات في التسيير نظرا لقلة الخبرة لدى مالكيها (بما أن المالك هو المسير)، مما يؤثر سلبا على قرارات التمويل المتخذة، لذلك ينبغي تبني استراتيجيات لضمان بقائها و استمراريتها.

ت-التسهيل الزائد عن الحد للبيع الآجل: من بين الأسباب الرئيسية لفشل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنح المبالغ فيه للائتمان التجاري للعملاء بهدف زيادة حجم المبيعات والأرباح، غير أن هذا الإجراء يجب ان يكون مخططا وفقا للإمكانيات المالية للمؤسسة وكذا قدرة العملاء على الدفع، حيث أن التأخير أو العجز في التسديد سيؤدي إلى نتائج عكسية على المؤسسة.[1]

2-المشاكل المتعلقة بعوامل خارجية: تتمثل في:

أ-مشكلة الحصول على التمويل البنكي: تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبة في الحصول على التمويل البنكي نظرا لعدم ثقة هذا الأخير فيها وعدم توفرها على الضمانات الكافية التي يفرضها عليها البنك للحصول على التمويل اللازم. ويظهر ذلك في العراقيل التي تواجهها هذه المؤسسات عند لجوئها إلى التمويل المصرفي:[2]

[1] رابح خوني، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص 186.
[2] محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة-دراسة حالة مجموعة من مؤسسات الجنوب الجزائري خلال الفترة (2011-2012)-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في إدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص 166.

- الإجراءات المعقدة و الطويلة وعدم الشفافية في منح القروض؛
- النقص الشديد في التمويل طويل الأجل؛
- تمركز قرارات منح الائتمان على المستوى المركزي وعدم تفويض ذلك في أغلب الحالات إلى الوكالات المحلية.

ب-غياب الحيوية المالية لدى البنوك: يقصد بالحيوية المالية مدى قدرة المؤسسات على تعبئة تكاليفها، وتحصيل قروضها، وتحقيق الربح، [1] لكن معظم المؤسسات البنكية غير قادرة على تحقيق هذه الأهداف، بسبب سوء التسيير وضعف الاستراتيجيات المسطرة من قبلها، وخير دليل عن ذلك هو نمط تعاملها مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي يمكن أن تكون أهم زبون بالنسبة للبنوك نظرا لكبر عددها الذي يفوق بكثير عدد المؤسسات الكبيرة في معظم اقتصاديات الدول.

وحسب تقرير أنشطة الأعمال الذي تصدره مجموعة البنك الدولي فقد احتلت الجزائر سنة 2014 المرتبة 171 من أصل 189 دولة من حيث سهولة الحصول على الائتمان بصفة عامة، [2]مما يوضح أن الجزائر بعيدة كل البعد عن باقي الدول التي تسعى إلى تطوير اقتصادها عبر تشجيعها على اللجوء إلى الجهاز المصرفي لتمويل الاستثمارات وكذا النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ت-صعوبة الحصول على التمويل من البدائل التمويلية الأخرى: لا تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبة في الحصول على التمويل من قبل البنوك فحسب، بل حتى البدائل التمويلية

[1] اسماعيل محمد الزيود، دور المشروعات الإنمائية الصغيرة في التنمية الريفية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر و التوزيع، الأردن، ص 55.
[2] موقع البنك الدولي، أنشطة الأعمال 2015، http://www.doingbusiness.org/rankings، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/09/14.

(الإيجار المالي، التمويل الإسلامي، السوق المالي) لا توفر لها الفرص اللازمة لتمويل استثماراتها، ويبقى السبب الرئيسي هو عدم ثقتهم بهذا النوع من المؤسسات.

الفرع الثاني: المشاكل غير التمويلية

قسمنا المشاكل غير التمويلية إلى مشاكل تتعلق بالمؤسسة ومشاكل خارجة عن سيطرة المؤسسة كما يلي:

1-المشاكل المتعلقة بالمؤسسة: وتتمثل فيما يلي:

أ-ضعف أساليب التخطيط وعدم الاهتمام بوسائل البحث العلمي والتطوير: تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من ضعف في أساليب التخطيط والبحث العلمي والتطوير وتتمثل هذه المشكلات فيما يلي:[1]

- التوسع في الإنتاج وتراكم حجم المخزون السلعي دون النظر إلى الظروف الاقتصادية المستقبلية.
- عدم إتباع سياسات مقننة فيما يتعلق بالاختيار والتعيين والأجور وتطوير الكفاءات الإدارية للعاملين فيها.

ب-مشكلة التوسعات غير المخططة: فقد لوحظ أن أصحاب هذه المؤسسات يقومون بإجراء توسعات واستثمار في المباني والتأثيث وشراء مخزونات سلعية كبيرة، وذلك دون تخطيط وتقدير للظروف الاقتصادية المستقبلية.[2]

[1] هيا جميل بشارات، التمويل المصرفي الاسلامي، الطبعة الأولى، دارالنفائس لنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 44.
[2] عبد الله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 42.

2-المشاكل المتعلقة بعوامل خارجية: تتمثل فيما يلي :

أ-المشاكل الإدارية: من بين المشاكل الإدارية نجد البيروقراطية، انتشار الرشوة والمحسوبية وفرض إجراءات ثقيلة، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار بالإضافة إلى إضاعة الوقت، وهذا ما يعرقل نشاط المستثمرين والراغبين في إقامة المشاريع، بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تجد صعوبة في مجاراة هذه العوامل التي تخرج عن نطاق تحكمها.

ب-مشاكل الضرائب والرسوم: يعاني العديد من أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من ارتفاع أسعار الضريبة والتقدير الجزافي لأرباحهم في كثير من الحالات.[1] كما أن النظام الجمركي يشكل صعوبات عديدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك نتيجة الإجراءات المتخذة من قبل إدارة الجمارك التي تسير وفق تشريع لا يسهل نشاط هذا القطاع وكذلك لبعده عن التطبيقات والأعراف الدولية التي تتماشى وتكييف القوانين والآليات الجمركية، حيث يتميز قطاع الجمارك بالبيروقراطية وتعدد قنوات الرشوة.[2]

الفرع الثالث: أساليب حل المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعرض المؤسسات للمشاكل نتيجة إخفاقها في تسييرها الداخلي، لذلك لابد من وضع حلولا متعلقة بالتسيير الداخلي للمؤسسات ومن ثم الانتقال إلى الحلول الخارجية.

[1] فتحي السيد عبده أبو سيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 99.
[2] لطفي شعباني، دور التحفيز الجبائي والادخال البورصي في تنشيط المؤسسات الصغيرة والموسطة مع دراسة حالة الجزائر الفترة 2005-2011، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 130.

1-الحلول المتعلقة بالتسيير الداخلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة: تتمثل في:

أ-إدارة الموارد المالية: أفضل الوسائل الدفاعية في مواجهة المشاكل المالية هي تطوير نظام معلوماتي عملي، ومن ثم استخدام هذه المعلومات لاتخاذ القرارات المتعلقة بالعمل. إذ لا يمكن لصاحب أي مشروع من السيطرة على عمله إلا إذا كان قادرا على الحكم على مدى صحته المالية.[1]

ب-تحديد المسحوبات الشخصية والتحكم في توزيع الأرباح: بهدف صيانة مستوى النقدية، فإن من المطلوب التقليل من المسحوبات الشخصية من قبل المالكين (في المؤسسات الفردية والتضامنية) وتأجيل أي توزيع للأرباح على المساهمين في الشركات رغم أنه قد يكون ذلك صعبا في المؤسسات العائلية التي يتملكها المدير نفسه، لأن أفراد العائلة يعتمدون على المسحوبات الشخصية والأرباح الموزعة لتغطية النفقات العائلية.[2]

ت-تشجيع الابتكار: إن أرادت المؤسسة أن تتقدم، تنمو وتتطور وتصبح أكثر ربحية وكفاءة واستدامة، فإنها بحاجة لتنفيذ أفكار جديدة بنجاح، فيجب عليها أن تكون دائمة الابتكار، وعلى حد قول عالم الاقتصاد جوزيف شومبيتر الذي عبر عنه بصراحة، فإن الابتكار "يقدم جزرة المكافأة الرائعة أو عصا الفقر المدقع". [3]

[1] ماجدة العطية، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.
[2] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 397.
[3] مارك دودجسون، ديفيد جان، الابتكار-مقدمة قصيرة جدا-، ترجمة زينب عاطف سيد، الطبعة الاولى، مؤسسة هنداوي للتعليم و الثقافة، مصر، 2014، ص 25.

ث-قبول المخاطرة: المخاطرة هي قبول مشروع أو فكرة حين يكون النجاح غير مؤكد بل مجرد احتمال. قد يكون احتمال النجاح كبيرا وقد لا يكون، والتأكد من النجاح قبل التنفيذ يكاد يكون مستحيلا، حتى في المشروعات التي تنتج سلعا ضرورية لا غنى عنها للمستهلك كالسلع الغذائية.[1]

2-الحلول المتعلقة بالجهات الخارجية: و تتمثل فيما يلي:

أ-تسهيل فرص الحصول على التمويل: أكبر عائق يقف أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو العنصر المادي، فغالبا ما نجدها تتجه إلى البنوك والمؤسسات المالية بحثا عن التمويل اللازم، لكن تواجه صعوبات نظرا لطبيعتها التي لا تتلاءم مع نظام وشروط هذه البنوك، ولتسهيل الحصول على التمويل ينبغي على السلطات المعنية أن تخصص أقساما تهتم بخدمة هذا النوع من المؤسسات أو تقيم بنوكا متخصصة في هذا المجال. وبما أن مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تقتصر فقط على التمويل البنكي، ينبغي الالتفات إلى المصادر التمويلية الأخرى كسوق الأوراق المالية التي تعتبر بديلا ومكملا للقطاع البنكي، والتي لا تحظى بالاهتمام الكاف سواء من قبل مسيري المؤسسات أو من قبل الحكومات.

ب-الدعم الحكومي: تسعى معظم دول العالم إلى تطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لإدراكها لأهميته وما يمكن أن يقدمه على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، لذا فقد انتشرت العديد من الأجهزة والدوائر المتخصصة في هذا المجال. إلا أنها تختلف في الأهمية والمكانة، فإدارة الأعمال الصغيرة في الولايات المتحدة تهتم بجمع البيانات عن الأعمال الصغيرة وتقوم بإصدار

[1] حمدي الحناوي، تنظيم المشروعات الصغيرة و المتوسطة، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص215.

قوائم بمن يعتبر عملا صغيرا، وتقدم لهم المساعدة الفنية والمالية وتقترح السياسات والتشريعات التي ترعى مصالحهم وتجري الدراسات عنهم.[1]

ت-دعم من قبل المنظمات غير الحكومية: على الرغم من المجهودات التي تبذلها المنظمات غير الحكومية اتجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن هذا القطاع لا يزال يشهد عدة نقائص وصعوبات تعرقل نموه وتطوره نظرا لطبيعته التي تحتاج إلى الدعم ليس المادي فقط بل حتى الدعم المعنوي والفني.

ث-إنشاء الحدائق العلمية: هي عبارة عن منظمة يديرها مهنيون متخصصون هدفهم الرئيسي زيادة ثروة المجتمع عن طريق الترويج لثقافة الابتكار وللمنافسة بين الأعمال المرتبطة بها والمؤسسات القائمة على تقدم المعرفة.[2] حيث تُعرف الحديقة العلمية " Science Park " على أنها واحة للتعاون بين الإمكانيات المعرفية لمنسوبي الجامعات وطلبتها من جهة وبين المتطلبات المعرفية العلمية التي تحتاجها المؤسسات الصناعية والشركات التجارية والهيئات الخدمية الأخرى. وعلى ذلك، فإن "الحديقة العلمية" تحتوي عادة على مواقع لشركات ومؤسسات صناعية وتجارية مُختلفة تتعاون مع كليات الجامعة وأقسامها من خلال منسوبيها وطلبتها لتطوير معطيات هذه المؤسسات والشركات وفتح آفاق جديدة للعمل والاستثمار المعرفي المُشترك.[3]

[1] سعاد نايف البرنوطي، إدارة الأعمال الصغيرة أبعاد للريادة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 102.
[2] إدارة البحث العلمي، الحدائق العلمية و مناطق التقنية، الطبعة الثانية، جامعة الملك عبد العزيز، وكالة الجامعة للدراسات العليا و البحث العلمي، ، جدة، 2004 ،ص 16.
[3] الزين منصوري، آليات دعم و مساندة المشروعات الريادية و المبدعة لتحقيق التنمية –حالة الجزائر-، الملتقى الدولي حول الابداع و التغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، جامعة سعد دحلب، البليدة، يومي 12 و 13 ماي 2010.

ج–دعم سياسي وإعلامي: يتطلب توفير هذه المساعدات أن تهتم النقابات والأحزاب السياسية والمؤسسات الإعلامية بالاحتياجات الخاصة لهذه الفئة الكبيرة والمهمة جدا، فتعبر عن حاجتها الخاصة وتمكنها من ممارسة الضغط على أصحاب القرار لمراعاتها.[1]

المبحث الثاني: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية بديلا تمويليا للمؤسسات، ومكملا للتمويل الذاتي والبنكي، تلجأ إليها المؤسسات للحصول على الأموال اللازمة إما عن طريق فتح نسبة من رأسمالها للجمهور أو عن طريق إصدار سندات، وفي هذا المبحث سنتعرف عن الأدوات المالية المستعملة في سوق الأوراق المالية وكذا شروط الإدراج فيها.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

هناك عدة تسميات لسوق الأوراق المالية كالسوق المالية، سوق رأس المال، بورصة القيم المتداولة أما المصطلح الشائع هو "البورصة"، و للتعرف عليها قدمنا في هذا المطلب تعاريفا شملت عدة جوانب بالإضافة إلى أقسامها و أهميتها.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

إن انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلفت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في مبدأ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا و أمريكا.[2]

[1] سعاد نايف البرنوطي، مرجع سبق ذكره، ص 101.
[2] عبد الغفار حنفي، رسمية قرباقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 25.

يرى البعض أن كلمة "بورصة" ترجع إلى اللقب الذي كان يلقب به تاجرا كان يمتلك فندقا في مدينة (بروجس) البلجيكية، وكان اسمه "Vander Bourse"، وقد كان هذا الفندق ملتقى التجار في هذه المدينة في القرن الخامس عشر.[1] وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة أنفرس عام 1536 ثم في أمستردام عام 1608 ثم في لندين عام 1666 ثم في باريس 1808.[2]

بالرغم من تعدد التعاريف حول سوق الأوراق المالية، إلا أنها تحتوي على نفس المعنى، وفيما يلي بعض التعاريف:

1-التعريف الأول: "هي آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراءا".[3]

2-التعريف الثاني: "هي نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".[4]

3-التعريف الثالث: "هي الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق".[5]

---

[1] مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص 9.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، بورثات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار علا الكتب، مصر، 2003، ص 5.

[3] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 21.

[4] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 185.

[5] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 92.

4-التعريف الرابع: "هي سوق منظمة يتجمع فيه البائعون والمستثمرون في مواعيد محددة لعقد وتبادل صفقات بيع وشراء حقوق الثروة سواء كانت حقوق ملكية كالأسهم أو حقوق دين كالسندات والقروض".[1]

وبالتالي يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها نظام يقام فيه عمليات شراء وبيع الأوراق المالية كالأسهم والسندات، من خلال الاكتتاب الأولي أين يتم إصدار الورقة المالية لأول مرة من قبل الشركة، أو من خلال اللجوء إلى الأوراق المتداولة في السوق، وتتم هذه العملية بالاعتماد على سماسرة ووسطاء معتمدين في هذا المجال.

الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

1-السوق الأولية (سوق الإصدار): و هي السوق التي تتم فيها العمليات المتعلقة بإصدار أوراق مالية جديدة متاحة للتداول،[2] تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقترض والمقرض، وتعتبر الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق حيث أن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار، بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة. [3]

[1] مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص 11.
[2] Nelly DESBARIERE, La Bourse et ses Back-offices, 3eme édition, ECONOMICA, paris, 2001, P11.
[3] أسار فخري عبد اللطيف، http://www.noorsa.net/files/file/d3e9_48.pdf، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/06/13، ص 2.

تتصف عملية الإصدار بأنها غير دورية وغير متكررة، وإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة ببيع هذه الأسهم، فإن البائع للسهم في هذه الحالة مستثمر آخر غير الشركة التي أصدرت الأسهم لأول مرة، حيث تتم فيما يسمى بالسوق الثانوية.[1]

2-السوق الثانوية: تقوم السوق الثانوية للأوراق المالية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه للتقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، بمعنى أنه بدون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلا سوقا أولية للأوراق المالية.[2] فهي عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها.[3]

ويتم التداول في السوق الثانوية باستخدام أحد الأسلوبين:[4]

- **أسلوب التفاوض:** حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.
- **أسلوب المزاد العلني:** والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع و المشتري.

وتنقسم السوق الثانوية إلى:

أ-السوق المنظمة: هي السوق التي يقتصر التعامل فيها على الشركات المقيدة والتي تخضع لرقابة إدارة البورصة وتلتزم بقواعد الإفصاح والشفافية ومواعيد التقدم بالقوائم المالية وفق المعايير المحددة، وتتحدد أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المنظمة بآلية العرض والطلب.[1]

---

[1] عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 41.
[2] عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 27.
[3] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 19.
[4] عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 28.

ب-السوق غير المنظمة: وهي سوق تشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق، ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية، ويستخدم هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.[2]

وبالإضافة إلى أقسام السوق الثانوية السابقة الذكر (السوق المنظمة و غير المنظمة) هناك أقسام أخرى والمتمثلة في السوق الثالثة والسوق الرابعة.

ت-السوق الثالثة: وهي قطاع من السوق غير المنظمة بمعنى أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة) ويتم التعامل فيها من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظمة. وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها.[3]

ث-السوق الرابعة: يشار إلى هذه الأسواق على الصفقات التي تتم بين المستثمرين الأفراد والأغنياء، والمستثمر المؤسسي بدون تدخل السمسار، وعلى الأوراق المالية في السوق المنظمة

---

[1] طارق عبد العظيم أحمد، http://www.olc.bu.edu.eg/olc/images/sec-7%20(1).pdf، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/05/03، ص 15.

[2] دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، مجلد 41، العدد 96، 2009، ص 59.

[3] عبد الغفار حنفي، رسمية قرباقص، مرجع سبق ذكره، ص 39.

والسوق الموازية، والسمة الأساسية لهذه السوق هي السرعة في إتمام الصفقة وبتكلفة منخفضة جدا.[1]

الفرع الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية

لقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتحقيق رغبات وحاجات المتعاملين المالية، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات،[2] وبالتالي تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية في الوظائف التي تقدمها والمتمثلة في:

-تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الإنتاجية، وتسمى بالوظيفة التعبوية، فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة واسعة لرأس المال طويلة المدى، وهذا لا يتحقق عن طريق التمويل المصرفي الذي ينصرف إلى توفير تمويل قصير المدى، ومن هنا تولدت الحاجة إلى وجود أسواق الأوراق المالية لتكون بحكم وظيفتها همزة وصل بين مدخرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية.[3]

-إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات أسعار الأوراق المالية وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايدة،

[1] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 105-106.
[2] دينا أحمد عمر، مرجع سبق ذكره، ص 60.
[3] أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية، تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة، أطروحة لينل شهادة دكتوراه في العلوم، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2013، ص 17.

حيث تتحدد فيها الأسعار من خلال قوى العرض والطلب، ويتم نشرها من قبل إدارة السوق، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.[1]

-إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، إلا أن نجاح البورصة في تحقيق هذه الوظائف رهين بوجود طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع والشراء وذلك لتهيئة سوق تتميز بالاستمرار، كذلك لابد من وجود نشاط في التعامل بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين. [2]

-المساهمة في تحقيق كفاءة مالية عن طريق توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا، وهو ما يصاحبه نموا وازدهارا اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:[3]

- كفاءة التسعير، بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة؛
- كفاءة التشغيل، بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعلومات؛
- عدالة السوق، بمعنى أن تتيح السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات؛
- الأمان، ويقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف.

[1] جمال الدين سحنون، بروز أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة لدول مصر،تونس و الجزائر، أطروحة لنيل شهادة كتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 47.
[2] ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 217.
[3] لطفي شعباني ، مرجع سبق ذكره، ص 213.

-الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطرقات أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود التي تحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة.[1] حيث تعد سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة، وذلك ببيع وشراء الأوراق المالية قصد التحكم في النقود للحد من التضخم أو الانكماش بحسب الحالة الاقتصادية التي تمر بها الدولة.[2]

المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في السوق

تعددت الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث استحدثت أنواع جديدة لكل من الأسهم والسندات، كما تم ابتكار أنواع أخرى كالمشتقات المالية التي تكون في شكل عقود مستقبلية، عقود الخيارات، عقود آجلة وعقود المبادلة.

الفرع الأول: الأسهم

تعبر الأسهم عن حق الملكية في شركة معينة، يتم تداولها في السوق الثانوية حتى تنتقل هذه الملكية من شخص لآخر، وتنقسم بصفة عامة إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1-الأسهم العادية: تعبر عن الحق في ملكية نسبة من رأس المال في شركة معينة، والحق في العضوية في المجلس الإداري والمشاركة في اتخاذ القرارات وأيضا الحق في الحصول على عائد من إيراد الشركة، تلجأ إليها هذه الأخيرة لتمويل العجز في ميزانيتها كبديل عن أساليب التمويل الأخرى، وتتمثل قيمها فيما يلي:

[1] جمال الدين سحنون، شروط مرجع سبق ذكره، ص 47.
[2] أحمد رجراج، مرجع سبق ذكره، ص 18.

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تظهر على وجه الورقة والتي تم تحديدها من قبل الشركة.
- **قيمة الإصدار:** هي القيمة التي يصدر بها السهم في السوق الأولية، والتي تعبر عن القيمة الاسمية بالإضافة إلى علاوة الإصدار*.
- **القيمة الدفترية:** تعبر عن المركز المالي للشركة، والقيمة الحقيقية للسهم، وتتمثل في الأموال الخاصة على عدد الأسهم.
- **القيمة التجارية (السوقية):** وهي القيمة التي يتداول فيها السهم في السوق الثانوية.
- **القيمة عند التصفية:** هي القيمة المتفق على تحصيلها عند التصفية.

ولا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته وإذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال. وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئا منها على الإطلاق.[1] ويمكن تصنيفها بموجب معايير ومؤشرات عديدة تبعا لأدائها ولسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية كما يلي:[2]

أ-الأسهم المدافعة Defensive Stocks: وهي الأسهم التي يتوقع بقائها مستقرة أو متزايدة أثناء مرحلة الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال والتقلبات الحادة في الأسواق المالية.

ب-الأسهم الدورية Cyclical-Stocks: وتتمثل بالأسهم التي يرتبط مستوى أسعارها وأرباحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي أسهم تعود لشركات سريعة التأثر بتغير الاقتصاد.

---

* **علاوة الإصدار**: هي قيمة تضاف إلى القيمة الإسمية عند زيادة رأس مال الشركة لتحقيق العدالة بين المساهمين القدامى و الجدد.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرباقص، مرجع سبق ذكره، ص 16.

[2] هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة و الاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص ص 56-57.

ت-الأسهم المضاربة Speculative Stocks: وهي الأسهم التي يتأمل المستثمر تزايد أسعارها مستقبلا وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة فإن المستثمرين في هذه الأسهم يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات ووسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابا في زيادة أسعار أسهم الشركة وتميل هذه الأسهم إلى التقلب كما كلما توفرت معلومات جديدة.

ث-أسهم الدخل: يتم شراء هذه الأسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، كما تقدم هذه الأسهم شكلا منتظما من توزيعات الدخل وقابلة للتنبؤ بها مستقبلا.

2-الأسهم الممتازة: قد ينص في النظام الأساسي للشركة المصدرة للأسهم على منح بعض الامتيازات لنوع معين من الأسهم سواء أثناء حياة الشركة أو عند تصفيتها،[1] لذلك تعد أقل مخاطرة من الأسهم العادية، فبالرغم من أنها قد لا تعطي لحاملها الحق في العضوية في المجلس الإداري إلا أنها تمنحه الحق والأولوية عند توزيع الممتلكات عند التصفية. ومن أنواع الأسهم الممتازة:

أ-الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: تظهر عندما تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، وعادة ما يكون لحملة هذه الأسهم نسبة محددة من الأرباح، وتكون هذه النسبة عالية نسبيا، ولذلك بمجرد أن يتحسن المركز المالي للشركة، تنتهز الشركة هذه الفرصة وتقوم بسداد هذه الأسهم لأصحابها للتخلص من النسبة العالية من الأرباح التي تدفعها لحملة هذه الأسهم.[2]

ب-الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: هي الأسهم التي يظهر فيها شرط قابليتها للتحويل إلى أوراق مالية أخرى عند إصدارها، فيمكن أن تحول إلى أسهم عادية.

---

[1] طارق عبد العظيم أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 22.
[2] محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 19.

ت-الأسهم الممتازة القابلة للتصويت: على الرغم من أن طبيعة الأسهم الممتازة لا تسمح بحق التصويت في مجلس الإدارة والجمعيات العمومية، إلا أنه في بعض الأحيان ونتيجة لظروف معينة يمكن للشركة أن تصدر أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في الانتخاب والتصويت.

3-أشكال أخرى للأسهم:

أ-الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها: الأسهم الاسمية هي تلك التي يدون فيها اسم مالكها، بالإضافة إلى التسجيل في دفاتر الشركة المعنية، والأسهم لحاملها هي تلك التي لا يظهر فيها اسم حائزها.

ب-أسهم الخزينة: يظهر هذا النوع من الأسهم عندما تشتري الشركة أسهمها المتداولة في السوق، بهدف زيادة حقوق المساهمين ودعم سعر السهم في السوق.

ت-الأسهم المجانية: هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وبالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال.[1]

ث-أسهم حصص التأسيس وأسهم حصص الأرباح: تمنح بعض الشركات أسهما يطلق عليها أسهم حصص التأسيس كمكافأة للمؤسسين الذي تكبدوا مشاق التأسيس، وأسهما يطلق عليها أسهم حصص الأرباح لمن قدموا خدمات غير عادية للشركة أو حقوق استغلال أو براءات اختراع.[2]

[1] السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الأمين للنشر و التوزيع، مصر، 2006، ص 58.
[2] مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص 24.

الفرع الثاني: السندات

هي ورقة مالية يتم تداولها في البورصة وتمثل دين بالنسبة لمحررها، وبالتالي هي عبارة عن قرض صادر عن الدولة، سلطة محلية، شركة عامة أو خاصة، يمكن أن تتراوح مدته من 3إلى30 سنة.[1] والدافع لإصدار السندات أن الشركة المساهمة قد تحتاج أثناء مزاولة عملها، وبعد أن تكون قد حصلت على رأسمالها، إلى بعض الأموال، ولا ترغب في عرض باكتتاب أسهم جديدة على الجمهور لئلا تتضاءل أنصبة الشركاء، فتعتمد على القروض عن طريق إصدار سندات متساوية القيمة.[2] ولإبراز أنواع السندات قسمناها كمايلي:

1-من الناحية القانونية: تنقسم إلى:

أ-**السندات الحكومية:** هي صكوك المديونية المتمثلة في السندات التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.[3]

ب-**السندات غير الحكومية:** هي السندات التي تصدرها المؤسسات غير الحكومية من أجل تغطية عجزها وتمويل استثماراتها مقابل فائدة قد تكون دورية أو سنوية.

2-من ناحية فترة الاستحقاق: تنقسم إلى:

أ-**سندات قصيرة الأجل:** يتم إصدارها بمدة استحقاق تقل عن 5 سنوات.

ب-**سندات متوسطة الأجل:** يتم إصدارها بمدة استحقاق تتراوح بين 5-10 سنوات.

ت-**سندات طويلة الأجل:** يتم إصدارها بمدة استحقاق تفوق 10 سنوات.

---

[1] Philippe Spieser, La Bourse , 3eme édition, Librairie Vuibert, Paris, 2007, P25.

[2] يوسف بن عبد الله الشبيلي، الاستثمار في الأسهم و السندات، http://www.shubily.com/books/asohomandsandat.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/10/16، ص 17.

[3] عصران جلال عصران، مرجع سبق ذكره، ص 245.

3-من ناحية الإيراد: تنقسم إلى:

أ-**السندات ذات الإيراد الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.[1]

ب-**السندات ذات الإيراد المتحرك:** وهي نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهده السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.[2]

ت-السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات: يسمح امتلاك هذا النوع من السندات لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة خلال فترة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا. إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر الفترة المحددة في عقد الإصدار. وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولي يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة. [3]

ث-السندات المرتبطة بالمؤشرات: هي تلك السندات التي يرتبط معدل الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين، من أجل المحافظة على القوة الشرائية لقيمة

[1] رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 64.
[2] عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2010، ص 243.
[3] محفوظ جبار، سامية عمر عبده، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل و الأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 3، 2008، ص 93.

السند. ومن بين المؤشرات المستعملة مؤشر مستوى أسعار التجزئة، أو مستوى أسعار الجملة، أو معدل التضخم أو حتى بسعر أوقية الذهب.[1]

4-من ناحية الضمان: تنقسم إلى:

أ-السندات المضمونة: هي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية وتعطي فائدة ثابتة سنويا، ولكن إصدارها يصاحبه إنشاء ضمان أو تأمين خاص للوفاء بقيمتها تشجيعا للجمهور على الاكتتاب فيها.[2]

ب-السندات غير المضمونة: هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد وتسمى هذه السندات بالسندات العادية.[3]

الفرع الثالث: المشتقات المالية

المشتقات من الأوراق المالية التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود.[4] والهدف الأساسي من هذه العملية هو تجنب أخطار التغير في الأسعار من خلال شراء أو بيع سهم أو سند بسعر وتاريخ محددين مسبقا، حيث تتمثل المشتقات المالية فيما يلي:

1-عقود المستقبليات: هي اتفاق ملزم بين طرفين -البائع و المشتري- على شراء أو بيع أصل معين في المستقبل بسعر محدد مسبقا عند التعاقد على أن يتم تسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق في المستقبل، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض في البورصة (السوق

[1] محفوظ جبار، سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره، ص 94.
[2] محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013، ص 130.
[3] حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2001، ص 231.
[4] فيصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية_الأسس النظرية و العلمية-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 86.

المنظمة) التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها توفر آلية عن طريق بيت التسوية تلزم فيها كل من الطرفين بإيداع نسخة معينة تتراوح ما بين 10-15% من إجمالي قيمة العقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد.[1]

2-العقود الآجلة: هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة أصل معين في وقت لاحق ومستقبلي لكنه يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا، فمنذ البداية يتحدد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة) والسعر الذي يتم على أساسه التبادل والتاريخ المستقبلي الذي سيتم عنده التبادل.[2]

3-عقود الخيارات: هي العقود التي تعطي لحاملها الحق في أن يبيع أو يشتري قدرا من الأوراق المالية بسعر محدد سلفا في تاريخ معين أو خلال فترة محددة على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء.[3] وتنقسم الخيارات إلى نوعين:[4]

أ-خيار الطلب: يعطي حامل الخيار الحق في شراء الأصل المعني في أي وقت يشاء وخلال مدة العقد.

ب-خيار العرض: يعطي حامل الخيار الحق في بيع الأصل المعني في أي وقت يشاء وخلال مدة العقد.

[1] مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار اثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2012، ص 30.
[2] شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية سلامية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف1، سطيف،2014، ص 366.
[3] محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره،ص 65.
[4] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب، مصر، 2003،ص 20.

4-عقود المبادلة Swaps: هي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية محددة،[1] أي مبادلة منتج مالي مقابل منتج مالي آخر، كمبادلة عملة بعملة أو قرض بسعر فائدة متغير بقرض بسعر فائدة ثابت بهدف تخفيض التكاليف والاحتماء من المخاطر.[2] ويتم التعامل بهذه العقود إلا في السوق غير المنظمة وهي تشبه في ذلك العقود الآجلة لكون محل تعاملها يمثل سلع غير نمطية (سلعة سعرها غير معروف نظرا لقلة تداولها في السوق وبالتالي يتم اللجوء إلى سلعة لها نفس الطلب أو النمط ومن ثم المقارنة بينهما) على عكس العقود المستقبلية التي يتم تداولها في السوق المنظمة.

المطلب الثالث: نظام عمل سوق الأوراق المالية

يقوم عمل سوق الأوراق المالية على أساس تعامل أصحاب الفوائض المالية المعروفين بالمدخرين أو المستثمرين و أصحاب العجز المعروفين بمصدري الأوراق المالية بالإضافة إلى متدخلين آخرين كالسماسرة والمراقبين، كما يتم التعامل بينهما عن طريق إصدار أوامر البيع و الشراء التي سنتعرف عليها في هذا المطلب بالإضافة إلى مؤشرات السوق.

الفرع الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

هناك العديد من المتدخلين في سوق الأوراق المالية كالهيئات المنظمة للسوق والهيئات التي تساهم في عمليات التداول والمقاصة، وفي هذا الفرع ذكرنا بعض المتدخلين فقط كما يلي:

[1] مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سبق ذكره، ص 30.
[2] محفوظ جبار، سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره، ص 99.

1-مصدرو الأوراق المالية: تتمثل هذه الفئة في الأفراد و الشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب بتغطية الاستثمار أو العجز لديها، بالاقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية،[1] ولحصول هؤلاء المصدرين على رخصة إصدار أوراقهم المالية في البورصة يجب توفير بعض الشروط:[2]

- يجب أن يكون الإصدار موافق عليه من طرف مجلس إدارة الشركة؛
- رسملة البورصة يجب أن تكون محددة بالنسبة للسوق الأولي والسوق الثانوي وذلك بقيمة معينة وحسب السوق أيضا (الدولة)؛
- نسبة معينة من رأسمال الشركة يجب أن يكون معروضا في السوق على الجمهور.

2-المدخرون: هم أصحاب الأموال في السوق، وتتمثل هذه الفئة في الأفراد والشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في توظيف مدخراتها أو فوائضها النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية.[3]

3-**صناديق الاستثمار:** هي عبارة عن صناديق يتم فيها تجميع الأموال بغرض استثمارها في الأوراق المالية، فهي تساعد صغار المستثمرين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار المالي، ويتقاضى الصندوق رسوما مقابل إدارته للأموال.

4-صناع السوق: يمثل الجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية من خلال تقويم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في سوق الأوراق المالية.[4] ويتمثل

[1] فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 61.
[2] جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 21.
[3] محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 82.
[4] عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 282.

صناع السوق في شركات تداول الأوراق المالية والسماسرة الذين يعملون كبورصة مصغرة للتداول في عدد معين من الأوراق المالية المصدرة.[1]

5-السمسار: هو شخص معتمد يلجأ إليه المستثمرون في الأوراق المالية من أجل تنفيذ أوامر الشراء والبيع، وفي المقابل يتقاضى عمولة مهما كانت نتيجة تلك العملية (ربحا أو خسارة)، وله عدة أنواع:

أ-سماسرة الخدمة الكاملة: تقليديا تلتزم سماسرة الأوراق المالية بمجموعة متنوعة من الخدمات تشمل كل من المعلومات والنصائح الاستشارية، ومن أشهر وأقدم الشركات الكبرى التي تعمل في هذا المجال شركات مال ميريل لينش Mirel Linch ومورجان سابلي Morgan Supley ... وغيرها، وهذه الشركات من الشركات الكبرى التي تعمل على تنفيذ أوامر عملائها وتقديم الاستشارات الاستثمارية، بالإضافة إلى تزويدهم بالمعلومات الحديثة عن الأوراق المالية وقطاعات الأعمال والأسواق المختلفة.[2]

ب-سمسار الخصم: هو السمسار الذي يقدم الخدمة لعملائه، والذي عادة ما تتمثل في أعمال الاكتتاب الخاصة وإجراءات البيع والشراء، ويتناسب مقدار العمولة التي يتحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التي يقدمها. [3]

ت-سمسار الخصم المخفض: يقع على عاتقه فقط تنفيذ الأوامر وحماية حساب المستثمر سواء كان ذلك من خلال الاتصال التليفوني مع المستثمر أو من خلال موقع على شبكة الانترنيت.[4]

---

[1] فريد راغب النجار، شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 62.
[2] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 35.
[3] منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص 82.
[4] جلال ابراهيم العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص62.

ث-المندوب الرئيسي: هو من مساعدي السمسار ويعمل عنده بإسمه ومقابل الأجر.[1]

6-المحكمون أو المراقبون: إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبين والتوفيق بين الرغبات المتعارضة وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى سمسار، فإن وظيفة السوق المالية ليست إلمام العمليات فقط، وإنما ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت، ومنع أي انحراف والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر الحقيقي، ومن أجل ذلك لابد أن يكون لكل بورصة مجلس إدارة ومحكمين تكون مهمتهم التنظيم وتوفير المعلومات اللازمة للمتعاملين وكذلك الرقابة.[2]

الفرع الثاني: أوامر السوق

تنقسم أوامر السوق حسب رغبة المستثمرين إلى:

1-أمر الشراء و البيع بسعر السوق: يدل هذا الأمر على أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجرى التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع بمعنى البيع بأعلى سعر يجرى التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة بحيث لا تحدث تغييرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.[3]

2-الأوامر المحددة السعر: هنا يطلب المستثمر من الوسيط بيع أو شراء كمية محددة من الأوراق المالية عند سعر محدد يتفق عليه ولا يقوم بالتنفيذ إلا إذا تحقق هذا الشرط وعادة هذا النوع من

[1] فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 61.
[2] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر و التوزيع، الأردن، 2013، ص 200.
[3] عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-50.

الأوامر يظل ساري المفعول حتى تاريخ معين يحدده المستثمر وبعدها يتوقف تنفيذ الأمر حتى صدور أوامر أخرى من المستثمر.[1]

هناك أشكال لأوامر أخرى مشتقة من الأوامر المحددة وأوامر السوق (أوامر الشراء والبيع بسعر السوق) نذكر أهمها:[2]

أ-أمر التنفيذ أو الرفض الكامل all or note orders: يطلق البعض على هذا الأمر إشارة "شيء أو لا شيء" ويقضي هذا الأمر بتنفيذ الأمر المحدد أو أمر السوق كله، وعليه لا يمكن تنفيذ هذا الأمر إلا إذا تمكن سمسار المستثمر من إيجاد سمسار آخر في السوق يساعده في تنفيذ العملية كاملة.

ب-الأمر البديل Altenative or either order: وهو أمر عادة ما يتضمن بديلين مثل البيع أو الشراء عند سعر إيقاف.

ت-أوامر الإيقاف Stop order: لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه، ويوجد نوعين من أوامر الإيقاف:[3]

ث-أوامر تتعلق بالبيع Stop loss orders: يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

ج-أوامر تتعلق بالشراء Stop bay order: يصبح لزاما على السمسار شراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 49.
[2] عاطف وليم انراوس، مرجع سبق ذكره، ص 39.
[3] عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 89.

ح-أوامر إيقاف محددة Stop Limit Orders : تستخدم هذه الأوامر التغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين: سعر إيقاف وسعر محدد، وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه، فإنه يتم وضع "أمر محدد" عند "سعر محدد"، وبالتالي يمكن النظر إلى "أمر الإيقاف المحدد" على أنه "أمر محدد مشروط".[1]

خ-الأوامر المفتوحة: هي الأوامر التي تظل سارية المفعول حتى يتم تنفيذها أو إلغاؤها من قبل العميل، وتشترط بعض البورصات تجديد الأمر المفتوح في كل فترة زمنية، كبورصة نيويورك فإنها تشترط التجديد كل ستة أشهر.[2]

الفرع الثالث: المؤشرات

لقد زادت أهمية مؤشرات الأسواق المالية بشكل كبير في السنوات الأخيرة نظرا لكونها تسمح بالحكم على تطور مجموعة من الأوراق المالية خلال فترة معينة،[3] ومؤشر السوق هو قيمة رقمية يقيس التغيرات الحادثة في سوق المال، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل،[4] فمجموعة المستثمرين الذين تحركت أسعار محفظة الأسهم باتجاه التصاعد قياسا بمؤشرات السوق فإن نظرتهم إلى استثماراتهم في السوق تتسم بالتفاؤل، ليكون رأيهم

[1] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 46.
[2] أحمد محمد لطفي، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية-دراسة فقهية مقارنة-، دار الفكر و القانون، مصر، 2006، ص 143.
[3] Jacques Hamon, Bourse et Gestion de Portefeuille ; 3eme édition, ECONOMICA , Paris, 2008, P61.
[4] محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 177.

معاكس ويصابون بحالة من التشاؤم عندما تتجه أسعار محفظة استثماراتهم نحو الانخفاض قياسا بمؤشرات السوق.[1]

وتتمثل أساليب بناء المؤشرات فيما يلي:

1-المؤشرات المبنية على أساس القيمة السوقية: يحتسب المؤشر على هذا الأساس من خلال جمع حاصل ضرب عدد الأسهم في السعر السوقي لكل سهم من أسهم العينة[2]

2-المؤشرات المبنية على أساس السعر:أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على القيمة للمنشأة أو حجمها.[3]

3-المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي: تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلا) على سعر السهم أمس. يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.[4]

4-المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: يقوم هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغا متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوين المؤشر، و بالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، وهو أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على

[1] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 102.
[2] فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 63.
[3] عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 42.
[4] جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 224.

أساس السعر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.[1]

الفرع الرابع: شروط وطرق الإدراج في سوق الأوراق المالية

حتى تتمكن المؤسسات من الإدراج في سوق الأوراق المالية يجب أن تستوفي الشروط المفروضة من قبل السوق وفقا لطرق معينة و التي نستعرضها في هذا الفرع.

1-شروط الإدراج: عموما يمكن تلخيص شروط الإدراج في النقاط التالية:[2]

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن 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 يتم طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

[1] نفس المرجع، ص 227.
[2] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 53.

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

2-طرق القيد في سوق الأوراق المالية: يتم القيد وفقا للطرق التالية:

أ-الاكتتاب العام (l'offre a prix ouvert OPO):

أوضحت الدراسات أن عمليات طرح الأسهم للاكتتاب العام تؤثر على تغيير هيكل الملكية والتحكم داخل الشركة، فإذا تم طرح حصص صغيرة من أسهم الشركات للاكتتاب العام (أقلية)، وتركزت ملكية الأسهم المطروحة للاكتتاب العام في أيدي عدد محدود من المساهمين فإن ذلك يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، وذلك لأن المستثمر الكبير لديه قدرة رقابية عالية وسيطرة كافية تمكنه من إدارة الشركة بنجاح. أما في حالة طرح كل أو غالبية أسهم الشركة للاكتتاب العام، ذلك يؤدي إلى ظهور إدارة الشركة كنتيجة لتوسيع دائرة الملكية وازدياد عدد المساهمين بالشركة وبالتالي يتغير هيكل الملكية وتنفصل الملكية عن الإدارة، وهو ما يؤدي إلى ضعف أداء هذه الشركات بعد خوصصتها.[1] وللاكتتاب العام خطوات نذكرها باختصار كما يلي[2]:

- اختيار بنك الاستثمار؛
- إجراءات التسجيل في بورصة الأوراق المالية (السوق الأولية)؛
- تحديد حدود السعر (حد أعلى-حد أدنى) المقترحة لتسويق الأسهم/السندات الجديدة؛
- الإعلام ونشر المعلومات لهذا الاكتتاب؛
- تحديد السعر النهائي.

[1] محمد رزقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 8، 2010، ص ص 83-84.
[2] فريد راغب النجار، إدارة مرجع سبق ذكره، ص 56.

ب-الاكتتاب المباشر: (la cotation direct CD) يعتبر الإجراء الأكثر بساطة ولكن نتيجته غير مؤكدة. يتم الإعلان فيه عن عدد الأوراق المالية المتاحة والحد الأدنى لسعر البيع من قبل المساهمين الأصليين، علاوة على ذلك يجب الإعلان أيضا على الحد الأقصى لتغير الأسعار المرخصة مقارنة مع الحد الأدنى من الأسعار، ويتم هذا الإجراء عن طريق نظام المزاد ولكن لا يتم تعديل الأسعار إلا بشكل جزئي.[1]

ت-**العرض بسعر أدنى:(l'offre à prix minimum OPM)** هو إجراء يحدد فيه كمية الأوراق المالية المقترحة والسعر الأدنى عند الاكتتاب في السوق، على أن يتم قبول إلا العروض التي لا تفوق السعر الأدنى المحدد.

ث-العرض المغلق أو الاكتتاب الخاص:(l'offre a prix ferme OPF) : قيام أحد المساهمين الرئيسيين أو أكثر بطرح الأسهم المملوكة له ومقيدة بالبورصة للبيع لمستثمرين جدد محددين مسبقا وغالبا ما يكونوا مؤسسات استثمارية أو ذوي خبرة في مجال الاستثمار أو ذوي الملاءة المالية العالية بسعر يتفق عليه أثناء عملية الترويج.[2]

المبحث الثالث: الإطار العام لسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لتنويع مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم إنشاء سوق أوراق مالية خاصة بها، فهي تتميز بشروط إدراج مرنة ومخففة مقارنة بتلك المفروضة في السوق الرئيسية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة.

[1] Patrick Sentis, Introduction en Bourse- une approche internationale- , ECONOMICA, Paris,2004 , P96.
[2] محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011، ص 38.

المطلب الأول: تقديم سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تمثل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة منفذا للمؤسسات التي تعاني من عجز مالي، وقبل التعرف عليها قدمنا نشأتها وتطورها عبر الزمن، ثم عرضنا العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرار الدخول إليها.

الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حتى نهاية عشرية السبعينيات كانت البنوك تلعب دورا حيويا في تمويل كافة المشاريع الاقتصادية، مهما كانت درجة المخاطرة التي تمثلها بالنسبة لها، حيث كانت تساهم في تمويل الاقتصاد في العديد من الدول بما يفوق نسبة 70%، إلا أن الأنظمة البنكية شهدت مع بداية عشرية الثمانينيات إصدار الأنظمة الرامية إلى التحرير المالي والنقدي من جهة، وتقييد دور البنوك في تمويل المشاريع الخطرة من جهة ثانية[1]، مما أثر على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي طالما عانت من مشكلة التمويل من طرف البنوك التي تتهمها بنقص الضمانات وضعف تسييرها وانعدام الشفافية فيها، مما استوجب البحث عن بدائل أخرى لتمويل هذا القطاع.

ومن بين هذه البدائل سوق الأوراق المالية التي تعد وسيلة هامة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خارج القطاع البنكي، حيث تم إنشاء بورصات خاصة بهذا النوع من المؤسسات، كبورصة AIM (Alternative Investment Market) بلندن التي أنشئت سنة 1995، Alternext بباريس التي أنشئت سنة 2005، NASDAQ–QMX بالولايات المتحدة الأمريكية

[1] ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية –دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 295.

(2006)، والتي تتصدر بجدارة قائمة بورصات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث نشاطها وعدد المؤسسات المدرجة فيها.

أما فيما يخص العالم العربي، فقد تم إنشاء أول بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر (Nylex) سنة 2007، السوق البديلة لتونس، السوق الناشئة لقطر، بورصة الجزائر (2012).

والجدول التالي يبرز بعض أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر العالم:

الجدول رقم 02: بعض أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر العالم

سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المسير	تاريخ الإنشاء
AIM	LDE Londre	1995
ALTERNEXT	NYSE–Euronext	2005
Entry Standard	بورصة Francfort	2005
First North	NASDAQ–OMX	2006
New contest	بورصة وارسو	2007
Ace Market	بورصة ماليزيا	2009 (reformé)
Altx	JSE (Johannesburg)	2003
Marché libre	NYSE–Euronext	1996
MAB	BME (Espagne)	2008
Marché Alternatif	بورصة تونس	2007
ECM	ISTAMBUL SE	2009
Innovation and Investment Market (ILM)	Moscow Exchange (MOEX)	2009

EMERG	National Stock Exchage of India	2012
The alternative Securities Market (ASeM)	The Nigerian Stock Exchange	2013
بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	بورصة الجزائر	2012

Source :réalisé par l'etudiante, a l'aide de:

- Abdelkader Oukessou, Stéphanie Billard, Mehdi fakir, l'accées des PME au financemet, revue Regards n°1 , Grant Thornton, Maroc, juin 2012 , p04.

- World Federation of Exchages, Focus, SME Issue, April 2016, disponible sur le site: http://www.world-exchanges.org/home/docs/focus/FOCUS-Apr-2016.pdf.

ابتداءا من سنة 1995 بدأت أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الانتشار، حيث كانت بورصة لندن للأوراق المالية السباقة في هذا المجال ثم تلتها البورصات الأخرى في مختلف دول العالم.

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن تعريفها على أنها تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة.[1]

تعرف السوق المالية البديلة على أنها إحدى الآليات التي وضعت لتنشيط سوق رأس المال وزيادة مساهمته في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل احتياجات الاقتصاد، وبإنشاء هذه السوق تستفيد

[1] كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية و تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة،-دراسة حالة بورصة الجزائر-، ، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية،جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 11، 2014، ص 66.

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بخدمات السوق المالي دون شروط معجزة مما يساهم في تنشيط ورواج هذا القطاع بتلبية متطلباته واحتياجات تمويله.[1]

وتتميز سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالخصائص التالية:

- توفير شروط إدراج مرنة.
- الاعتماد على راعي رسمي يرافق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة طيلة مدة نشاطها في السوق.
- توفير تحفيزات جبائية أو تخفيضات في مصاريف القيد للمؤسسات المدرجة.

لقد أنجزت عدة أبحاث بخصوص هيكل رأس المال المملوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وحول كيفية تسعيرها في سوق رؤوس الأموال. وضمن اهتمامات هذه الأبحاث قضية خصوصية المؤسسات الصغيرة غير المسعرة (Non cotées)، حيث سمحت الأبحاث بتحديد المميزات والخصائص الأساسية لمشروعات المقاولة غير المسعرة. ويمكن تلخيص هذه الخصائص والمميزات في الجدول المقارن الآتي:[2]

الجدول رقم03: الفرق بين المؤسسات المسعرة في السوق المالي وغير المسعرة

مؤسسات مسعرة في السوق المالي	مقاولات غير مسعرة في السوق المالي
1-انتشار ملكية رأس المال الجماعي: - الاستقلال النسبي لذمة المؤسسة. - تفويض السلطة والمسؤولية، وجود	1-تمركز رأس المال الجماعي: اختلاط الذمة الشخصية أو العائلية للتسيير. - تمركز السلطة والمسؤولية، غياب تخصص

[1] شوقي جباري، مصطفى قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة-مع الإشارة إلى حالة الجزائر، العدد 05، مجلة التنظيم و العمل، جامعة معسكر، جانفي 2014، ص 09.

[2] عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، مرجع سبق ذكره، ص 328.

مراقبة داخلية و/أو خارجية، تخصص المسؤولين. – نمط تسيير يفضل تعظيم ثروة المساهمين، النمو، الاستقلالية المالية والبقاء. – علاقات وكالة بين: – المساهمين والمسيرين. – المساهمين والمقرضين. 2–إمكانية تدعيم الأموال الخاصة: – رأس مال موزع ومفتوح، إمكانية تنويع مصادر التمويل(رفع رأس المال أو الاستدانة) – جودة المعلومات المالية المنشورة.	المسؤولين. – نمط تسيير يفضل استقلالية الذمة، بقاء المؤسسة والنمو. – علاقات وكالة بين : –الشركاء الأعظميون والشركاء الأقليون. المقرضون و الملاك المسيرون. 2–غياب اللجوء المباشر إلى أسواق رؤوس الأموال: – رشادة الموارد الخاصة الخارجية، صعوبة تقييم الأوراق المالية، تفاقم مشكلة عدم التماثل في المعلومة. – غياب تنويع الموارد الخارجية.

المصدر: عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2010، ص 328.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار الدخول إلى سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتم اتخاذ قرار الدخول إلى سوق الأوراق المالية بتوفر عوامل داخلية وأخرى خارجية كما يلي:

1–العوامل الداخلية: وتتعلق بـ:

أ–**المسير:** وهو الشخص المسؤول على تحقيق الأهداف المسطرة للمؤسسة ومطالب بالوصول إلى النتائج المرغوب فيها، ونظرا لكونه يمتلك صلاحيات اتخاذ القرارات فهو يلعب دورا رئيسيا في

إمكانية اتخاذ قرار دخول المؤسسة إلى سوق الأوراق المالية، لكن تجدر الإشارة إلى أن هذا القرار يتوقف على بعض الخصائص المتوفرة في المسير والمتمثلة فيما يلي:

- **شخصية المسير:** بما أن المسير هو صاحب القرار في المؤسسة فقد تتأثر هذه الأخيرة بشخصيته، التي قد تكون قيادية، عاطفية، مبتكرة، تسعى إلى إقامة علاقات داخلية وخارجية...
- **الخبرة:** تلعب خبرة المسير دورا هاما في إدارة وتسيير نشاط المؤسسة، اتخاذ القرارات، انتهاز الفرص وتفادي التهديدات وعدم الوقوع في الأخطاء.
- **المستوى التعليمي للمسير:** غالبا ما تسير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل مالكها، لذلك قد لا يتوفر المسير على مؤهلات علمية تسمح له باتخاذ قرارات رشيدة وإدارة نشاطه بشكل استراتيجي مدروس.

ب-المؤسسة: تتمحور أهم الخصائص المتعلقة بالمؤسسة والمساعدة على اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالي، في مدى تأثير نشاط المؤسسة في الغير، حصتها من السوق، طبيعة تنظيمها (خاصة المالي)، هيكلها المالي وحجمها.[1]

2-العوامل الخارجة: وتتعلق بـ :

أ-المناخ الاستثماري: ينطوي المناخ الاستثماري على مجموعة من المكونات والمقومات والأدوات والمؤشرات التي تشير في مجموعها إلى ما إذا كان هناك تشجيع جذب للاستثمار من عدمه، وهذه المكونات والمقومات تتفاعل مع بعضها البعض خلال مرحلة أو فترة معينة لتهيئة وتكوين بيئة مشجعة ومواتية،[2] وعلى هذا الأساس فإن أبرز المحفزات التي تدفع المؤسسات على الاستثمار والإدراج في سوق الأوراق المالية هي توفر مناخ استثماري ملائم.

[1] ياسن العايب، مرجع سبق ذكره، ص 301.
[2] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 72.

ب-طبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية: إن وجود وسطاء ورعاة معتمدين ذات خبرة يغري المؤسسات على الدخول في سوق الأوراق المالية، كما يلعب صناع السوق أيضا دورا فعالا في التحوط ضد الخسائر على غرار المضاربين الذين يتحملون مخاطر عالية من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح وفي مدة زمنية قصيرة.

ت-القواعد و اللوائح التنظيمية: تسعى العديد من الدول إلى جدب المستثمرين إلى سوق الأوراق المالية عن طريق إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة من خلال مرونتها وقدرتها على التكيف والتطور المستمر مع المستجدات الاقتصادية المحلية والدولية، إذ توفر هذه التشريعات يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات و تحركات رؤوس الأموال من ناحية، وفي الوقت نفسه توفر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في سوق الأوراق المالية.[1]

ث-التحفيزات الجبائية: تظهر التحفيزات الجبائية على شكل إعفاءات، تخفيضات وتسهيلات، فتَوَفُر هذه السياسة التي تتبعها الدولة يجدب المؤسسات وتشجعها على الإدراج والاستثمار في سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تختلف القواعد المنظمة لسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن قواعد السوق الرئيسية، وفي هذا المطلب سنقدم قواعد قيد الأوراق المالية وتداولها بالإضافة إلى المتعاملين فيها.

[1] أحمد رجراج، مرجع سبق ذكره، ص 36.

الفرع الأول: قواعد قيد وتداول الأوراق المالية

تختلف قواعد القيد والتداول من سوق لأخرى، لكن عموما تكون كما يلي:

1-قواعد قيد الأوراق المالية:

يتم قيد الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال سعي المؤسسة الراغبة في قيد أوراقها المالية أن تتعاقد مع أحد الرعاة المعتمدين من هيئة سوق المال ويكون الراعي مسئولا عن معاونة المؤسسة في مرحلة قيد أوراقها المالية كما يتولى المسئولين متابعة التزام المؤسسة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح ،[1] وعادة ما تكون كما يلي:[2]

- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها.
- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق المالية قد أصدرت القوائم المالية الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد.
- ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوب قيدها عن 100 ألف سهم.
- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 10% من مجموع الأوراق المالية المصدرة وألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهما.
-

[1] الشريف ريحان، إيمان بومود، بورصة تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة أحدث مصدر لتمويل المؤسات الصغيرة و المتوسطة-تسليط الضوء على فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الملتقى الدولي حول استراتيجيات تنظيم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 18 و 19 أفريل 2012، ص 09.
[2] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 429.

2-مراحل القيد في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتم القيد وفقا للمراحل التالية: [1]

أ-المرحلة الأولى: اختيار الراعي الرسمي من قبل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة

تبدأ هذه المرحلة باختيار راعي معتمد، ليساعد في عملية التأهيل للقيد في البورصة، وطرح أسهم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة للمستثمرين للحصول على التمويل.

ب-المرحلة الثانية: تعاقد المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع الراعي المعتمد

بعد تعاقد المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مع الراعي المعتمد، يبدأ هذا الأخير في مساعدة المؤسسة في إعداد كافة المستندات المطلوبة لعملية القيد، كما يبدأ في تكوين العاملين لدى المؤسسة على كيفية إتباع قواعد القيد والإفصاح في البورصة ويتأكد من إلمامهم التام بكافة الالتزامات المفروضة عليهم اتجاه البورصة.

ت-المرحلة الثالثة: تقدم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة للقيد في البورصة

تتقدم المؤسسة بالتعاون مع الراعي المعتمد بطلب القيد في قطاع الشركات المقيدة بالبورصة، ويقوم قطاع الشركات المقيدة بفحص الطلب ودراسته بدقة، ثم بعد الموافقة المبدئية على الطلب تعرضه على لجنة القيد، للحصول على الموافقة النهائية بالنسبة لقيد الشركة في البورصة.

ث-المرحلة الرابعة: طرح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لأسهمها في البورصة

بعد موافقة لجنة القيد، تستطيع المؤسسة أن تقوم بطرح أسهمها للمستثمرين، للحصول على التمويل المطلوب، وذلك بالتعاون مع الراعي المعتمد.

[1] لطفي شعبان، مرجع سبق ذكره، ص ص 238-239.

3-قواعد التداول في سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتلخص فيما يلي:[1]

- يتم التداول في هذه السوق من خلال المزايدة ويسمح خلالها لمؤسسات السمسرة بإدخال العروض والطلبات وبدون حدود سعرية، وتسجيل عروض وطلبات على نفس الورقة المالية بأسعار متباينة وفقا للأوامر الصادرة إليها من عملائها.
- يتم إغلاق جلسة المزاد عشوائيا في أي وقت خلال آخر عشر دقائق من الجلسة، ويتم تحديد السعر الذي يحقق أكبر مستوى من السيولة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- يحق لمؤسسات السمسرة تعديل أوامرهم أو إلغاؤها بناءا على طلب عملائهم في أي وقت خلال جلسة المزايدة و حتى الإغلاق العشوائي للجلسة بما في ذلك إدخال وتعديل الكمية والسعر.
- يتم تطبيق كافة القواعد والنظم الحاكمة والمنظمة في التداول بالبورصة وعلى الأخص التأكد من وجود أرصدة لدى العملاء، لعدم إدراج عروض طلب وبيع وهمية، وكذا القواعد والنظم اللازمة لعملية الرقابة على التعاملات.

الفرع الثاني: المتعاملون الجدد

بالإضافة إلى المتعاملين في سوق الأوراق المالية الذين ذكرناهم سابقا، هناك متعاملون لم نذكرهم بعد بعضهم لا يتلاءم إلا مع السوق الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتمثلون فيما يلي:

[1] الشريف ريحان، إيمان بومود، مرجع سبق ذكره، ص ص 09-10.

1-الراعي المعتمد: يسمى أيضا بمرقي البورصة، وهو مستشار مرافق يجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات التمويل والقانون و إستراتيجية الأعمال مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكلة رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفا به ومسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.[1] ويتمثل دور ومهام الرعاة المعتمدين فيما يلي:[2]

- تقدير إذا كانت الشركة مناسبة للقيد في البورصة.
- تقديم النصح والإرشاد للشركة فيما يتعلق بشروط وقواعد القيد في البورصة.
- التأكد من معرفة الشركة بالتزاماتها للقيد في البورصة.
- مساعدة الشركة في إعداد القوائم المالية وتقديمها في توقيتاتها المحددة.
- مساعدة الشركة في مرحلة استكمال كافة إجراءات القيد.
- مساعدة الشركة في عملية طرح الأسهم للاكتتاب سواء كان عاما أو خاصا.

كما يتمثل الرعاة المعتمدين في الشركات التي تزاول الأنشطة التالية:[3]

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

---

[1] منشورات بورصة الجزائر، دليل سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، متاح على الموقع الالكتروني، http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/06/05.
[2] الكتيبات التعليمية لبورصة النيل، بورصة النيل فرصتك للنمو، مرجع سبق ذكره، ص 4 بتصرف.
[3] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 428.

2-**صناديق رأس المال المخاطر:** هي صناديق هدفها التعامل على أسهم الشركات غير المدرجة في البورصة وغير المعروفة أو التابعة لقطاع جديد.

3-بنوك الاستثمار المتعهدة بتصريف وبيع الأوراق المالية: يقوم بعض المصدرين للأوراق المالية بالتعامل مباشرة مع المستثمرين في السوق ولكن الغالبية من المصدرين يعتمدون على بنوك الاستثمار الذين يقومون بعملية الوساطة المالية بين مصدري الأوراق المالية والمشترين النهائيين للأوراق المالية.[1]

المطلب الثالث: أثار سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ينتج عن إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية العديد من الإيجابيات وبعض السلبيات، كما يتأثر أيضا كل من الاقتصاد القومي والمستثمرين وهذا ما سنبرزه في هذا المطلب.

الفرع الأول: أثر سوق الأوراق المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ينتج عن إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية إيجابيات وسلبيات نلخصها فيما يلي:

أولا: الإيجابيات

تتمثل فيما يلي:

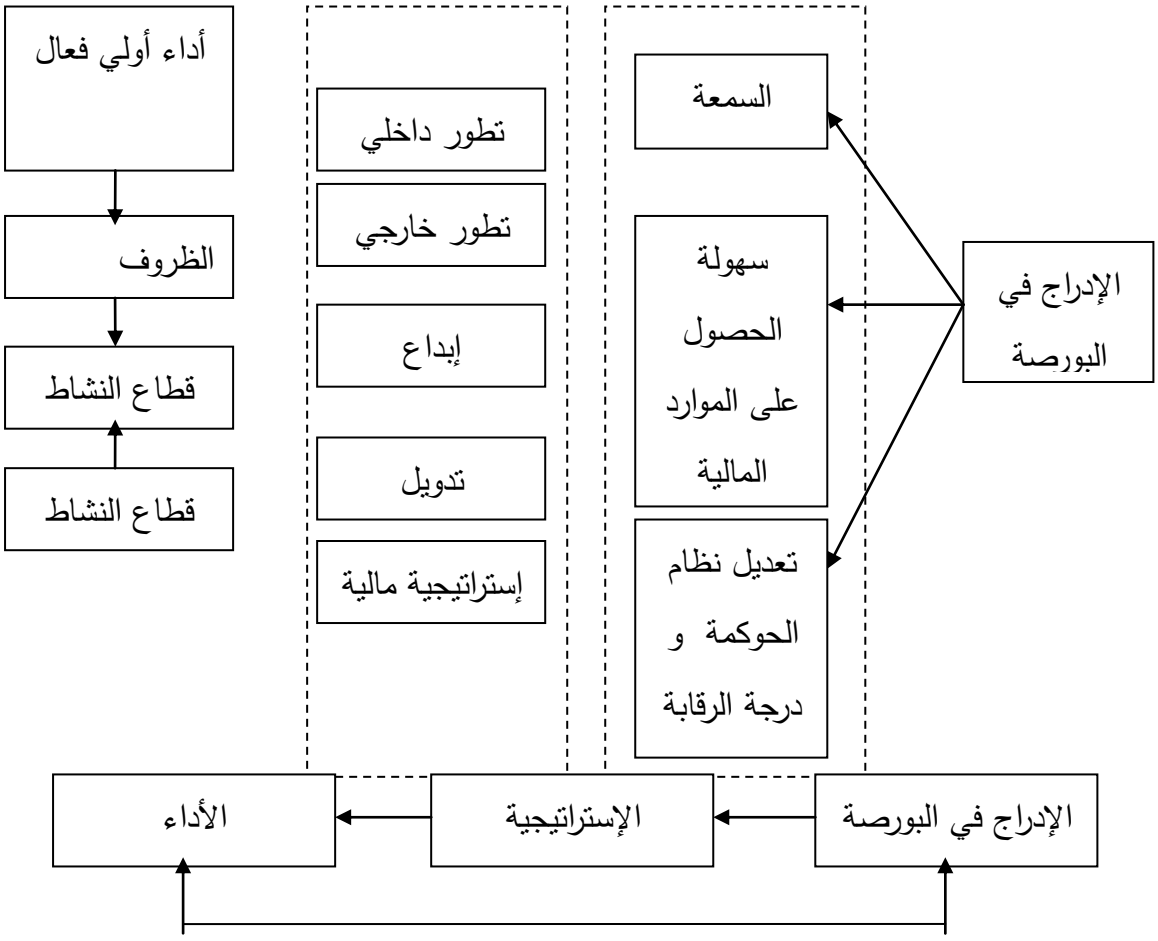
[1] محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، جلال ابراهيم عبد، مرجع سبق ذكره، ص 52.

- يسمح القبول بالسوق المالية البديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من التفتح على الخارج بفضل الدعوة العمومية لادخار ويمكن كذلك من دعم شهرتها، ذلك أن القبول بالبورصة يعزز مصداقيتها في مواجهة الغير مما يجعلها معروفة من قبل شريحة معروفة من الجمهور.[1]
- يمكن القبول بالبورصة من تمويل توسع المؤسسة، فالدعوة العمومية للادخار يمكن أن يعرض الاستدانة المصرفية على المدى الطويل، ومن ثم يضاعف الموارد المستقرة للشركة بتعزيز رأسمالها وتمكينها من تمويل برامجها الاستثمارية الطويلة الأجل. [2]
- وجود راعي معتمد تحت تصرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يسهل ويؤمن نشاط هذه الأخيرة في سوق الأوراق المالية.
- الدخول إلى السوق المالي يحفز الإدارة على رفع مجهوداتها التي تسمح بتحسين مؤشرات أدائها، مما ينعكس عنها خلق الاستقرار وتحسين صورتها أمام الغير، وكلما زادت نسبة التوزيعات الناتجة عن رفع الأداء الاقتصادي وتحسين ظروف العمل، كلما زادت ثقة المساهمين والمستثمرين الآخرين في الفريق الإداري.[3]
- يقوم السوق المالي بالتقييم اليومي للسهم عن طريق العديد من العوامل التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة المحاسبية للمؤسسة، كما أن سيولة المؤسسات المسعرة ترتفع نتيجة لسهولة التنازل وحيازة قيمتها من طرف الجمهور، وهو بدوره ما يساعد على رفع درجة تنويع المحفظة المالية.[4]

[1] شوقي جباري، مصطفى قمان، مرجع سبق ذكره، ص 10.
[2] نفس المرجع، ص 10.
[3] ياسين العايب، مرجع سبق ذكره، ص 304.
[4] نفس المرجع، ص 305.

- تساعد على تحديد قيمة عادلة للمؤسسة أو المشروع الصغير والمتوسط بالإضافة إلى الحصول على وضع أفضل أمام الممولين،[1]

الشكل رقم 01: إيجابيات الإدراج في سوق الأوراق المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة



Source :Sahnoune Djamel Eddine, , Le marché alternatif et son role dans le développement des PME-le cas de la Tunisie-, revue des économies Nord Africaines,Université de Chlef, 2009, N° 06, P 86.

يعود الإدراج في سوق الأوراق المالية على المؤسسات بالإيجاب من خلال تعزيز سمعتها وتسهيل الحصول على الأموال اللازمة بالإضافة إلى زيادة جهودها فيما يخص تعديل نظام الحوكمة ودرجة

[1] نور الدين كروش، مرجع سبق ذكره، ص 66.

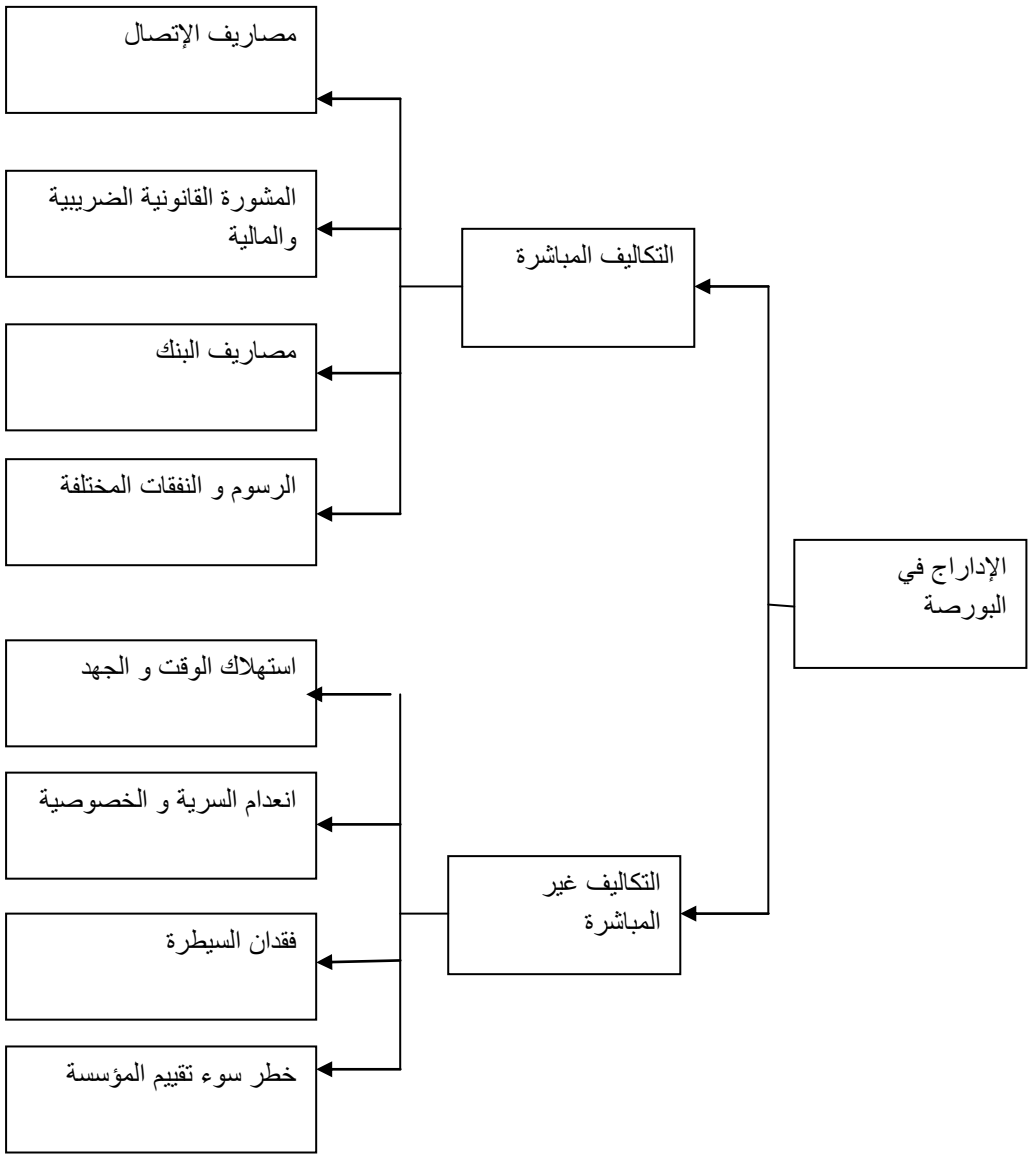
الرقابة، و ذلك من خلال توظيف استراتيجيات، خلق الإبداع والابتكار والسعي وراء كسب المؤسسة للطابع دولي وهذا ما ينعكس بالإيجاب على أداء المؤسسة.

ثانيا: السلبيات

يعتبر الحجم من أهم العوائق التي تحول دون دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالي، لأن تكاليف الإصدار تتضمن جزءا ثابتا يوزع على المبلغ المصدر مهما كانت قيمته، وبما أن هذا المبلغ غالبا ما يكون بسيط في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى، فإن التكاليف الثابتة المتعلقة بتكلفة الإصدار على السهم الواحد تكون أكبر، وعليه فإن التكاليف الإجمالية للمعاملات تزداد عكسيا مع حجم المؤسسة، ولتعويض تلك العمولة الزائدة يطالب المساهم بعائد أكبر، قد لا تتمكن المؤسسة من تحقيقه.[1] و لإبراز السلبيات المترتبة على الإدراج في سوق الأوراق المالية نقدم الشكل التالي:

[1] ياسين العايب، مرجع سبق ذكره، ص 306.

الشكل رقم 02: سلبيات الإدراج في سوق الأوراق المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة



Source : Sahnoune Djamel Eddine, Opcit, P 88.

تلتزم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جراء عملية الإدراج في سوق الأوراق المالية بدفع العديد من المصاريف بالإضافة إلى التضحية ببعض العوامل كاستهلاك الوقت والجهد، ضرورة الشفافية وكذا

المخاطرة بفقدان السيطرة وخطر سوء التقييم، مما يجعل هذه المؤسسات تبحث عن أساليب أخرى للتمويل ذات تكلفة ووقت أقل.

الفرع الثاني: أثر سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الاقتصاد القومي

يتأثر الاقتصاد القومي بدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية، حيث يمكن أن ينعكس عليه إيجابا أو سلبا.

أولا: الإيجابيات

تتمثل فيما يلي:

- جدب الاستثمارات العربية والأجنبية في قطاع المشروعات الصغيرة و المتوسطة؛[1]
- التشجيع على الادخار الطوعي وتحريك المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تفيد الوطن والمواطن وتحريك عملية التنمية. فهي تهيئ للمشروعات والشركات الخاصة والمؤسسات صغيرة الحجم مصادر تمويل مهمة وتأمن السيولة الكاملة واللازمة في الوقت المناسب. وبالتالي تساهم مساهمة فعالة في بناء وإعادة هيكلة قطاع الصناعات الصغيرة والمتوسطة.[2]

ثانيا: السلبيات

تتمثل فيما يلي:

[1] نور الدين كروش، مرجع سبق ذكره، ص 65.
[2] محفوظ جبار، سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره، ص 08.

- التأثير السلبي على النشاط الاقتصادي من جراء هيمنة مجموعة من المحترفين والمرابين والمحتكرين للسلع والأوراق المالية واستخدامهم للحيل والإشاعات وشتى وسائل الخداع والتضليل من أجل التحكم في الأسعار وتحقيق المزيد من الأرباح على حساب الغافلين من صغار التجار والممولين.[1]
- خطر حدوث الأزمات خاصة في ظل تقلبات الأسعار وعدم القدرة على ضبطها أو معرفة اتجاهاتها في المستقبل.

[1] محمد النوري، فقه البورصة بين الجائز و المطلوب-رؤية منهجية للحالة الإسلامية بأوروبا، https://www.google.dz/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q%D8%A8، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/010/16، ص 06.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل نستخلص أن مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة معقدا نظرا لارتباطه بطبيعة الاقتصاد ودرجة نموه في كل دولة، بالإضافة إلى عدة معايير أخرى، والتي تنقسم إلى معايير كمية كمعيار عدد العمال ومعايير نوعية كمعيار التكنولوجيا، وتملك هذه المؤسسات دورا هاما في التنمية الاقتصادية والاجتماعية لكنها غالبا ما تعاني من مشاكل تمويلية وغير تمويلية بسبب ضعف التسيير الداخلي لها الذي يجب أن تعالجه أولا حتى لا تقع في مشكل التمويل.

وكحل لمشكل التمويل، نجد سوق الأوراق المالية التي توفر التمويل اللازم لأصحاب العجز من خلال إصدار أوراق مالية على شكل أسهم أو سندات من جهة، وتوفير فرص الاستثمار للأصحاب الفوائض المالية من جهة أخرى، ولسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نفس مبدأ السوق الرئيسية لكنها تختلف فقط في كون قواعد الإدراج فيها مرنة، كتخفيض نسبة رأس المال المفتوح وتخفيض عدد المساهمين وعدم فرض على المؤسسات الراغبة في الإدراج تحقيق أرباحا، بالإضافة إلى ضرورة الاعتماد على راعي رسمي يرافقها طيلة مدة نشاطها في السوق.

الفصل الثاني

تجارب دولية حول سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة، حيث ظهرت أول سوق في لندن سنة 1995 (السوق البديلة للاستثمار) في إطار تشجيع هذا النوع من المؤسسات على التعامل في سوق الأوراق المالية من جهة والحصول على التمويل اللازم من جهة أخرى خارج الأساليب التقليدية المعتادة، ثم انتشرت هذه الأسواق في العديد من الدول نظرا لنجاحها في لندن، وبما أن الوضع الاقتصادي ووضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يختلف من دولة إلى أخرى فقد اختلفت بعض القوانين والقواعد التنظيمية من سوق إلى أخرى.

ومن بين التجارب الدولية في مجال أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة اخترنا في دراستنا تجربتين لدولتين عربيتين والمتمثلتين في تجربة مصر في سوق نيلكس (NILEX) وتجربة تونس في السوق البديلة (Le Marché Alternatif)، كما درسنا ثلاثة تجارب لدول متقدمة والمتمثلة في التجربة الفرنسية في سوق ألترنكست (Alternext) وتجربة المملكة المتحدة في السوق البديلة للاستثمار (AIM)، وأخيرا تجربة البلدان الاسكندنافية في سوق ناسداك OMX فيرست نورث.

المبحث الأول: التجربة المصرية (بورصة النيل NILEX)

مصر هي أول بلد عربي قام بإنشاء سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي أطلقت عليها اسم نيلكس (NILEX)، كما تعتبر أكبر سوق على مستوى البلدان العربية في هذا المجال، وعلى الرغم من الظروف التي مرت بها سنة 2011 نتيجة ظاهرة الربيع العربي، إلا أنها صمدت أمام كل العوائق وبقيت تحتل الصدارة.

المطلب الأول: لمحة عن سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر بقدرة هائلة على التطوير سواء على الصعيد الاقتصادي أو الاجتماعي، كما تتميز أيضا سوق الأوراق المالية فيها بالتقدم والقدرة على مواكبة التطورات الحاصلة في الأسواق العالمية، وفي سنة 2007 تم إنشاء سوقا خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كوسيلة بديلة لتمويل هذا النوع من المؤسسات.

الفرع الأول: نبذة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر

يوجد في مصر ما يقارب 27 تعريفا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة جله يركز على معيار عدد العمال، وفيما يلي تعريف وزارة المالية والذي يفرق بين قطاعات الصناعة والبناء وقطاع الخدمات والتجارة، [1] والملخص في الجدول التالي:

[1] محمد بوقمقوم، جزيرة معيزي، *إضاءات على بعض التجارب العالمية في تطوير و ترقية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ملتقى دولي حول استراتيجيات تنظيم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ،18-19 افريل 2012 ، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، ص 12.*

الجدول رقم 04: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر

	الأيدي العاملة	الأصول الثابتة	المبيعات بالجنيه		الأصول الثابتة بالجنيه بالقياس إلى وحدة العمل	المبيعات بالجنيه تبعا لوحدة العمل	نسبة المبيعات إلى الأصول الثابتة
		الحدود القصوى للنطاق					
الصناعة والانشاءات							
متناهية الصغر	1-4	25.000	100.000		6.000	25.000	144
الصغيرة	5-49	5.000.000	10.000.000		100.000	200.000	144
المتوسطة	50-99	1.000.000.000	20.000.000		100.000	200.000	144
الخدمات و التجارة							
متناهية الصغر	1-4	25.000	100.000		6.000	25.000	144
الصغيرة	5-9	500.000	1.000.000		50.000	100.000	144
المتوسطة	10-19	25.000	100.000		6.000	25.000	144

المصدر: وزارة التجارة الخارجية، تقرير عن تعريف المشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة، مصر، 2004، ص35، متوفر على الموقع http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/Small_Projects/SR/SR-9.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/11/17

تؤمن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عددا كبيرا من الوظائف في مصر، حيث بلغ عددها سنة 2014 نحو 2.5 مليون مؤسسة صغيرة ومتوسطة، توظف أكثر من 75% من إجمالي القوى

العاملة المصرية،[1] كما تلعب دوراً اقتصادياً واجتماعياً بارزا في الاقتصاد المصري فوفقاً للإحصاءات الرسمية :[2]

- تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة التي تقوم بتوظيف أقل من 50 عامل حوالي 99% من إجمالي عدد المنشآت التي تعمل في القطاع الخاص غير الزراعي.
- يساهم قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة بما لا يقل عن 80% من إجمالي القيمة المضافة.
- يعمل في قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة حوالي 3\2 قوة العمل بالقطاع الخاص ككل، وحوالي 4\3 قوة العمل بالقطاع الخاص غير الزراعي .
- علي الرغم من أهمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد المصري ، إلا أن نسبة مساهمتها في إجمالي الصادرات المصرية لا يوازي باقي الدول، كما أنها لا تتجاوز 4% فقط(كصادرات مباشرة) مقارنة 60% في الصين ، 56% في تايوان ، 70% في هونج كونج و43% في كوريا لأن معظمها صناعات مغذية للصناعات الكبيرة.

فعلى الرغم من المكانة التي تحتلها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد المصري، وعلى الرغم من الإصلاحات التي تبنتها السلطات المصرية سنة 2004 فيما يخص تمويل هذه

[1] هلا السعيد، المشاريع الصغيرة و المتوسطة في مصر، الفرص و التحديات، http://www.smeadvisorarabia.com/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%B9-%D8%A7%D9%84%D8%B5%D8%BA%D9%8A%D8%B1%D8%A9-%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AA%D9%88%D8%B3%D8%B7%D8%A9-%D9%81%D9%8A-%D9%85%D8%B5%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D9%81/، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/01/20.

[2] موقع وزارة الصناعة و التجارة الخارجية لمصر، قطاع سياسات تنمية صادرات المشروعات الصغيرة و المتوسطة، http://www.mti.gov.eg/SME/index.htm، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/01/16.

المؤسسات، إلا أنها لا تزال تواجه صعوبات ومشاكل تمويلية، حتى في ظل وجود مصادر تمويل بديلة للتمويل البنكي على رأسها التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: نبذة عن البورصة المصرية

تعتبر البورصة المصرية أكثر البورصات الإفريقية تطورا وواحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903، مع العلم أنه تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية سنة 2008 لتصبح البورصة المصرية.[1] تهدف إلى تطوير سوق يتمتع بالجودة لخدمة عملائه المصريين والأجانب من خلال تقديم أعلى تكنولوجيا وتوفير أحدث المنتجات وتحقيق أسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية.[2]

يتم تداول الأوراق المالية في السوق الرئيسية عن طريق شركات الوساطة بأمر من العميل إما بالشراء أو البيع مع تحديد السعر والكمية ونوع الورقة التي سوف يتم شرائها أو بيعها، وتتم جلسة التداول ابتداء من 10:00 صباحا إلى 02:30 ظهرا، أما بالنسبة للصفقات ذات الحجم الكبير من 09:15 صباحا إلى 09:45 صباحا.

ومن منتجات البورصة المصرية ما يلي:

- **الأسهم:** تتمثل في الأسهم العادية والأسهم الممتازة، كما تجدر الإشارة إلى أنه هناك نوع من الأسهم لم نتطرق له سابقا والمتمثل في الأسهم حرة التداول، و التي يقصد بها

[1] موقع البورصة المصرية، تاريخ البورصة، http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/11/20.

[2] موقع البورصة المصرية، أهداف البورصة، http://www.egx.com.eg/Arabic/Mission_vision.aspx، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/11/20.

الأسهم المسموح تداولها في السوق على غرار الأسهم التي حجزها مؤسسو الشركة عند عملية الإصدار لصالحهم.

- **السندات:** تتمثل في السندات الحكومية وسندات الشركات.
- **صناديق الاستثمار:** تحتوي البورصة المصرية على صندوقي استثمار(وثائق استثمار شركة أورينيت تراست لصناديق الاستثمار وصندوق الاستثمار العقاري العربي المباشر)، و هي صناديق استثمار مغلقة، أي أوراقها المالية قابلة للتداول في البورصة كأي ورقة مالية أخرى، على خلاف صناديق الاستثمار المفتوحة التي تعرف على أنها غير قابلة للتداول في البورصة، حيث يتم شرائها من صندوق الاستثمار بشكل مباشر ونفس الشيء عند بيعها.
- **المنتجات المشتقة:** تتمثل المنتجات المشتقة في البورصة المصرية في أوراق مشتقة من مؤشر EGX30 ، حيث قامت ثلاثة مؤسسات أجنبية بإصدار هذا النوع من الأوراق، وتم التداول عليها في بورصات أجنبية.

الفرع الثالث: تقديم سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مصر

بورصة النيل هي أول سوق خاصة لقيد وتداول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم العربي، وهي جزء من البورصة المصرية، صدرت قواعدها التنظيمية سنة 2007، لكن تم تفعيلها رسميا سنة 2010، أين تم قيد 16 مؤسسة وبدأ التداول فيها من داخل البورصة المصرية بجدول خاص بها.

تتيح هذه السوق التمويل اللازم لتلك الشركات لمساعدتها على التوسع والنمو، فبالرغم من أهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالنسبة للاقتصاد القومي وامتلاكه لإمكانيات عالية للنجاح والنمو فإن مساهمته في النمو الاقتصادي والتكوين الرأسمالي يعتبر محدودا نظرا لما تواجهه من معوقات في جانب التمويل لذا فإن بورصة النيل توفر إمكانيات وفرص غير محدودة للتمويل والتوسع.[1]

وتظهر أهمية بورصة النيل بالنسبة لكل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المستثمرين والاقتصاد القومي فيما يلي:[2]

1-بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة:

- الحصول على تمويل طويل الأجل لتنمية وتطوير أعمالهم؛
- تحديد قيمة عادلة للشركة؛
- تحسين صورة الشركة أمام العملاء والموردين والبنوك؛
- تسهيل عملية خروج الشركاء من الشركة في حالة رغبتهم وبالقيمة العادلة؛
- تسهيل عمليات اندماج الشركات الصغيرة واتحادها لتكوين كيانات أكثر تنافسية.

2-بالنسبة للمستثمرين:

- توفر فرصة أمام المستثمرين لتنويع استثماراتهم في سوق الأوراق المالية ليتضمن الاستثمار في شركات ناشئة ولكن ذات فرص نمو مرتفعة.

[1] البورصة المصرية، دليل بورصة النيل فرصتك في النمو، مصر، 2011، ص 03، متوفر على الموقع http://www.egx.com.eg/getdoc/82120b15-77d9-4bcc-a37c-e06d61715c41/NILEX.aspx.

[2] موقع بورصة النيل، http://nilex.egyptse.com/ar/Listing_Why_Joining.aspx، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/11/22.

3-بالنسبة للاقتصاد القومي:

- دعم القطاعات الواعدة في الاقتصاد التي تواجه معوقات تمويلية؛
- جذب استثمارات أجنبية ومحلية للقطاعات سريعة النمو؛
- دعم خطط العمل الحر والمساهمة في خلق مزيد من فرص العمل.

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية لبورصة النيل

منذ إنشاء بورصة النيل سنة 2007، شهدت عدة تعديلات في القواعد التي تنظم عملها، وذلك بناءا على حاجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المستثمرين والأوضاع الاقتصادية السائدة، وفي هذا المطلب سنقدم قواعد قيد المؤسسات، التداول والتسوية، ثم نبرز الاختلاف الموجود بين القواعد التي تحكم كل من البورصة المصرية وبورصة النيل.

الفرع الأول: قواعد قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تلتزم الشركات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في قيد أسهمها في بورصة النيل بشروط حددها قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 11 المؤرخ في سنة 2014 والمعدل بالقرار 170 لنفس السنة في المادة 09 التي لخصناها كما يلي:[1]

- أن لا تقل نسبة رأس المال المطروحة عن 20% من إجمالي أسهم الشركة؛

[1] المادة 09 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 المؤرخ سنة 2014، المتعلق بقواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، ص ص 09-10. بتصرف

- أن لا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 100 مساهم مع مراعاة أن تكون الأسهم المخصصة موزعة في ضوء الضوابط التي تحددها البورصة بهدف التحقق من عدم صورية الطرح؛
- أن لا تقل نسبة الأسهم حرة التداول عن 10% على الأقل من إجمالي الأسهم المقيدة للشركة؛
- أن لا يقل عدد الأسهم المصدرة المطلوب قيدها عن 100 ألف سهم؛
- أن تقدم الشركة طالبة القيد القوائم المالية لسنتين ماليتين سابقتين على طلب القيد، على أن تكون هذه القوائم معدة وفقا لمعايير المحاسبة المصرية وتم مراجعتها وفقا لمعايير المراجعة المصرية بواسطة أحد مراقبي الحسابات المقيدين بسجل الهيئة وأقرتها الجمعية العامة العادية للشركة ومصادق عليها من الجهة الإدارية المختصة. ويجوز للجنة القيد قبول قيد أوراق الشركات التي لم تصدر قوائم مالية إلا عن سنة مالية كاملة في حالة تقديم الشركة المصدرة خطط عمل لثلاث سنوات قادمة تحدد فيها الأرباح المتوقعة على أن تكون هذه الخطط معتمدة من أحد الرعاة المستشارين الماليين المعتمدين لدى الهيئة بعد صدور عدم ممانعة الهيئة على دراسة المستشار المالي المستقل للقيمة العادلة للسهم من حيث اتباع الأسس و المنهجيات المتعارف عليها في إعداد تلك الدراسات.
- أن يكون رأس المال المصدر مدفوعا بالكامل ولا يقل عن 1 مليون جنيه وأقل من 50 مليون جنيه وذلك من واقع آخر قوائم مالية سنوية أو آخر قوائم مالية دورية مرفقا بها تقرير مراجعة شامل من مراقب الحسابات ومصادق عليها من الجمعية العامة للشركة.
- أن لا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية أو دورية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع.

- أن تتعاقد الشركة الطالبة لقيد أسهمها مع أحد الرعاة المعتمدين والمقيدين بالسجل المعد لذلك الغرض، ويكون الراعي مسؤولا عن معاونة الشركة في مرحلة قيد أوراقها المالية، كما يتولى مسؤولية متابعة التزام الشركة بقواعد ومعايير القيد والإفصاح، على أن يستمر الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد، يلتزم خلالها بإجراء التغطية البحثية للشركة التي يرعاها.

الفرع الثاني: قواعد التداول والتسوية

تنظم كل من عملية التداول والتسوية الخاصة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفقا لقرار رئيس الهيئة رقم 738 المؤرخ في 2011/10/27، والذي نلخصه فيما يلي: [1]

- يتم التداول على الأسهم المقيدة للشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال جلسة تداول مستمر لمدة ساعة يوميا، وبذات آليات التداول المعمول بها في السوق الرئيسية.
- تكون الحدود السعرية المسموح بها خلال جلسة التداول 5% صعودا أو هبوطا.
- يكون سعر الإقفال للسهم هو السعر محسوبا على أساس متوسط الأسعار مرجحا به الكميات في نهاية يوم العمل وبشرط ألا تقل الكميات عن مائة سهم ولا تقل قيمة هذه الكميات عن 20 ألف جنيه مصري أو ما يعادلها بالعملات الأجنبية لسهم كل شركة.
- يتم تسوية العمليات التي تتم على الأسهم المقيدة للشركات الصغيرة والمتوسطة في البوم الثاني بعد يوم التنفيذ (T+2).

[1] قرار رئيس هيئة العامة للرقابة المالية رقم 738 المؤرخ في 2011/10/27، المتعلق بقواعد التداول و التسوية والرقابة لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة بجداول البورصة المصرية.

- تتولى إدارة البورصة وضع نظم الإشراف و الرقابة على كافة التعاملات التي تتم على الأسهم المقيدة للشركات الصغيرة والمتوسطة وذلك مع عدم الإخلال بقواعد الإشراف والرقابة السارية على التعاملات بالبورصة المصرية.

ولتنشيط بورصة النيل خاصة في ظل ارتفاع عدد الأوامر من قبل العملاء تم زيادة ساعات التداول من ساعة واحدة إلى 4 ساعات ونصف حيث كانت من 11:00 صباحا إلى 12:00 وأصبحت من 10:00 صباحا إلى 2:30 ظهرا.

لتوضيح كيفية تنفيذ العمليات داخل البورصة المصرية نقدم الشكل التالي:

الشكل رقم03: كيفية تنفيذ العمليات داخل البورصة المصرية



المصدر: موقع البورصة المصرية، كيفية تنفيذ العمليات داخل البورصة المصرية
http://www.egx.com.eg/arabic/Trading_System.aspx، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/12/23.

الفرع الثالث: الفرق بين القواعد المنظمة للبورصة المصرية وبورصة النيل

قبل البدء في توضيح الاختلاف الموجود بين القواعد الحاكمة في بورصتي مصر والنيل تجدر الإشارة إلى أنها تشترك في بعض القواعد وطريقة تنفيذ مختلف العمليات في البورصة كالتداول مثلا.

كما أنه على الرغم من وجود تسهيلات لقيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة النيل، إلا أنها لم تشمل مصاريف القيد ومقابل خدمات البورصة التي حددت في قرار مشترك بالنسبة للسوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

فحسب القرار الوزاري رقم 831 المؤرخ سنة 2014 في المادتين الأولى والثانية، تؤدي كل المؤسسات بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقابل قيد أوراقها المالية نسبة اثنين في الألف من قيمة رأسمالها وبحد أقصى مقداره 500 ألف جنيه مصري سنويا.

وتتقاضى البورصة المصرية بما في ذلك بورصة النيل جراء الخدمات التي تقدمها نسبة 0,012% من قيمة كل عملية تداول ومن قبل طرفي العملية (البائع والمشتري)، على أن لا تتعدى قيمة الرسوم 5000 جنيه مصري.

أما فيما يخص الاختلاف الموجود بين القواعد المنظمة للبورصة المصرية وبورصة النيل فمن المعروف أن قواعد بورصة النيل ملائمة لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكونها مخففة مقارنة بقواعد السوق الرئيسية أو ما يعرف بالبورصة المصرية، ولتقديم صورة أوضح عن هذا الاختلاف لخصنا شروط قيد المؤسسات في الجدول التالي:

الجدول رقم05: الفرق بين قواعد قيد المؤسسات في البورصة المصرية وبورصة النيل

	البورصة المصرية	بورصة النيل
الأسهم المطروحة	10%من إجمالي أسهم الشركة	20%من إجمالي أسهم الشركة
عدد المساهمين	300 مساهما	100 مساهما
نسبة الأسهم حرة التداول	أكبر من 5%من إجمالي أسهم الشركة	أكبر من 10%من إجمالي أسهم الشركة
عدد الأسهم	50 مليون سهما	100 ألف سهما
القوائم المالية	القوائم المالية لسنتين ماليتين سابقتين على طلب القيد	القوائم المالية لسنتين ماليتين سابقتين على طلب القيد ويجوز تقديم القوائم المالية لسنة مالية واحدة بالإضافة إلى خطط عمل لثلاث سنوات قادمة
رأس المال المصدر	أكبر من 50مليون جنيه مصري	أكبر من 1 مليون جنيه وأقل من 50 مليون جنيه
الأرباح	نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب للسنة المالية السابقة لطلب القيد اكبر من 5%من رأس المال المدفوع المطلوب قيده	غير مفروض لكن يجب أن لا تقل حقوق المساهمين في آخر القوائم المالية السابقة لطلب القيد عن رأس المال المدفوع
الراعي المعتمد	غير مفروض	التعاقد مع راعي معتمد

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (11)، مرجع سبق ذكره.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن كل شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مخففة مقارنة بالسوق الرئيسية وهذا ما يعتبر منطقي نظرا لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الثالث: أداء بورصة النيل

تعرف البورصة المصرية على أنها من أقدم البورصات العربية، وتعرف بورصة النيل على أنها أول بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم العربي، لذلك عند دراسة تطور أداء هذه الأخيرة خلال الفترة 2011-2015 تطرقنا أيضا إلى تطور السوق الرئيسية للبورصة المصرية لإعطاء صورة شاملة على تطور البورصة في مصر، ومعرفة مكانة بورصة النيل أمام البورصة المصرية بصفة عامة.

الفرع الأول: دراسة تطور بورصة النيل

بلغت عدد المؤسسات المدرجة في بورصة النيل في أول سنة منذ تفعيلها "16 مؤسسة صغيرة ومتوسطة"، و25 راعيا رسميا، ثم استمرت في التطور إلى أن وصلت في سنة 2015 إلى "31 مؤسسة صغيرة ومتوسطة"، وبطبيعة الحال تطورت كل من كمية وقيمة التداول في هذا السوق، وللتوضيح أكثر نستعرض الجدول التالي الذي يحتوي على تطور البورصة المصرية بما فيها بورصة النيل خلال الفترة 2011-2015:

الجدول رقم06 : تطور البورصة المصرية خلال الفترة 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الشركات المقيدة	213	213	212	214	221
عدد الشركات المتداولة	202	204	204	206	209
عدد الشركات المقيدة في بورصة النيل	**19**	**22**	**24**	**33**	**31**
عدد الشركات المتداولة في بورصة النيل	**13**	**16**	**21**	**25**	**24**
كمية التداول داخل المقصورة*	16.896,20	32.804,10	27.210,30	55.674,20	42.863,30
كمية التداول خارج المقصورة	1.563,40	1.375,70	1.726,00	1.292,80	1.835,40
كمية التداول في بورصة النيل	**30,90**	**81,20**	**253,80**	**262,60**	**379,50**
قيمة التداول داخل المقصورة(مليون جنيه)	130.536,4	166.459,00	146.074,2	264.503,5	225.561,5
قيمة التداول خارج المقصورة (مليون جنيه)	17.495,9	18.279,8	15.064,2	25.461,3	20.990,6
قيمة التداول في بورصة النيل (مليون جنيه)	**191,40**	**246,80**	**747,80**	**784,20**	**617,40**
عدد العمليات داخل	5.516.966	6.160.985	4.668.923	7.155.744	4.752.441

* **سوق خارج المقصورة:** تضم الشركات التي لا يتم التداول عليها بالبورصة المصرية ولكنها ليست مقيدة بالبورصة ولا يطبق عليها شروط القيد والإفصاح التي تحكم الشركات المقيدة.

المقصورة					
عدد العمليات خارج المقصورة	62.607	40.356	24.523	60.977	29.304
عدد العمليات في بورصة النيل	10.120	32.952	96.834	111.077	93.714
رأس المال السوقي في نهاية العام*(مليار جنيه)	293,60	375,60	426,80	500,00	429,80
رأس المال السوقي في نهاية العام لبورصة النيل (مليار جنيه)	**1,00**	**1,00**	**1,40**	**1,10**	**1,00**

المصدر: موقع البورصة المصرية، بيانات السوق، http://www.egx.com.eg/arabic/MarketIndicator.aspx، تم الإطلاع عيه بتاريخ 2016/01/15، بتصرف.

على الرغم من الحالة السياسية للبلاد التي تدهورت ابتداء من سنة 2011 إلا أن البورصة المصرية شهدت تطورا في معظم المؤشرات الموضحة في الجدول أعلاه، حيث سجل عدد الشركات المقيدة وعدد الشركات المتداولة ارتفاعا بسيطا لكن مستمرا، مقارنة بباقي المؤشرات التي انخفضت سنة 2015.

وقد استحوذت السوق الرئيسية (داخل المقصورة) على غالبية التداول مقارنة بسوق خارج المقصورة وبورصة النيل، وسجلت ارتفاعا خلال الفترة المدروسة حيث بلغت قيمة التداول سنة 2015 "225.561,5 مليون جنيه" وحققت رأس مال سوقي يقدر بـ "429,80 مليار جنيه" مقارنة بسنة 2011 التي كانت تقدر بـ "130.536,4 مليون جنيه" ورأس مال سوقي "293,60 مليار

* رأس المال السوقي: عدد الأسهم المقيدة × سعر السوق في نهاية العام.

جنيه"، و هذا ما يعبر عن قدرة البورصة المصرية على مواجهة التحديات التي فرضت عليها جراء التوترات السياسية والعسكرية خلال هذه الفترة وتمكنها من تنشيط سوقها.

وفيما يخص بورصة النيل التي بدأ فيها التداول في 03 جويلية 2010 فقد بلغ عدد الشركات المقيدة وعدد الشركات المتداولة في سنة "2015" على التوالي 31 و27 شركة بعد أن كانا في "2011" 19 و13 شركة. وعلى الرغم من أن عدد الشركات المقيدة لم يرتفع كثيرا إلا أن قيمة التداول ارتفعت بقيمة 747,80 مليون جنية في سنة 2013 مقارنة بـ191,40 مليون جنيه سنة 2011، ثم استمرت في الارتفاع إلى غاية سنة 2015 وهذا راجع إلى زيادة ساعات التداول من ساعتين إلى أربع ساعات، ودخول عددا هائلا من المؤسسات المستثمرة في البورصة المصرية بصفة عامة (بما فيها بورصة النيل)، من بينهم نسبة كبيرة من المستثمرين الأجانب نظرا لتفاؤلهم على التعامل في أوراق البورصة المصرية، وكذا مرونة القواعد التنظيمية في مجال استثمار الأجانب فيها.

كما شهد عدد العمليات في بورصة النيل ارتفاعا مستمرا وملحوظا، حيث بلغ في سنة "2015" 93.714 عملية مقارنة بسنة "2011" 10.120 عملية، والجدير بالذكر أن معدل دوران الأسهم في بورصة النيل قد عرف نسبة ارتفاع تقدر بـ60% مقابل 27% في السوق الرئيسية في سنة 2015. أما بالنسبة لرأس المال السوقي الذي يعبر عن مجموع القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة فقد بقي على حاله طوال الفترة 2011-2015 (1 مليار جنيه) ماعدا في سنتي 2013 و2014 أين شهد ارتفاعا ضئيلا جدا (1,40 مليار جنيه و1,10مليار جنيه)

الفرع الثاني: المؤسسات المدرجة في بورصة النيل

لا تستطيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإدراج في البورصة إلا بالاعتماد على راعي رسمي يساندها في مجمل العمليات التي تقوم بها في البورصة، ولتقديم صورة واضحة عن واقع بورصة النيل، نقدم الجدول التالي الذي يوضح المؤسسات المدرجة فيها سنة 2015 والمقسمة إلى المؤسسات المتداولة وغير المتداولة مصحوبة بالراعي الرسمي الخاص بها وتاريخ قيدها:

الجدول رقم07 : الشركات المدرجة في بورصة النيل سنة 2015

شركات لم يتم التداول عليها بعد			
	الشركة	**تاريخ القيد**	**الراعي الرسمي**
1	المجموعة المتكاملة للأعمال الهندسية	2014/08/27	White House Securities
2	اكسبريس للحلول المتكاملة	2014/10/22	ايجل للاستشارات المالية عن الأوراق المالية
3	جينيال تورز	2014/11/05	ثقات الدولية للاستشارات المالية عن الأوراق المالية
4	ام بي للهندسة M .B	2014/11/17	البيت الأبيض للأوراق المالية
5	مصر جنوب افريفيا للاتصالات	2014/12/09	إم إتش للاستثمارات المالية عن الأوراق المالية
6	مصر جنوب افريقيا للاتصالات	2014/12/24	البيت الأبيض للأوراق المالية
7	ايجل للاستشارات المالية عن الأوراق المالية	2015/12/09	نيوكاسل للاستثمار الرياضي
الشركات المتداولة			
	الشركة	تاريخ القيد	الراعي الرسمي

1	انترناشيونال بزنس كوربوريشن للتجارة والتوكيلات التجارية IBC	2012/10/03	البيت الأبيض للأوراق المالية
2	بورسعيد للتنمية الزراعية و المقاولات	2011/09/07	شركة ايجل للاستشارات المالية
3	مرسيليا المصرية الخليجية للاستثمار العقاري	2011/08/02	البيت الأبيض للأوراق المالية
4	يونيفرت للصناعات الغذائية	2011/03/30	فرست للاستشارات المالية
5	ريفا فارما	2010/12/29	فينكورب انفستمنت هولدينج
6	مصر انتركونتيننتال لصناعة الجرانيت و الرخام	2010/09/05	البيت الأبيض للأوراق المالية
7	فيركيم مصر للأسمدة والكيماويات	2010/09/15	فرست للاستشارات المالية
8	شركة فاروتك لأنظمة التحكم والاتصالات	2010/07/21	البيت الأبيض للأوراق المالية
9	شركة المصرية الكويتية للاستثمار والتجارة	2010/07/21	البيت الأبيض للأوراق المالية
10	العروبة للتجارة والتعدين والتوريدات	2010/03/10	فرست للاستشارات المالية للأوراق المالية
11	المؤشر للبرمجيات ونشر المعلومات	2010/02/10	البيت الأبيض للأوراق المالية
12	الدولية للأسمدة والكيماويات	2010/01/13	فرست للاستشارات المالية عن الأوراق المالية
13	أميكو ميديكال للصناعات الطبية	2009/12/24	البنك الأهلي
14	بي اي جي للتجارة والاستثمار	2009/10/15	جراند القابضة للأوراق المالية
15	يوتوبيا لاستثمار العقاري والسياحي	2009/10/15	البيت الأبيض للأوراق المالية
16	البدر للبلاستيك	2008/06/11	النعيم للاستثمارات المالية
17	الشركة المصرية لنظام التعليم الحديثة	2012/12/12	البيت الأبيض للأوراق المالية
18	الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد	2012/12/12	شركة فرست للاستشارات المالية

19	الدولية للصناعات الطبية –إيكمي	2012/12/30	شركة فرست للاستشارات المالية
20	الأخوة المتضامنين للاستثمار العقاري والأمن الغذائي	2013/05/15	فرست للاستشارات الأوراق المالية
21	الأولى للاستثمار والتنمية العقارية	2013/05/15	فرست للاستشارات المالية عن الأوراق المالية
22	فرتيكا للبرمجيات	2013/04/10	البيت الأبيض للأوراق المالية
23	الدولية للثلج الأبيض	2013/11/20	ايجي ترند للاستشارات المالية عن الأوراق المالية
24	أراب للتنمية والاستثمار العقاري	2014/09/10	فرست للاستشارات المالية عن الأوراق المالية

المصدر: موقع بورصة النيل، الشركات المقيدة،
http://nilex.egyptse.com/ar/Listed_Companies.aspx، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2016/01/15.

تحتوي بورصة النيل على مؤسسات مدرجة شاملة لمختلف القطاعات، حيث نلاحظ أنها شملت قطاع الصناعة، الزراعة، الخدمات، الطب، السياحة، المقاولاتية... مما يشكل نقطة قوة بالنسبة للبورصة التي تستعمله كحافزا لاستقطاب المؤسسات غير المدرجة وتشجيعها على القيد.

الفرع الثالث: مؤشر بورصة النيل

يتم ترجيح مؤشر النيل برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم، ويتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على الصناعة بعينها ومن ثم يوفر تمثيلا جيدا لمختلف القطاعات داخل

سوق بورصة النيل. تم احتساب المؤشر ابتداء من 2 جويلية 2012، وبدء بقيمة 1000 نقطة، وقامت البورصة المصرية بتدشينه 2 فيفري 2014.[1]

وتتمثل شروط ومعايير انضمام الشركات لمؤشر النيل فيما يلي:[2]

- تعتبر السيولة المعيار الأساسي لاختيار الشركات المكونة للمؤشر حيث يتم ترتيب الشركات وفقا لقيمة التداول لآخر ستة أشهر قبل تاريخ المراجعة الدورية.
- يشترط أن لا تقل نسبة التداول الحر عن 10% كحد أدنى لانضمام الشركة للمؤشر وتمثل نسبة التداول الحر عدد الأسهم المتاحة غير المملوكة لمساهم رئيسي والمتاحة للتداول.
- السماح بإضافة الشركات المتداولة بعملة أجنبية ضمن مكونات المؤشر علما بأن أسعارها تقوّم بالجنيه المصري عقب كل جلسة تداول.
- يشتمل المؤشر على العادية فقط. أما الأسهم الممتازة والسندات و الأوراق المالية الأخرى مثل صناديق الاستثمار فلا يتضمنها المؤشر.
- تستبعد من قائمة الشركات الأكثر نشاطا بدون صفقات الشركات التالية:
  - الشركات التي تمارس تعديات متكررة على قواعد القيد والإفصاح بالبورصة المصرية.
  - الشركات التي تشهر إفلاسها أو التي تندمج مع شركات أخرى أو التي يتم تملكها بواسطة شركات أخرى.

[1] موقع بورصة النيل، مؤشر بورصة النيل، http://www.egx.com.eg/arabic/Overview_NileIndex.aspx?Nav=11، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/12/11.

[2] البورصة المصرية، قواعد مؤشر النيل، مصر، أوت 2015، ص ص 3-5، بتصرف، متوفر على الموقع http://www.egx.com.eg/getdoc/7fc56dcb-4d56-4abf-b00c-bcb46b54c88b/Nile-Index-Methodology_ar.aspx.

- الشركات التي لا تلتزم بإرسال بيان هيكل المساهمين إلى إدارة الإفصاح بالبورصة.

- معالجة البيانات التاريخية للشركات في بعض الحالات الخاصة:

- في حالة انقسام الشركة قبل أعمال المراجعة الدورية يتم استخدام سعر إغلاق أول يوم تداول للشركة المنقسمة (الجديدة) لحساب البيانات التاريخية لفترة ما قبل التداول و اللازمة لمراجعة المؤشر.
- في حالة عمليات الاندماج والاستحواذ التي يترتب عليها استحواذ شخص أو مجموعة مرتبطة من الأشخاص على ما يقل عن 85% من الشركة المدرجة بالمؤشر قبل أعمال مراجعة المؤشر الدورية، يتم حساب البيانات التاريخية لنشاط الشركة خلال فترة المراجعة بالقياس على أداء الشركة الفعلي بعد تنفيذ عمليات الاندماج والاستحواذ المشار إليها.

المبحث الثاني: التجربة التونسية (السوق البديلة le marché alternatif)

تعتبر سوق الأوراق المالية لتونس سوقا ناشئة، تتميز بالتطور المستمر في أدائها وتسعى إلى المواصلة نحو التقدم والازدهار، حيث أنشأت السوق البديلة (Le Marché Alternatif) كوسيلة لإنعاش سوقها من جهة ولتنويع مصادر تمويل المؤسسات الواعدة من جهة أخرى، وتحرص هذه الأخيرة بدورها على التطور من خلال تلبية حاجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المستثمرين.

المطلب الأول: لمحة حول سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتونس

بالإضافة إلى أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديدة في تونس، نجد سوق الأوراق المالية التي فتحت أبوابها لهذا النوع من المؤسسات نظرا لقدرتها على حل العديد من المشاكل الاقتصادية والاجتماعية لتكون بذلك قد أعطتها فرصة للخروج من أزمتها، وقبل التعرف على السوق البديلة نقدم أولا نبذة عن المؤسسات الصغيرة في تونس وكذا سوق الأوراق المالية بصفة عامة.

الفرع الأول: نبذة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس على أساس معيار عدد العمال وبالتحديد كل المؤسسات التي تشغل أقل من 200 عاملا.

تتوفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على عدة آليات تتماشى مع خصوصيتها، وتجتمع كل هذه الآليات على ربط التمويل بجدوى المشروع وقدرة المستثمر على تسييره، ومن أهم هذه الآليات:[1]

1-شركات الاستثمار ذات رأس مال التنمية: أقيمت هذه الشركات بغرض المساهمة في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة المقامة للتنمية أو التي تقام في مجال التكنولوجيات الحديثة.

[1] عائدة عزت، قطاع سياسات تنمية صادرات المشروعات الصغيرة و المتوسطة، http://www.mti.gov.eg/SME/Test1.htm، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/08، بتصرف.

2-الصندوق الوطني للنهوض بالصناعات التقليدية والمهن الصغرى: يهدف هذا الصندوق إلى النهوض بالعمل المستقل والتشجيع على إنشاء أو تحديث مؤسسات صغيرة والتي لا يتجاوز حجم الاستثمار فيها 50 ألف دينار.

3-الصندوق الخاص للتنمية الفلاحية: يقوم هذا الصندوق بتقديم تشجيعات لصغار ومتوسطي الفلاحين والصيادين والبحريين سواء في شكل اعتمادات أو في شكل مساهمات في رأس المال.

4-صندوق التطوير واللامركزية الصناعية: يساهم هذا الصندوق في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاعي الصناعة والخدمات والتي لا يتجاوز حجم الاستثمار فيها ثلاثة ملايين دينار.

5-صندوق تطوير القدرة التنافسية الصناعية: يوفر هذا الصندوق مساعدات لتأهيل المؤسسات الصناعية وخاصة منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع حث المؤسسات على العناية الخاصة بالاستثمارات غير المالية وتحسين الجودة وتحسين الإنتاج وتحديث وسائل الإنتاج.

6-نظام التشجيع على الابتكار في مجال تكنولوجيا المعلومات: يستفيد من هذا النظام المشروعات التي لا تزيد تكلفتها عن 500 ألف دينار وتصل مساهمة الصندوق إلى 49% من رأس المال.

7-البنك التونسي للتضامن: يعتبر إنشاء البنك التونسي للتضامن في 1997 تجربة رائدة في تمويل المشروعات الصغيرة في تونس ومواجهة الاحتياجات المالية لرجال الأعمال في المنشآت الصغيرة ومتناهية الصغر.

8-صناديق تشجيع التصدير: نظراً لأهمية الوظيفة التسويقية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضرورة دعم قدراتها التصديرية، تم إنشاء العديد من الصناديق لمساعدة المؤسسات فى مجهودها التصديرى لإعداد مخطط تسويقي للتصدير مصحوبة بمساعدة فنية لخبراء الصندوق.

ولا تعتبر وسائل التمويل المذكورة أعلاه السبل الوحيدة لتوفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بل توجد أيضا برامج مساندة وبرامج لتأهيل هذه المؤسسات. بالإضافة إلى السوق البديلة التابعة لبورصة الأوراق المالية لتونس المتخصصة في إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفقا لشروط تتلاءم مع خصوصيتها، والتي سنتطرق إليها لاحقا.

الفرع الثاني: نبذة عن سوق الأوراق المالية لتونس

تم إنشاء بورصة تونس للأوراق المالية سنة 1969، فهي تعد من بين أسواق الأوراق المالية الناشئة نظرا للتطور الذي شهدته خلال السنوات الأخيرة.

تنقسم إلى قسمين كما يلي:[1]

1-السوق المنظمة: تخصص تسعيرة البورصة لتداول السّندات التي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص عليها بالترتيب العام للبورصة. وتشمل الأسواق التاليّة:

- **السوق الرئيسية:**مخصصة للشركات ذات الحجم الكبير
- **السوق البديلة** : مفتوحة للشركات الصغرى والمتوسطة ذات الأفاق الواعدة.
- **السّوق الرقاعيّة:** مخصّصة لتداول سندات الدّين.

[1] موقع بورصة تونس، تقديم، http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/06.

- سوق لتداول حصص **الصناديق المشتركة للديون.**

2-السّوق الموازية : تخصص لتداول أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام وغير المدرجة بالبورصة.

كما تمنح البورصة التونسية امتيازات بالنسبة للمستثمرين والشركات كما يلي:[1]

1-بالنسبة إلى المستثمرين و المدّخرين: تتمثل في:

- توظيفات توفر السيولة والمردوديّة خاصّة على المدى الطّويل؛
- تقييم متواصل للممتلكات؛
- إعفاء جبائي للضريبة على الأرباح الموزعة؛
- إعفاء جبائي للضريبة على القيمة الزائدة شريطة الاحتفاظ بالسهم لمدة معينة؛
- تخفيض ضريبي لفائدة أصحاب حسابات الادخار في الأسهم (CEA)؛
- اكتساب صفة مساهم في شركات ذات صيت.

2-بالنسبة إلى الشركات: تتمثل في:

- تعبئة موارد مباشرة لدى المستثمرين بأقل كلفة؛
- تدعيم الشهرة وتعزيز صورة الشركة ومنتوجاتها؛
- تخفيض في نسبة الضريبة على الشركات لمدّة الخمس السنوات التي تلي الإدراج بالبورصة؛
- ضمان الديمومة عبر تسهيل الإحالة.

[1] موقع البورصة التونسية، تقديم، مرجع سبق ذكره.

ويتمثل المتدخلون في البورصة التونسية فيما يلي:

1-هيئة السوق المالية: هي الهيئة المكلفة بالسهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة وفي كل توظيف للأموال يتم عن طريق المساهمة العامة، كما تكلف هيئة السوق المالية بتنظيم أسواق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة وبالسهر على حسن سيرها. [1]

2-التونسية للمقاصة: هي المودع المركزي للأوراق المالية والمتصرف في منظومة الدفع والتسليم. تأسست في 28 ديسمبر 1993 تحت تسمية "الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية" وقد جاء القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية ليؤكد وجودها القانوني ويحدد مهامها. [2]

3-الوسطاء: هم أشخاص معتمدين من قبل هيئة السوق المالية، يحملون الجنسية التونسية، مقيمين في تونس، متمتعين بكامل حقوقهم المدنية والسياسية، متحصلين على الأستاذية أو شهادة معادلة لها، وذوي خبرة لا تقل عن خمس سنوات في ميدان البورصة، وتتمثل وظيفتهم في تداول وتسجيل الأوراق المالية والأدوات المالية لحساب الغير وحسابهم الخاص،[3] ويبلغ عدد الوسطاء الناشطين في البورصة التونسية 10 وسطاء معتمدين.

4-صندوق ضمان عمليات سوق: يجب على الوسطاء إنشاء صندوق لضمان عمليات السوق يخصص حصرا لضمان نتيجة عمليات التداول في السوق فيما بينهم في حالة عجز أحد الوسطاء

[1] الفصل 23 من القانون رقم 117 المؤرخ في 1994/11/14، المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية،، هيئة السوق المالية لتونس، ص 16.

[2] موقع البورصة التونسية، المتدخلين في السوق، http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D9%86%D8%B3%D9%8A%D8%A9-%D9%84%D9%84%D9%85%D9%82%D8%A7%D8%B5%D8%A9، تم لاطلاع عليه بتاريخ 2016/02/06.

[3] الفصل الأول، من القانون رقم 2478 المؤرخ في 1999/11/1 والمعدل بالأمر 1678 المؤرخ في 2007/07/05 ، المتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة، هيئة السوق المالية لتونس، ص 01، بتصرف.

عن الوفاء بالدفع أو التسليم وذلك بعد نفاذ الوسائل والسبل المنصوص عليها في القوانين والتراتيب المنظمة للسوق، وتعود إدارة الصندوق إلى جمعية وسطاء البورصة.[1]

الفرع الثالث: تقديم السوق البديلة لتونس

السوق البديلة لتونس هي سوق مستوحاة من تجربة لندن (AIM) وتجربة فرنسا (Alternext)، بدأ النشاط فيها سنة 2007، فهي سوق تستهدف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشاريع الواعدة التي تنوي الانفتاح على العموم منذ انطلاقها.

وبالإضافة إلى الشروط المخففة والمرنة التي تضعها السوق البديلة مقارنة بالسوق الرئيسية، فهي تحتوي على متدخلين جدد والمتمثلين فيما يلي:

1-المؤسسات الراعية: يطلق تسمية المؤسسة الراعية على مؤسسة استشارة مالية يتمثل غرضها في:[2]

- إرشاد الشركة التي تنوي إدراج أوراقها المالية بالبورصة وإعانتها على تقديم ملفها؛
- مرافقة الشركة التي يقع إدراج أوراقها المالية بالبورصة ومساعدتها من خلال السهر الدائم على احترامها لواجباتها المتعلقة بالإفصاح المالي.

وتخضع ممارسة نشاط مؤسسة راعية إلى مصادقة هيئة السوق المالية وتضبط بقرار عام صادر عن الهيئة شروط ممارسة هذا النشاط.

[1] الفصل 12، قرار وزارة المالية المؤرخ في 1997/02/13 و المعدل في 2007/09/24، المتعلق بالترتيب العام لبورصة الأوراق المالية لتونس، بورصة الأوراق المالية لتونس، ص 04.

[2] الفصل 36، الأمر رقم 2478 المؤرخ في 1999/11/01 و المعدل بالأمر 1678 المؤرخ في 2007/07/05، مرجع سبق ذكره، ص ص 9-10.

2-صانع السوق (التخصص في صناعة السوق): يتمثل نشاط التخصص في صناعة السوق في جلب السيولة لسوق ورقة مالية معينة بالخصوص عن طريق النشر المستمر لسعر شراء وسعر بيع لعدد أدنى من الأوراق المالية. ويخضع تعاطي نشاط التخصص في صناعة السوق من طرف وسطاء البورصة المسبقة لهيئة السوق المالية حسب شروط يضبطها قرار عام صادر عن هيئة السوق المالية.[1]

وللتعرف على المؤسسات المدرجة في السوق البديلة، قدمناها في جدولا كما يلي:

الجدول رقم 08: المؤسسات المدرجة في السوق البديلة

العملة: الدينار التونسي

الشركة	تاريخ القيد	قيمة رأس المال المفتوح	رأس المال الاجتماعي
آي تاك	2013/04/04	%26,2	2.223.334 د
المعامل الآلية بالساحل	2012/04/30	%28,9	26.828.020 د
قرطاج للاسمنت	2010/06/10	%49,8	172.134.413 د
سريباليس	2014/12/25	%30,0	4.888.889 د
إكزابيت	2012/02/13	%16,0	2.083.334 د
لوندور	2013/03/07	%31,0	4.700.000 د
شركة المغرب الدولي للإشهار	2014/08/01	%34,8	4.398.937 د
نيو بودي لاين	2013/04/30	%41,7	3.780.000 د
أوفيس بلاست	2015/10/07		6.242.160 د
سرفيكوم	2009/06/01	%42,4	3.537.000 د

[1] الفصل 43، الأمر رقم 2478 المؤرخ في 1999/11/1 و المعدل بالأمر 1678 المؤرخ في 2007/07/05 ، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

الشركة التونسية للتلا	2014/01/28	%12,2	26.200.000 د
مجمع تواصل القابضة	2014/07/16	%16,7	108.000.000 د

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على موقع البورصة التونسية، قائمة الشركات المدرجة، http://www.bvmt.com.tn/ar/entreprises/list، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/06.

تعاني السوق البديلة في تونس من خمول واضح مقارنة بالسوق الرئيسية التي تتطور على مر السنوات، فبعد مرور سبع سنوات من بدء النشاط فيها بلغ عدد المؤسسات المدرجة في سنة 2015 "12 مؤسسة صغيرة ومتوسطة"، وذلك على الرغم من تطور عدد المؤسسات المدرجة في السنوات الثلاث الأخيرة بدخول 9 مؤسسات إلى السوق، (4 مؤسسات في كل من سنة 2013 و2014 ومؤسسة واحدة سنة 2015).

وتجدر الإشارة إلى أنه في تاريخ السوق البديلة لتونس تم تحويل مؤسسة واحدة فقط إلى السوق الرئيسية سنة 2010 وهي شركة الإنتاج الفلاحي طبلبة (SOPAT) .

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية للسوق البديلة لتونس

اعتمدت البورصة التونسية على تجربتي لندن وفرنسا عند إعداد قواعد سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع إدخال بعض التغييرات لتتلاءم مع وضع الاقتصاد التونسي، وضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ووضع البورصة التونسية، وفي هذا المطلب سنقدم قواعد قيد المؤسسات، التداول و التسوية.

الفرع الأول: قواعد القيد في السوق البديلة

تطبق على أوراق المساهمة في رأس المال المدرجة بالسوق البديلة أحكاما خاصة بها، وذلك حسب الفصول 42 ،43 و44 في قانون الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية في تونس والتي نلخصها فيما يلي:[1]

- لا يشترط على الشركة التي تطلب إدراج أوراقها المالية بالسوق البديلة تحقيق أرباح وتوفير رأسمال أدنى.
- يمكن طلب إدراج شركة بصدد التكوين باستقطاب ادخار العموم بالسوق البديلة وذلك بعد الحصول على تأشيرة هيئة السوق المالية حول نشرة الإصدار، وفي هذه الحالة يصدر قرار قبول الشركة عن هيئة السوق المالية بعد دراسة المطلب.
- يجب أن تكون الأوراق المالية للشركة التي بحوزة العموم* والتي طلب إدراجها بالسوق البديلة موزعة على مائة (100) مساهم على الأقل أو خمسة (5) مساهمين مؤسساتيين على الأقل في أجل أقصاه يوم القيد.
- يجب على الشركة موضوع طلب الإدراج بالسوق البديلة أن تقدم تقريرا في تقييم أصولها من إعداد خبير محاسب مرسم بجدول هيئة الخبراء المحاسبين بالبلاد التونسية أو من إعداد أي خبير آخر تقبل هيئة السوق المالية بتقييمه شريطة أن لا يكون هذا الخبير مراقب حساباتها أو المؤسسة الراعية المتعاقد معها.

[1] الفصول 42 إلى 44، قرار وزارة المالية المؤرخ في 1997/02/13 و المعدل في 2007/09/24، مرجع سبق ذكره، ص 12، بتصرف.

* يقصد بالعموم المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0.5% من رأس المال بالنسبة لغير المؤسساتيين و نسبة أقصاها 5% بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين.

- يجب على الشركة تعيين طيلة مدة بقاء أوراقها المالية للتداول بالسوق البديلة مؤسسة راعية، ولا يجب أن تقل مدة الوكالة الممنوحة للمؤسسة الراعية عن سنتين.
- يمكن لشركة مدرجة بالسوق البديلة أن تطلب تحويل أسهمها إلى السوق الرئيسية عندما تتوفر لديها شروط الإدراج بهذه السوق.

أما فيما يخص العمولات التي تتحصل عليها البورصة والمفروضة على الشركات والمستثمرين لم يفرق القانون بين السوق الرئيسية والسوق البديلة، فحسب الفصل 05 من قانون الترتيب العام للبورصة والمتعلق بالعمولات الراجعة لهيئة السوق، فإن العمولات المترتبة عن الإصدار الجديد، الإدراج بالبورصة والقيام بالعروض العمومية ملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم 09: العمولات الراجعة لهيئة السوق في تونس

مبلغ الإصدار أو رأس المال المدرج بالبورصة أو العرض العمومي	**مبلغ العمولة**			
	أوراق المساهمة		**سندات الدين**	
	إصدار جديد	**عرض عمومي**	**إصدار جديد**	**عرض عمومي**
أقل من 1,000,000 د	375 دينار	750 دينار	250 دينار	500 دينار
من 1,000,001د إلى 2,000,000 د	500 د	1,000 د	375د	750 د
من 2,000,001د إلى 5,000,001د	750 د	1,500 د	500 د	1.000 د
من 5,000,001د إلى 10,000,000د	1.125 د	2.250 د	750 د	1.500 د
أكثر من 10,000,000 د	1.500 د	3.000 د	1.000 د	2.000 د

المصدر: قرار الوزارة المالية المؤرخ في 27 مارس 1996 والمعدل في 29 جوان 2006، المتعلق بضبط نسب وصيغ استخلاص المعالم والعمولات الراجعة لهيئة السوق المالية وبورصة الأوراق المالية لتونس، الإصدارات والمعاملات وبقية عمليات البورصة، 1996، ص 3.

الفرع الثاني: قواعد التداول والتسوية

الجدير بالذكر هنا، هو أن قواعد التداول التي سنقدمها هي قواعد لأول تداول للأوراق المالية الخاصة بمؤسسة معينة، والتي تتم عن طريق العرض بسعر أدنى، العرض بسعر محدد، العرض بسعر مفتوح والقيد المباشر، كما سنقدم أيضا قواعد تسوية المعاملات من قبل البورصة.

1- قواعد التداول

تتمثل في:

أ-قواعد خاصة بإجراء العرض بالسعر الأدنى

حسب الفصلين 65 و66 من قانون الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية بتونس، تتم عملية التداول لأول مرة بإجراء العرض بالسعر الأدنى من خلال تحديد بلاغ من قبل البورصة عن الورقة المالية المراد بيعها بالسعر الأدنى الذي حددته المؤسسة المعنية والوسطاء، وينشر هذا البلاغ على الأقل قبل خمسة أيام من تاريخ أول تداول مع إمكانية تغيير السعر قبل يومين من تاريخ أول تداول أيضا، ثم تتولى البورصة تجميع أوامر الشراء ولا تقبل إلا الأوامر ذات السعر المحدد.

ب- قواعد خاصة بإجراء العرض بسعر محدد وإجراء العرض بسعر مفتوح: والمتمثلة في:[1]

حسب الفصلين 67 و68 من قانون الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية بتونس، تتم عملية التداول لأول مرة بإجراءي العرض بسعر محدد والعرض بسعر مفتوح من خلال تحديد بلاغ من قبل البورصة عن الورقة المالية المراد بيعها ونشره على الأقل قبل خمسة أيام من تاريخ أول تداول، مع إمكانية تغيير السعر أو هامش الأسعار المقترحة، وفي حالة إجراء العرض بسعر محدد تتولى

[1] الفصلين 67-68، قرار وزارة المالية المؤرخ في 1997/02/13 و المعدل في 2007/09/24، مرجع سبق ذكره، ص 18، بتصرف.

البورصة تجميع أوامر الشراء ولا تقبل إلا الأوامر المقدمة بسعر العرض ويكون سعر التداول هو سعر العرض، أما في حالة إجراء العرض بسعر مفتوح لا تقبل البورصة إلا الأوامر الواردة داخل هامش الأسعار المقترحة.

ت-قواعد خاصة بالقيد المباشر: يتم ذلك عن طريق تسجيل أسهم الشركة مباشرة في تسعيرة البورصة، ويمكن طلب اعتماد إجراء القيد المباشر بالسوق البديلة عندما يكون رأس مال الشركة ممسوكا منذ أكثر من سنة بنسبة لا تقل عن 20% من قبل مستثمرين مؤسساتيين اثنين على الأقل.[1]

2- قواعد التسوية:

حسب الفصل 202 من قانون الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية لتونس يتم دفع الأموال وتسليم الأوراق المالية بين وسطاء البورصة في أجل أقصى يحدد من تاريخ التداول، ويختلف هذا الأجل حسب طبيعة الورقة المالية، وينشر بقرار من طرف البورصة في نشريتها.[2]

أما العمولات الراجعة للبورصة والمدفوعة من طرف البائع والمشتري فهي محددة في الفصل 06 من نفس القانون والتي نقدمها في الجدول التالي:

[1] بورصة الأوراق المالية بتونس،، دليل الإدراج، تونس، أكتوبر 2012، ص09، متوفر على الموقع http://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/articles/dlyl-drj-lshrkt-bbwrs-twns.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/07.

[2] الفصل 202، قرار وزارة المالية المؤرخ في 1997/02/13 و المعدل في 2007/09/24، مرجع سبق ذكره، ص 56.

الجدول رقم 10: العمولات الراجعة للبورصة التونسية

مبلغ الشريحة لكل عملية	سقف النسب			
	أوراق المساهمة		سندات الدين	
	المشتري	البائع	المشتري	البائع
أقل من 50,000 د	%0,20	%0,20	%0,10	%0,10
أكثر من 50,000 د	%0,10	%0,10	%0,05	%0,05

المصدر: قرار الوزارة المالية المؤرخ في 27 مارس 1996 والمعدل في 29 جوان 2006، مرجع سبق ذكره، ص 4

الفرع الثالث: الفرق بين القواعد المنظمة للسوق الرئيسية والسوق البديلة في تونس

عند دراسة قانون الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية لتونس نجد أنه وضع قواعد قيد خاصة بالسوق الرئيسية وأخرى خاصة بالسوق البديلة، وأيضا قواعد مشتركة بينهم، وبالتالي قبل البدء في إبراز الاختلاف الموجود بين قواعد السوق الرئيسية والسوق البديلة سنتطرق أولا إلى بعض الأحكام المشتركة بينهم.

1-الأحكام المشتركة:

تتمثل فيما يلي:

- إصدار أسهم بنسبة 10%من رأس مال الشركة عند الإدراج في البورصة؛
- تقديم القوائم المالية لسنتين محاسبيتين سابقتين على طلب الإدراج بالإضافة إلى تقديم معلومات تقديرية لمدة خمس سنوات معدة من قبل مجلس الإدارة ومرفقة برأي مدقق الحسابات، وأيضا تقريرا في تقييم أصول الشركة معد من قبل خبير محاسب مرسم بجدول هيئة الخبراء المحاسبين بتونس؛

- تأمين الخدمات المالية وتوزيع الأرباع مجانا لفائدة حاملي الأوراق المالية؛
- تستفيد المؤسسات عند الإدراج من تحفيزات جبائية، حيث أن فتح رأس المال للعموم قبل موفى شهر ديسمبر 2014 يخول التخفيض بـ 33 أو 40 بالمائة من نسبة الضريبة على الشركات، وتتحول هذه النسبة من 30 أو 35 بالمائة حسب القطاع إلى 20 بالمائة خلال الخمس سنوات الموالية للقيد بالبورصة. أما بالنسبة للمساهمين القدامى فتتمتع مداخيلهم المتأتية من التفويت في الأسهم في إطار عملية الإدراج بالإعفاء التام من الضرائب.[1]

2-الأحكام الخاصة:

نلخص الأحكام الخاصة بكل من السوق الرئيسية والسوق البديلة في الجدول التالي:

الجدول رقم11: الفرق بين القواعد المنظمة للسوق الرئيسية والسوق البديلة لتونس

	السوق الرئيسية	السوق البديلة
رأس المال الأدنى للشركة عند الإدراج	3 مليون دينار تونسي مع إمكانية منح استثناء للشركة إذا وزعت على العموم على الأقل مليون دينار	غير محدد
عدد المساهمين	200 مساهما	100 مساهما أو 5 مساهمين مؤسساتيين على الأقل
الأرباح	ضرورة تحقيق أرباحا خلال السنتين المحاسبيتين الأخيرتين، ولا يطلب توفير هذا الشرط إذا تمّ إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر إثر	غير مفروضة

[1] بورصة الأوراق المالية بتونس،، دليل الإدراج، مرجع سبق ذكره، ص 04.

	عملية ترفيع في رأس المال.	
الراعي المعتمد	غير مفروض	وجوب التعاقد مع راعي معتمد لمدة سنتين

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قانون الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية لتونس و موقع بورصة تونس.

المطلب الثالث: أداء السوق البديلة لتونس

قبل الشروع في دراسة تطور السوق البديلة لتونس، لابد أن نشير إلى وضعية السوق بصفة عامة، لذلك سندرس في هذا المطلب تطور البورصة التونسية (أي تطورها بجميع أقسامها)، ثم ندرس أداء السوق البديلة بصفة خاصة، وهذا لمعرفة مدى تطور أداء كل من السوق الرئيسية والسوق البديلة خلال الفترة "2010-2015" .

الفرع الأول: دراسة أداء بورصة تونس للأوراق المالية

لدراسة أداء بورصة تونس استعنا ببعض المؤشرات المقدمة في الجدول التالي:

الجدول رقم 12: دراسة أداء بورصة تونس للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2015

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الشركات المدرجة في السوق الرئيسية	56	57	59	71	77	78
رسملة السوق بملايين الدنانير	15.282	14.452	13.780	14.093	17.324	17.830
نسبة التغير	%25	%5-	%5-	%2	%23	%3

حجم التداول بملايين الدنانير						
إجمالي السوق	3.831	3.139	2.930	3.885	2.597	4.000
نسبة التغير	%15	%18-	%7-	%33	%33-	%54
تسعيرة البورصة	2.702	1.678	2.078	1.534	1.777	2.140
نسبة التغير	%49	%38-	%24	%26-	%16	%20
السوق الموازية وعمليات التسجيل	1.129	1.461	852	2.351	820	1.861
عدد الأسهم المتداولة بالمليون						
إجمالي السوق	309	296	293	346	325	363
تسعيرة البورصة	272	254	241	239	239	275
السوق الموازية وعمليات التسجيل	37	42	52	107	86	88
مؤشر توناندكس (الاساس 1,000 في 31 ديسمبر 1997)	5.112,52	4.722,25	4.579,85	4.381,32	5.089,99	5.042,16
نسبة التغير	%19,13	%7,63-	%3,02-	%4,33-	%16,17	%0,94-

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لسنتي 2014 و2015، المتوفرتين في موقع البورصة التونسية، http://www.bvmt.com.tn/fr/rapports-activites، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/12/27

شهدت البورصة التونسية تطورا في رسملتها السوقية، حيث وصلت سنة 2015 إلى 17.830 مليون دينار تونسي، وبهذا تكون قد حققت نموا بنسبة 20% مقارنة بسنة 2010، وهذا راجع إلى زيادة عدد المؤسسات المدرجة بـ22 مؤسسة، أما بالنسبة إلى حجم التداول فقد شهد ارتفاعا كبيرا مقارنة بسنة 2013 والذي قدر بنسبة 54%، وهو أكبر ارتفاعا سجلته البورصة التونسية في الفترة "2010-2015"، ونفس الشيء بالنسبة إلى عدد الأسهم المتداولة فعلى الرغم من انخفاضها سنة 2014 إلا أنها رجعت وارتفعت سنة 2015 لتصل إلى 363 مليون دينار تونسي. وحسب التقرير السنوي لسنة 2015، فإن كل هذا التطور سُجل في النصف الأول من السنة، ثم انقلبت جميع

الموازين في النصف الثاني من السنة، وهذا بسبب تراجع كمية التداول بعد الصدمات الإرهابية في تلك الفترة (الاعتداء الإرهابي بمنطقتي القنطاوي وسوسة) مما أثر على توجه المستثمرين إلى الإدخار عوضا من استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية،

أما فيما يخص مؤشر توناندكس فقد ارتفع في سنة 2014 بعد ثلاث سنوات متتالية من الانخفاض (−14.30% إجمالا) مسجلا 5.089,99 نقطة، ثم رجع وانخفض إلى 5.042,16 نقطة في سنة 2015 على الرغم من أنه وصل خلال هذه السنة إلى مستوى تاريخيا، حيث بلغ 5.770,32 نقطة.

ولإبراز مدى إقبال الأجانب إلى البورصة التونسية نقدم الجدول التالي:

الجدول رقم13: مؤشرات حول ملكية الأجانب في الشركات المدرجة

الوحدة: ملايين الدنانير

البيانات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الشراءات	185	147	110	140	182	463
البيوعات	326	208	134	213	60	163
الرصيد الصافي	141−	61−	24−	73−	122	300
رسملة السوق	15.282	14.452	13.780	17.093	17.324	17.830
حصة الأجانب	%20,2	%20,2	%20,5	%22,00	%24,1	%25,6

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية 2014 و2015، مرجع سبق ذكره.

شكلت الانقلابات السياسية التي حدثت في أواخر سنة 2010 هلعا كبير في وسط البورصة التونسية، مما أدى إلى هروب المستثمرين الأجانب من خلال بيع الأوراق المالية التي بحوزتهم، حيث وصلت المبيعات إلى أقصى حد بـ326 مليون دينار تونسي، وظل المستثمرين الأجانب متخوفين من الأوراق المالية التابعة للبورصة التونسية إلى غاية سنتي 2014 و2015 التي نلاحظ أن المبيعات فيهما أقل من المشتريات، كما نلاحظ أيضا أن حصة الأجانب ارتفع بنسبة 05% في سنة 2015 مقارنة بسنة 2010.

الفرع الثاني: دراسة تطور الرسملة السوقية للسوق البديلة

للتحصل على إجمالي الرسملة السوقية للسوق البديلة قدمنا أولا الرسملة السوقية لكل مؤسسة مدرجة على حدا.

الجدول رقم14: تطور الرسملة السوقية للسوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015

المؤسسة	2010	2011	2012	2013	2014	2015
آي تاك	-	-	-	12.784.171	6.269.802	3.045.968
م.آ.س	-	-	39.013.134	35.359.330	22.589.193	12.770.138
قرطاج للاسمنت	481.353.132	590.421.062	514.800.631	574.928.939	416.565.279	227.217.425
سرياليس	-	-	-	-	33.097.779	18.577.778
إكزابيت	-	-	14.166.671	22.500.007	19.770.840	13.729.171
لوندور	-	-	-	34.921.000	25.474.000	21.620.000
ش.م.د.إ	-	-	-	-	10.381.491	5.120.767
نيو بوديلاين	-	-	-	26.584.320	27.357.120	28.516.320

أوفيس بلاست	–	–	–	–	–	28.089.720
سرفيكوم	18.628.200	25.914.420	33.012.000	52.583.400	50.402.250	21.929.400
التونسية للتلا	–	–	–	–	74.670.000	68.120.000
مجمع تواصل	–	–	–	–	78.840.000	69.120.000
رسملة السوق	499.981.332	616.335.482	600.992.436	759.661.167	765.417.754	517.856.687

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة تونس (2010، 2011، 2012، 2013، 2014 و2015)، موقع البورصة التونسية، http://www.bvmt.com.tn/fr/rapports-activites، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/12/27.

ساهم دخول مؤسسات جديدة إلى السوق البديلة لتونس في رفع رسملتها السوقية بنسبة 83% خلال الفترة "2010-2014"، حيث ارتفعت من 499 مليون دينار إلى 765 مليون دينار، وهذا راجع إلى المجهودات التي بدلتها هذه السوق لاستقطاب المؤسسات، لكن انخفضت سنة 2015 إلى 517 مليون دينار تونسي، والجدير بالذكر هو أن مؤسسة قرطاج للاسمنت ساهمت برفع الرسملة السوقية بحوالي 80% نظرا لارتفاع كمية أسهمها المتداولة وقيمتها.

وعلى هذا الأساس تجدر الإشارة إلى أن الرسملة السوقية للسوق البديلة تمثل نسبة 5% من إجمالي الرسملة السوقية للبورصة التونسية نظرا لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة، وبالتالي لا يمكن أن نقارن بين الرسملة السوقية للسوق الرئيسية والسوق البديلة، لأنها غير كافية لقياس درجة نمو السوق، فيمكن أن تكون السوق كبيرة وغير نشيطة.

الفرع الثالث: دراسة نشاط السوق البديلة لتونس

يتم قياس درجة نمو ونشاط السوق وفقا لعدة معايير، وبما أن الرسملة السوقية غير كافية، فإن معدل دوران الأسهم يفي بالغرض من خلال قياس درجة السيولة في السوق، فهو يعبر عن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في فترة زمنية معينة مقسومة على الرسملة السوقية خلال نفس الفترة، لذلك قدمنا أولا كمية الأسهم المتداولة في السوق البديلة في الجدول أدناه:

الجدول رقم15: كمية الأسهم المتداولة في السوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015

المؤسسة	2010	2011	2012	2013	2014	2015
آي تاك	-	-	-	886.423	215.197	184.819
المعامل الآلية بالساحل	-	-	2.365.922	2.426.141	4.173.400	2.283.174
قرطاج للاسمنت	74.311.561	93.067.960	33.352.395	34.801.102	31.568.423	41.468.427
سريااليس	-	-	-	-	1.794.981	754.470
إكزابيت	-	-	1.359.281	592.501	702.725	171.723
لوندور	-	-	-	1.755.382	1.300.660	2.495.758
شركة المغرب الدولي للإشهار	-	-	-	-	795.580	539.751
نيو بودي لاين	-	-	-	2.088.771	680.994	1.278.834
أوفيس بلاست	-	-	-	-	-	2.402.119
سرفيكوم	2.470.708	1.594.281	1.844.089	1.919.341	421.285	399.870
الشركة التونسية للتلا	-	-	-	-	1.604.395	1.139.086

مجمع تواصل القابضة	-	-	-	-	12.428.142	14.806.556
المجموع	76.782.269	94.662.241	38.921.687	44.469.661	55.685.782	67.924.587

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية (2010، 2011، 2012، 2013، 2014 و 2015)، مرجع سبق ذكره.

عندما كانت السوق البديلة تحتوي على مؤسستين فقط، كانت كمية التداول على الأسهم فيها مرتفعة أكثر مما هو عليه الحال عند إدراج مؤسسات جديدة، كما أثر حجم التداول على أسهم مؤسسة قرطاج للاسمنت على إجمالي كمية الأسهم المتداولة، فبعد أن بلغت الكمية 94 مليون سهم في سنة 2011 فقد انخفضت إلى أدنى مستوى في السنة اللاحقة والمتمثل في 38 مليون سهم، وذلك بسبب التدهور السياسي والاقتصادي في تونس خلال تلك الفترة وعدم تحفيز المستثمرين، و الجدير بالذكر هو أن من بين المؤسسات المدرجة لم يتم توزيع الأرباح إلا من طرف إكزابيت، نيوبودي لاين والشركة التونسية للتلا.

ولدراسة درجة نشاط السوق قمنا بحساب معدل الدوران وفقا للجدول التالي:

الجدول رقم16: معدل دوران الأسهم في السوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2014

السنة	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
الرسملة السوقية	499.981.332	616.335.482	600.992.436	759.661.167	765.417.754	517.856.687
كمية الأسهم المتداولة	76.782.269	94.662.241	38.921.687	44.469.661	55.685.782	67.924.587
معدل الدوران	**%15,35**	**%15,35**	**%6,48**	**%5,85**	**%7,27**	**%13,11**

المصدر: من إعداد الطالبة بالاستعانة بمعطيات الجدولين (14-15).

كلما ارتفعت كمية التداول على السهم كلما ارتفعت سيولته (إمكانية تحويل السهم إلى نقود) مما يؤدي إلى انخفاض درجة المخاطرة وبالتالي زيادة فرص الاستثمار فيه، وفي الجدول أعلاه درسنا معدل دوران أسهم المؤسسات المدرجة في السوق البديلة، ولاحظنا أن كمية الأسهم المتداولة أثرت على معدل الدوران، حيث انخفض في سنة 2014 بنسبة 57% مقارنة بسنة 2011، وهذا ما يعبر عن انخفاض عدد المستثمرين في السوق جراء الواقع الذي تعيشه تونس، مع الإشارة إلى أنها قد عطلت عن العمل لعدة أيام في انتظار استقرار الأجواء واستعادة الأمن وخوفا من التصرفات المتسرعة للمستثمرين التي قد تدخل السوق في أزمة.

المبحث الثالث: تجارب الدول المتقدمة

تعتبر سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة سوقا حديثة النشأة نسبيا، ولتوضيح مدى نجاح وتطور أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم، درسنا التجربة الفرنسية والمتمثلة في سوق Alternext، تجربة لندن والمتمثلة في السوق البديلة للاستثمار (AIM) وتجربة البلدان الاسكندنافية بالمشاركة مع سوق ناسداك والتي جاءت تحت اسم Nasdaq first north OMX.

المطلب الأول: التجربة الفرنسية Alternext

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نسبة 95% من إجمالي المؤسسات في فرنسا، لذلك فهي تحظى باهتمام كبير من قبل السلطات المعنية حيث توفر لها المناخ الاستثماري الملائم وعدة مصادر تمويلية من بينها سوق الأوراق المالية Alternext التي سنقدمها في هذا المطلب وندرس

قواعد قيد المؤسسات فيها، بالإضافة إلى قواعد التداول والتسوية ثم ندرس أدائها خلال الفترة "2010-2015".

الفرع الأول: تقديم سوق Alternext

قبل الشروع في تقديم سوق ألترنكست سنقدم لمحلة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا ولمحة عن سوق نايز يورونكست باريس.

أولا-المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا: تحظى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمكانة كبيرة في الاقتصاد الفرنسي، إذ يبلغ عدد المؤسسات الصغيرة أكثر من 3 ملايين مؤسسة أي ما يعادل 95٪ من المؤسسات التي تم تأسيسها في البلد، يتركز نشاطها في التجارة، قطاع الخدمات والبناء، أما المؤسسات المتوسطة (ETI) فيتركز نشاطها في قطاع الصناعة. [1]

ثانيا-سوق NYSE EURONEXT: يورونكست هي أول بورصة على مستوى أوروبا، تمتد إلى كل من بلجيكا(بروكسل)، فرنسا (باريس)، هولندا (أمستردام)، البرتغال (لشبونة) والمملكة المتحدة (لندن LIFFE). أنشئت في سنة 2000، فهي توحد الأسواق التي يعود تاريخها إلى بداية القرن الـ17، وتعتبر سوق أساسية في منطقة اليورو إذ تضم أكثر من 1.300 مصدر للأوراق المالية بقيمة سوقية تقدر بـ 2.6 تريليون €.[2] وتجدر الإشارة إلى أن يورونكست قد اندمجت مع بورصة نيويورك سنة 2007 وأطلق عليها اسم نايز يورونكست NYSE EURONEXT، ثم اشتريت هذه الأخيرة من قبل Intercontinental Exchange ICE الأمريكية سنة 2014.

[1] Bpifrance, rapport sur l'evolution des PME, France, 2014, p 02.
[2] EURONEXT, Frequently Asked Questions, EUROPEAN CORPORAT CLIENT GROUP, p02.

ثالثا-سوق NYSE ALTERNEXT: هي نظام للتداول متعدد الأطراف وغير تابعة للسوق المنظمة ليورونكست، تم إنشاؤها سنة 2005 لجدب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها بديلا تمويليا لها، من خلال توفير شروط مرنة للإدراج وبتكاليف أقل مقارنة بالسوق المنظمة ليورونكست.

يجب على المؤسسات الراغبة في الإدارج في هذه السوق أن تتعاقد مع راعي رسمي الذي بدوره يجب أن يثبت المعايير التالية لمؤسسة سوق يورونكست المختصة:[1]

- أن يفوق تاريخ بداية نشاطه على الأقل سنتين في مجال تقديم المشورة للمؤسسات فيما يخص هيكل رأس المال، الاستراتيجيات الصناعية وكذلك الخدمات المتعلقة بعمليات الاندماج وشراء المؤسسات.
- أن تكون لديه خبرة خلال سنتين سابقتين في مجال العمليات على رأس المال لمصدري الأوراق المالية، مع الالتزام بإعداد نشرة اكتتاب أو وثيقة معلومات.
- أن يتوفر على موظفَيْن على الأقل من ذوي المؤهلات والخبرة اللازمة للقيام بمهمة الراعي الرسمي.
- أن يتعاقد مع شركة تأمين من أجل تغطية المخاطر المرتبطة بالنشاط المزمع للراعي الرسمي.

الفرع الثاني: قواعد القيد في سوق Alternext

قسمت قواعد القيد في سوق ألترنكست إلى قواعد عامة أي مشتركة بين جميع صيغ القيد في سوق ألترنكست، وقواعد خاصة بكل صيغة على حدا.

[1] Euronext Paris, regle des marchés Alternext, france, 16/03/2015, p 12.

1-القواعد العامة للقيد في سوق Alernext:

يجب على المؤسسة الراغبة في القيد في سوق ألترنكست أن تلتزم بالقواعد المحددة في كتاب القواعد الصادر في 29 مارس 2010، والتي لخصناها كما يلي:

- القيد في سوق Alternext وفقا لثلاث طرق: الاكتتاب العام، الاكتتاب الخاص والقيد المباشر.
- أن تبلغ قيمة الأسهم المصدرة على الأقل 2,5 مليون يورو؛
- إعداد وثيقة معلومات وإعلانها للجمهور.
- التأكد من أن الأوراق المالية قابلة للتداول والتحويل بحرية ومؤهلة للتعامل مع الوديع المركزي للتمكن من القيام بعمليات المقاصة وتسوية المعاملات من قبل غرف المقاصة ونظم التسوية المعمولة لهذا الغرض من قبل المؤسسة المتخصصة في سوق يورونكست.
- تعيين راعي معتمد قبل القيد في السوق.
- تقديم القوائم المالية للسنتين السابقتين لطلب القيد، ويجب أن تكون مطابقة للمعايير المحاسبية كما يلي:

- إذا كان المقر الاجتماعي للمصدر يقع في منطقة الاتحاد الأوروبي: يجب أن تكون القوائم المالية إما مطابقة للمعايير IFRS، أو المعايير المحاسبية لبلده الأصلي.
- إذا كان المقر الاجتماعي للمصدر يقع خارج منطقة الاتحاد الأوروبي: في حالتي الاكتتاب الخاص و القيد المباشر يجب أن تكون القوائم المالية إما مطابقة للمعايير IFRS، أو مطابقة للقانون الأوروبي رقم 2004/809 (المعايير

المحاسبية للو.م.أ، كندا، اليابان، الصين، كوريا الجنوبية والهند)، أو المعايير المحاسبية لبلده الأصلي مع إعداد جدولا مطابقا للمعايير IFRS، أما في حالة الاكتتاب العام تكون القوائم المالية مطابقة للقانون الأوروبي رقم 2004/809.

2- القواعد الخاصة: يتم قيد الأسهم في سوق ألترنكست وفقا لثلاثة طرق كما يلي:[1]

أ-الاكتتاب العام: حتى يتمكن المصدر من القيام بالاكتتاب العام يجب العمل بمساعدة شركة استثمار أو مؤسسة ائتمان مرخصة، أو سوق يورونكست.

ب-الاكتتاب الخاص: حتى يتمكن المصدر من القيام بالاكتتاب الخاص يجب أن يكون عدد الأشخاص المعنيين في عملية الاكتتاب الواحدة على الأقل 3 من دون أن يشمل هذا العدد أي من الأشخاص التالية:

- المسير، عضو في الهيئات المسيرة ، المدير العام، الأسرة (الزوجات والأبناء القصر) وكذلك كل الشركات التي يملك فيها 20٪ أو أكثر من حق التصويت؛
- كل مساهم لأكثر من سنتين وأسرته (الزوجة والأبناء القصر)، وكذلك كل الشركات التي يسيرها أو يملك فيها 20٪ أو أكثر من حق التصويت؛
- الشركات التابعة لمجموعة شركات المصدر؛
- أي شخص ملتزم باتفاق مع المساهمين يحد من إمكانية نقل ملكية الأوراق المالية المصدرة؛
- أي شخص يمتلك تعويض لورقة مالية قيمتها تفوق 100.000 يورو أو يمثل أكثر من 3٪ من الأوراق المالية المقبولة للاكتتاب.

[1] Euronext Paris, regle des marchés Alternext, Op.Cit., P P 17-18.

ت-القيد المباشر: يخصص القيد المباشر للأوراق المالية المقيدة من قَبل في سوق مالية أخرى مؤهلة (الأسواق المسيرة من قبل مؤسسة يورونكست، الأسواق المنظمة، بورصة لندن، ناسداك OMX...) وحتى يتمكن المصدر من القيام بالقيد المباشر يجب:

- تقديم وصفا مفصلا عن المساهمين (لإظهار أن الأوراق المالية متاحة للجمهور)، وشهادة من قبل الراعي يبرز فيها أن المصدر امتثل ويستمر في الامتثال لالتزامات الإبلاغ والإفصاح المعمول بها في السوق الأصلي؛
- تقديم وثيقة معلومات تحتوي على:
  - التقرير السنوي الأخير؛
  - حالة الخزينة لمدة تقل عن ثلاثة أشهر، وتطور سعر السهم في البورصة بالإضافة إلى تقرير لحالة السوق الأصلي لفترة معينة؛
  - التغيرات في سعر السهم وتقرير حول وضعية السوق الأصلي خلال سنة واحدة تسبق تاريخ القيد.

أما فيما يخص مصاريف القيد التي تدفعها المؤسسة الراغبة في القيد فهي نفس المصاريف المفروضة في سوق يورونكست بصفة عامة والتي سنقدمها في الجدول التالي:

الجدول رقم17: مصاريف القيد في سوق يورونكست باريس

الوحدة: اليورو

الرسملة البورصية	مصاريف القيد	الحد الأعلى لمصاريف القيد
أقل من أو تساوي 10,000,000	10.000	10.000
من 10,000,001إلى 100,000,000	%0,05	55.000
من 100,00,001إلى 500,000,000	%0,04	215.000
من 500,000,001إلى 1,000,000,000	%0,03	365.000
من 1,000,000,001إلى 2,500,000,000	%0,02	665.000
أكبر من 2,500,000,000	%0,01	2.000.000

La source: Euronext Paris, Brochure Tarifaire 2016, Date D'entrée En Vigueur le 1er janvier 2016,p p 08-09.

الفرع الثالث: دراسة أداء سوق Alternext

انطلاقا من السنة الأولى من بداية نشاط سوق ألترنيكست (2005)، تم إدراج 20 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، وبلغت رسملة السوق قيمة 820 مليون يورو، وبعد هذه الانطلاقة الجيدة واصلت سوق ألترنيكست في النمو، حيث ارتفع عدد المؤسسات المدرجة بعد سنة واحدة فقط إلى 75 مؤسسة وهذا ما يدل على حيوية هذه السوق وثقة المؤسسات فيها، ولإبراز نمو هذه السوق أعددنا الجدول التالي الذي يوضح تطور عدد المؤسسات المدرجة، رسملة السوق والقيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في سوق يورونكست، ألترنكست والسوق الحرة خلال الست سنوات الأخيرة (2010-2015):

الجدول رقم 18: تطور سوقي يورونكست وألترنكست خلال الفترة 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد المؤسسات	1.408	1.380	1.344	1.304	1.303	1.318
السوق المنظمة	980	932	893	878	864	868
ألترنيكست	**155**	**180**	**189**	**184**	**191**	**200**
السوق الحرة	273	268	262	242	248	250
رسملة السوق بالمليون يورو	2.190.772	1.891.188	2.154.074	2.607.104	2.750.513	3.034.474
السوق المنظمة	2.179.056	1.879.227	2.142.031	2.592.512	2.734.367	3.012.102
ألترنكست	**5.020**	**5.518**	**6.184**	**8.325**	**8.506**	**13.458**
السوق الحرة	6.696	6.443	5.859	6.264	7.640	8.914
قيمة الأوراق المالية المتداولة بالمليون يورو	1.791.959	1.807.732	1.388.709	1.407.425	1.657.694	2.126.066
السوق المنظمة	1.790.725	1.805.744	1.387.324	1.404.935	1.652.298	2.120.094
ألترنكست	**1.117**	**1.881**	**1.345**	**2.461**	**5.367**	**5.846**
السوق الحرة	117	107	40	29	29	126

المصدر: من إعداد الطالبة، إعتمادا على موقع يبورونكست، https://www.euronext.com/fr/reports-statistics?archive=this_year/statistics/cash/monthly-، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/07.

تعد يورونكست من أكبر البورصات في العالم، إذ يبلغ عدد المؤسسات المدرجة فيها 1.318 مؤسسة، ووصلت قيمتها السوقية في سنة 2015 إلى 3.034.474 مليون يورو، فقد شهدت هذه السوق نموا ملحوظا على مدى الخمس السنوات الأخيرة، حيث تطورت رسملة السوق بنسبة 38,8% على الرغم من أنها لم تصل إلى المستوى الذي كانت عليه قبل الأزمة المالية لسنة 2008.

كما تحتل السوق الرئيسية الصدارة في سوق يورونكست، إذ تمثل 90% من السوق، نتيجة ارتفاع عدد المؤسسات المدرجة، وكذا حجم حركة الأوراق المتداولة التي تمتاز بحيوية على الرغم من التعثر الذي شهدته خلال الفترة 2012-2014 أين سجلت انخفاضا بمقدار 21% وهذا راجع إلى أوضاع الاقتصاد الأوروبي الذي كان يواجه أزمة الديون السيادية التي بدأت من سنة 2010 وأثرت على سوق الأوراق المالية الفرنسية في نهاية سنة 2011 نتيجة تخوف المستثمرين، إلا أنها استعادت الحيوية من جديد سنة 2015 بقيمة 2.126.066 مليون يورو بسبب التدابير الموضوعة من قبل البنك المركزي الأوروبي من بينها توحيد التشريعات المصرفية، آلية المراقبة الموحدة.

أما فيما يخص ألترنيكست، فقد شهدت تطورا معتبرا ومستمرا منذ بداية نشاطها، حيث وصل عدد المؤسسات المدرجة فيها سنة 2015 إلى 200 مؤسسة، وبلغت قيمة الأوراق المتداولة فيها 5.846 مليون يورو، محققة بذلك رسملة سوقية تقدر بـ 13.458 مليون يورو، ما يعبر عن ارتفاع بنسبة 168% مقارنة برسملة السوق سنة 2010، وهذا راجع إلى انجداب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى هذه السوق بالإضافة إلى انتقال المؤسسات من المقصورتين B وC لسوق يورونكست إلى سوق ألترنكست نظرا للقواعد المرنة التي تميزها.

المطلب الثاني: تجربة لندن (السوق البديلة للاستثمار AIM)

تمثل نسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في لندن أكثر من 90% من إجمالي المؤسسات القائمة، لذلك تم إنشاء سوق خاصة بهذه المؤسسات سنة 1995 تحت اسم السوق البديلة للاستثمار أين شهدت إقبالا كبيرا من قبل المؤسسات والمستثمرين، وواصلت في التطور إلى أن أصبحت اليوم أكبر سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم.

الفرع الأول: تقديم السوق البديلة للاستثمار

قبل الشروع في تقديم السوق البديلة للندن سنعطي لمحلة عن كل من واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيها وفي بورصة لندن LONDON STOCK EXCHANGE (LSE).

1-المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في لندن:

بعد الأزمة المالية لسنة 2008، سعت حكومة المملكة المتحدة إلى الحد من العجز في الميزانية من خلال تنفيذ تخفيضات كبيرة في الانفاق العام، وعززت دور القطاع الخاص، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على وجه الخصوص لتوليد النمو الاقتصادي من خلال الإصلاح الضريبي، وأشكال مختلفة من الدعم المالي وغير المالي،[1] مما أثر على ارتفاع عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في لندن وبالإضافة إلى جدب الاستثمار الخارجي، وكمثال عن ذلك، سجلت فرنسا أكثر من 2000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة تنشط في لندن للاستفادة من التحفيزات التي تمنحها هذه الأخيرة جراء الاستثمار فيها وأهمها التحفيزات الضريبية.

[1] Eurofund, restruturing in SMEs: United kingdom, European foundation for the Improvement of Living ana Working, 2013, p 03.

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المملكة المتحدة نسبة 99,9٪ من جميع مؤسسات القطاع الخاص في سنة 2015، موفرة بذلك 15,6 مليون منصب شغل أي ما يعادل 60٪ من مجموع العمالة في القطاع الخاص. وبلغت إجمالي مبيعاتها قيمة 1,8 تريليون جنيه استرليني، بنسبة 47٪ من جميع مبيعات القطاع الخاص في المملكة المتحدة.[1]

2-بورصة لندن: LONDON STOCK EXCHANGE (LSE)

تعد بورصة لندن من أقدم البورصات في العالم إذ يعود تاريخها إلى أكثر من 300 سنة،[2] يقع مقرها في العاصمة البريطانية، وهي من أكبر البورصات في العالم حيت تحتل المرتبة الثالثة بعد نيويورك وطوكيو، والمرتبة الأولى في أوروبا نظرا لكونها تحتوي على أكبر عدد أسهم الشركات الدولية.

تنقسم بورصة لندن إلى 3 أقسام: السوق الرئيسية (Main Market) والتي تنقسم بدورها إلى قسمين (Main Market Standard و Main Market Premium)، أما القسم الثاني فهو يمثل سوق الأوراق المالية المهنية (Professional Securities Market) وأخيرا السوق البديلة للاستثمار (alternative investment market) وهي محل دراستنا.

3-السوق البديلة للاستثمار (alternative investment market) AIM:

هي سوق تم إنشاؤها في 1995/07/19، تخضع لرقابة بورصة لندن في إطار قانون الخدمات والأسواق المالية FSMA (Financial Services and Markets Authority) المؤرخ سنة

[1]Government of United Kingdom, STATICAL REALEASE, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/467443/bpe_2015_statistical_release.pdf, accessed 02/02/2016.
[2]/London Stock Exchange, History of London Stock Exchange Group, http://www.lseg.com/about-london-stock-exchange-group/history, accessed 07/02/2016.

2000، لضمان سلامة وسمعة السوق ونموها، حيث صمم هيكل وقواعد السوق لتكون مناسبة لنمو الشركات ومستثمريها.[1]

وتعد الأكثر نجاحا في العالم، بعد أن ساعدت الآلاف من الشركات الطموحة التي بحاجة إلى تمويل نموها وتطورها بدعم من المستشارين المختصين. حيث تطورت سوق AIM من عشر شركات في المملكة المتحدة متخصصة في ستة قطاعات إلى أكثر من 1000 شركة،[2] وهذا راجع إلى مرونة قواعد القيد فيها مقارنة بأسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأخرى.

الفرع الثاني: قواعد القيد في السوق البديلة للاستثمار

يتاح للمؤسسة إمكانية القيد في السوق البديلة للاستثمار إما عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وحتى تكون مؤهلة للقيد في السوق البديلة للاستثمار يجب:[3]

- أن تعين مستشارا متخصصا يرافقها في كل المعاملات وطيلة مدة الإدراج أو ما يسمى أيضا بالراعي الرسمي؛ ويجب أن يكون مسؤولا على تقديم المشورة وتوجيه المؤسسة، ويتم تعيين مسؤولياته من قبل سوق AIM. و إذا توقف عن العمل لصالح المؤسسة، ولم تتمكن هذه الأخيرة من تعيين مستشارا جديدا في غضون شهر واحد من تاريخ التوقف، يتم إلغاء قيد المؤسسة في سوق AIM؛

[1]London Stock Exchange, AIM REGULATORY LANSCAPE –WHO'S WHO, http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/regulatory-landscape/aim-landscape-infographic.pdf,accessed 08/02/2016, p02.
[2] London Stock Exchange, Introduction to London Stock Exchange Capital Markets, London, 2015, p 03.
[3]London Stock Exchange, AIM Rules For Companies, London, December 2015, p 04.

- تقديم المعلومات اللازمة قبل عشرة أيام عمل على الأقل من تاريخ القيد. وإذا كان هناك أي تغييرات على هذه المعلومات قبل القيد، يجب على مقدم الطلب تقديم تفاصيل هذه التغيرات إلى سوق AIM، لكون قد تختلف هذه التغيرات اختلافا كبيرا عن تلك المقدمة في الأصل، مما يتسبب في قد تأخير موعد القيد المتوقع بعشرة أيام عمل؛
- تقديم وثيقة الإفصاح عن المعلومات المحددة من قبل سوق AIM؛
- تقديم وثيقة القيد ونسخة الكترونية عنها مصحوبة بتقرير المستشار قبل ثلاثة أيام عمل من التاريخ المتوقع للقيد.

أما فيما يخص مصاريف القيد فنقدمها في الجدول التالي:

الجدول رقم19: مصاريف القيد في السوق البديلة للاستثمار

الرسملة السوقية (مليون £)		الحد الأدنى للمصاريف	الحد الأقصى للمصاريف
أكبر من	أقل من	(b)	(c)
0	5	أدنى حد	7.900
5	10	790	11.850
10	50	396	27.690
50	250	198	67.290
250	وما فوق	88	89.180
		أقصى حد	89.180

Source: London Stock Exchange, Fees For Companies And Nominated Advisors, April 2015, p 04.

وللتعرف أكثر على قواعد القيد في السوق البديلة للاستثمار والفرق بينها وبين السوق الرئيسية نقدم الجدول التالي:[1]

الجدول رقم20: الفرق بين قواعد قيد المؤسسات في السوق الرئيسية للندن والسوق البديلة للاستثمار

البيانات	السوق الرئيسية premium	السوق الرئيسية standard	السوق البديلة للاستثمار
الراعي الرسمي	مطلوب	غير مطلوب	مستشار متخصص
وثائق القيد	مفحوصة من قبل UKLA[2]		مفحوصة من قبل هيئة الرقابة المالية
القيد في مؤشر FTSE	مقبول مع مراعاة أهلية المؤسسة	غير مقبول	غير مقبول
الحد الأدنى للأسهم حرة التداول	25%		غير مطلوب
الأرباح	تحقيق أرباح لمدة 3 سنوات	غير مطلوب	
القوائم المالية	3 سنوات سابقة مع رأي مدقق الحسابات	3 سنوات سابقة	
المعايير المحاسبية	IFRS أو غيرها من المعايير GAPPS[3]		IFRS أو غيرها من المعايير GAPPS مع إمكانية مطابقة القوائم المالية للمعايير المعتمدة

La source: Price water house Coopers, Listing in London: A guide to premium and standard listings of equity and flotation on AIM, 2013, p 08.

[1] Price water house Coopers, Listing in London: A guide to premium and standard listings of equity and flotation on AIM, 2013, p 08.

[2] UKLA: United Kingdom Listing Authority هيئة القيد للملكة المتحدة

[3] GAAP: Generally accepted acouting principles: المعايير المحاسبية المقبولة عموما

ما يميز السوق البديلة للاستثمار عن باقي الأسواق الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو أنها تقدم تسهيلات أكثر للقيد والتداول، فبالإضافة إلى عدم تحديد الحد الأدنى لرأس المال المفتوح وعدم اشتراط تحقيق الأرباح في السنوات السابقة للقيد، فهي لا تلزم بفحص وثائق القيد من قبل الهيئة البريطانية UKLA وإنما تكتفي فقط بالتحقق منها من قبل هيئة الرقابة المالية.

الفرع الثالث: دراسة أداء السوق البديلة للاستثمار

تملك بورصة لندن LSE حوالي 2500 مؤسسة مدرجة، فهي تعرف بتنوع المؤسسات المدرجة فيها والوافدة من كل أنحاء العالم وكذا تنوع القطاعات التي تنشط فيها، وحسب إحصائيات بورصة لندن LSE فقد قدرت قيمة الأوراق المالية المتداولة سنة "2015" 1.085.560 مليون جنيه استرليني والتي ارتفعت بنسبة 46% مقارنة بسنة 2014.

أما السوق البديلة للاستثمار AIM، فبعد 20 عاما منذ انطلاقها (1995)، تعتبر الرائدة في مجال مساعدة الشركات على النمو والحصول على رأس المال من السوق المالي. إذ تتضمن اليوم AIM الشركات الناشطة في أكثر من 100 دولة، والمتخصصة في 40 قطاعات مختلفة، وبقيمة سوقية إجمالية تقدر بأكثر من 70 مليار £.[1]

[1]London Stock Exchange, A Guide To AIM, London, 2015, p 05.

الجدول رقم 21: تطور السوق البديلة للاستثمار AIM

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد المؤسسات المدرجة	1.195	1.143	1.098	1.087	1.104	1.044
مؤسسات المملكة المتحدة	967	918	870	881	885	854
المؤسسات العالمية	228	228	226	226	219	199
القيمة السوقية (مليون £)	79.419,3	62.212,7	61.747,7	75.928,6	71.414,3	73.076,6
قيمة الأسهم المتداولة (مليون £)	148.328,7	178.871,2	208.569,0	291.663,4	350.575,6	387.472,6
متوسط قيمة الأسهم المتداولة يوميا (مليون £)	578,4	704,7	827,7	1.152,8	1.385,7	1.626,5

المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على موقع بورصة لندن، بيان إحصائي لسوق AIM، http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim-statistics-archive-2015/dec-15.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/08، ص 02.

على الرغم من الانخفاض المستمر في عدد المؤسسات المدرجة في السوق البديلة للاستثمار خلال الخمس سنوات الأخيرة والذي انخفض بنسبة 12% مقارنة بسنة 2010، إلا أنه لم يؤثر كثيرا على القيمة السوقية التي قدرت بـ73.076,6 مليون جنيه استرليني سنة 2015 والتي بلغت في سنة 2010 "79.419,3" مليون جنيه استرليني أي ما يعادل نسبة 08% من الانخفاض، ولم تؤثر إجمالا على قيمة الأسهم المتداولة التي ارتفعت خلال الفترة 2010-2015 بنسبة 161% وهذا ما يفسر أنه حتى ولو انخفض عدد المؤسسات المدرجة إلا أنه حجم الأسهم المتداولة وقيمتها قد لا ينخفض في حالة نشاط سوق الأوراق المالية، وتعود أسباب هذا النشاط إلى سياسة المملكة المتحدة

في مواجهة أزمة 2008 التي أدت بها إلى تحقيق عجز في الميزانية، مما جعلها تعتمد على الاستثمار بصفة رئيسية بالإضافة إلى الصادرات خصوصا بعد انخفاض الجنيه الاسترليني في تلك الفترة.

المطلب الثالث: تجربة البلدان الاسكندنافية (Nasdaq omx first north)

سوق ناسداك فيرست نورث هي سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تضم بلدان شمال أوربا (البلدان الاسكندنافية) والمتمثلة في ستوكهولم، فالنسكي وكوبنهاغن، تم إنشاؤها نتيجية مشاركة سوق ناسداك مع سوق OMX للبلدان الاسكندنافية سنة 2007، لذلك قبل التعرف عليها نقدم أولا لمحة عن سوق ناسداك.

الفرع الأول: تقديم سوق ناسداك للولايات المتحدة الأمريكية

تعد بورصة ناسداك من أهم الأسواق المالية، فهي ثاني أكبر سوق مالي في الو.م.أ بعد بورصة نيويورك، وأكبر سوق الكتروني في العالم بعد ابتكارها للتداول الالكتروني سنة 1971، وتحتوي على أكثر من 3.500 مؤسسة مدرجة.

تملك بورصة ناسداك اليوم 24 سوقا، 3 غرف مقاصة، 5 ودائع مركزية للأوراق المالية في مختلف أنحاء العالم، ومن بين الأربع و عشرون سوقا تملك 18 سوقا لتداول الأسهم، بما في ذلك الأسواق في ستوكهولم وكوبنهاغن وهالنسكي التي تدرج المؤسسات الناشئة في أوروبا (سندرسها

لاحقا في الفرع الثالث)، والستة أسواق الباقية فهي أسواق خاصة بالمشتقات المالية، منتجات الدخل الثابت والسلع.[1]

تنقسم بورصة ناسداك الو.م.أ إلى ثلاثة أسواق:

- سوق ناسداك الشامل المميز (The Nasdaq Global Select Market): سوق خاصة بالمؤسسات الكبيرة.
- سوق ناسداك الشامل (The Nasdaq Global Market NGM) : سوق خاصة بالمؤسسات المتوسطة.
- سوق رأس المال لناسداك (the nasdaq capital market NCM): سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة.

تفرض هذه الأسواق الثلاثة شروطا مختلفة للإدراج، حيث تخصص الشروط الأكثر مرونة لسوق رأس المال، وفي الجدول أدناه نلخص هذه الشروط كما يلي:

[1] Brent Fields, Proposed National Market System Plan to Implement a Tick Size Pilot Program on a One-year Pilote Basis, https://www.sec.gov/comments/4-657/4657-93.pdf, accessed 10/02/2016, p 01.

الجدول رقم22: الفرق بين قواعد القيد في سوق ناسداك الشامل المميز وسوق ناسداك الشامل وسوق رأس المال لناسداك

البيانات	سوق ناسداك الشامل المميز	سوق ناسداك الشامل	سوق رأس المال لناسداك
حقوق المساهمين	55 مليون$	30 مليون$	5 مليون$
القوائم المالية	3 سنوات	سنتين	سنتين
إجمالي القيمة السوقية للأسهم المصدرة	45 مليون $	18 مليون$	15 مليون $
الأرباح الصافية للسنة المالية الأخيرة أو لسنتين من الثلاثة سنوات الأخيرة	أكبر من 90 مليون $	75 مليون $	$750,000
عدد الأسهم	1.250.000 سهما	1,1 مليون سهما	1.000.000 سهما
عدد المساهمين	450	400	300 مساهما
صناع السوق	-	3	3
سعر العرض للأسهم	$4	$4	$4

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بورصة ناسداك، دليل القيد، المتاح على الموقع التالي http://business.nasdaq.com/Docs//Nasdaq%20Initial%20Listing%20Guide_tcm5044-13919.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/08، ص ص 06-07-08..بتصرف

الفرع الثاني: تقديم سوق ناسداك omx فيرست نورث

تمتلك سوق ناسداك OMX فيرست نورث أكثر من 200 مؤسسة مدرجة، وتعتبر ممرا للمؤسسات الناشئة للوصول إلى السوق الرئيسية (The Main Market Nordic).

للإدراج في سوق ناسداك OMX فيرست نورث وضعت شروطا مرنة والتي لخصناها من خلال دليل القيد كما يلي:[1]

- فتح على الأقل 10% من رأس المال للجمهور مع ضرورة أن تكون الأسهم قابلة للتداول بحرية؛
- نشر وصفا للشركة ونشرة المعلومات الخاصة بها؛
- عقد اتفاق مع مستشار معتمد؛
- أن لا يقل سعر السهم في تاريخ القيد عن 50 يورو سنت أو ما يعادلها بعملة أخرى.
- تسجيل الأسهم إلكترونيا و تكون قابلة للمقاصة وفقا لقواعد السوق؛
- تقديم القوائم المالية للسنتين السابقتين لتاريخ القيد، و إعداد التقارير السنوية وفقا لقوانين ومبادئ المحاسبة المقبولة عموما في بلد المؤسسة، وإذا لم تتطابق المبادئ المحاسبية مع المبادئ المتعارف عليها، قد تطلب معلومات محاسبية تكميلية.

ويترتب عن عملية القيد مصاريف يجب على المؤسسة دفعها لكل من سوق ناسداك OMX فيرست نورث، المستشار المعتمد، الوديع المركزي، بالإضافة إلى مصاريف الإشهار ومصاريف إعداد المعلومات المطلوبة من السوق، وفيما يلي سنقدم رسوم القيد المدفوعة للسوق:

الجدول رقم 23: مصاريف القيد في سوق ناسداك omx فيرست نورث

	اليورو	الكرونة السويدية	الكرونة الدنماركية
رسوم القيد	9.000	82.000	67.000

Source: Nasdaq First North, first north price list, http://business.nasdaq.com/Docs/First-North-Price-List-2016.pdf, accessed 02/03/1/2016.

[1]Nasdaq First North, Guide To Listing On Nasdaq First north, Nasdaq OMX Group, 2015, p 03.

كما يترتب أيضا على المؤسسة المدرجة في السوق مصاريف سنوية واجبة الدفع والتي نقدمها في الجدول التالي:

الجدول رقم 24: المصاريف السنوية للمؤسسات المدرجة

المصاريف السنوية	اليورو	الكرونة السويدية	الكرونة الدنماركية
الحد الأدنى للمصاريف	8.000	73.326	59.616
الحد الأقصى للمصاريف	42.800	392.296	318.946

Source: Nasdaq First North, first north price list, Op.Cit., p 01.

أما فيما يخص عملية التداول فيمكن أن يتم تداول الأسهم بالعملات التالية: اليورو، الكرونة السويدية، الكرونة الدنماركية والكرونة الأيسلندية نظرا لكون سوق ناسداك OMX فيرست نورث تحتوي على عدة دول، ويمكن الكشف على المعلومات باللغة الإنجليزية، السويدية، الدانمركية، الآيسلندية، النرويجية والفنلندية.

ولتوضيح قواعد القيد في سوق ناسداك فيرست نورث والفرق بينها وبين قواعد القيد في السوق الرئيسية نورديك نقدم الجدول التالي:

الجدول رقم25: الفرق بين قواعد القيد في السوق الرئيسية نورديك وسوق ناسداك فيرست نورث

البيانات	السوق الرئيسية نورديك	سوق ناسداك فيرست نورث
نشرة الاكتتاب	إعداد نشرة الاكتتاب ونشرها من قبل الجهات المعنية قبل الإدراج	يتم إعدادها إلا في حالة الاكتتاب العام
فحص الوثائق	دراسة قانونية	دراسة من قبل مستشار معتمد
الموافقة على القيد	موافقة سوق الأوراق المالية	دراسة من قبل مستشار معتمد +

		موافقة سوق الأوراق المالية
القوائم المالية	لـ3 سنوات	غير مطلوبة
الأرباح	مطلوبة أو توفير موارد مالية كافية	غير مطلوبة
الأسهم المطروحة للجمهور	على الأقل 25% من الأسهم	على الأقل 10%من الأسهم
الإدارة	إدارة الشركة	إدارة الشركة + دعم المستشار المعتمد
حوكمة الشركات	يجب الامتثال بحوكمة الشركات	غير مطلوبة
المستشار المعتمد	غير مطلوب	مطلوب

Source: Nasdaq first North, Nasdaq's listing option, http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/differences-admission-criteria/index.html, accessed 05/03/2016.

الفرع الثالث: دراسة أداء سوق ناسداك omx فيرست نورث

سندرس تطور سوق ناسداك فيرست نورث خلال الفترة "2010-2015" بالاستعانة بالجدول التالي:

الجدول رقم 26: تطور سوق ناسداك OMX فيرست نورث خلال الفترة 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد المؤسسات المدرجة	124	133	126	143	181	219
رسملة السوق (مليون يورو)	2.916,58	2.568,56	3.214,99	3.993,85	5.405,54	9.657,74
عدد الأوراق المالية المتداولة	608.585	650.118	1.180.298	1.180.048	1.529.445	2.178.644
قيمة الأوراق	1.504,26	1.670,22	4.242,35	3.019,62	3.927,53	4.123,46

المالية المتداولة (المليون يورو)						
متوسط قيمة الأسهم المتداولة يوميا	%56	%59	%126	%84	%82	%58

المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على التقارير الإحصائية (2010-2011-2012-2013-2014-2014) لسوق ناسداك فيرست نورث، http://www.nasdaqomxnordic.com/news/statistics، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/02/10.

خلال الفترة 2010-2015 شهدت ناسداك فيرست نورث تطورا ملحوظا، حيث ارتفع عدد المؤسسات المدرجة من 124 إلى 219 مؤسسة أي تم إدراج 95 مؤسسة جديدة، وحققت في السنة الأخيرة قيمة سوقية تقدر بـ9.657,74 مليون يورو، أي ارتفعت بنسبة 230%، وما يعبر عن هذا النمو السريع هو ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 174% (كانت تقدر بـ1,504.26 مليون يورو سنة 2010 وأصبحت تقدر بـ 4.123,46 مليون يورو سنة 2015)، بالإضافة إلى ارتفاع عدد الأوراق المالية المتداولة بنسبة 257%. والجدير بالذكر أن اقتصاد البلدان الاسكندنافية لم يتأثر بالأزمة المالية 2008، على الرغم من أنها تشكل عضوا في الاتحاد الأوروبي، وهذا بسبب سياستها المالية وعدم تحويل عملاتها إلى اليورو.

خلاصة الفصل:

بعد أن درسنا كل من القواعد التنظيمية وأداء سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمصر، تونس، فرنسا، المملكة المتحدة والبلدان الاسكندنافية نستخلص ما يلي:

- تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مكانة متميزة في اقتصاد كل دولة.
- تتأثر سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالسوق الرئيسية، حيث كلما كانت هذه الأخيرة نشيطة كلما زاد إقبال المستثمرين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسوق الخاصة بها.
- تتشابه القواعد التنظيمية الخاصة بأسواق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العديد من النقاط كالاعتماد على الراعي الرسمي، الالتزام بالشفافية والإفصاح وتوفير القوائم المالية للسنوات السابقة.
- تختلف القواعد التنظيمية الخاصة بأسواق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بعض الشروط نظرا لاختلاف الطابع الاقتصادي لكل دولة ودرجة نشاط سوق الأوراق المالية الخاصة بها، كنسبة رأس المال المفتوح، عدد المساهمين، عدد الأسهم المصدرة، وثائق القيد والإجراءات اللازمة بالإضافة إلى مصاريف القيد والتحفيزات الممنوحة.
- في كل التجارب التي درسناها، مثلت سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نسبة ضئيلة جدا مقارنة بالسوق الرئيسية على الرغم من تمتع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقاعدة عددية كبيرة في كل دولة، وهذا راجع إلى خصوصية هذه المؤسسات التي عادة ما لا تملك الطابع القانوني اللازم الذي يسمح بالإدراج في سوق الأوراق المالية، وعدم رغبتها في فتح رأسمالها للجمهور.

الفصل الثالث

واقع سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تمهيد:

تحتل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مكانة كبيرة، حيث تمثل أكثر من 90% من إجمالي عدد المؤسسات، وبالتالي فهي تؤثر على الاقتصاد من جهة وتؤثر على الظروف الاجتماعية من جهة أخرى، لذلك أولت الحكومة الجزائرية اهتماما كبيرا لهذه المؤسسات لحل مشاكلها التمويلية، وذلك من خلال إعداد برامج تأهيلية، توفير أجهزة دعم وتنويع أساليب تمويلها.

ومن بين أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نجد سوق الأوراق المالية، حيث قامت شركة تسيير بورصة القيم بإعادة هيكلة بورصة الجزائر سنة 2012 ليتم إقامة سوقا جديدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تحتوي على شروط إدراج مرنة تتلاءم مع وضع هذا النوع من المؤسسات في الجزائر، لكن نظرا لجمود نشاط بورصة الجزائر فقد باتت سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجرد قوانين لم تطبق بعد على أرض الواقع.

وما نحاول الخوض فيه في هذا الفصل هو تقديم كل من:

- واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- واقع سوق الأوراق المالية الجزائرية.
- واقع سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

المبحث الأول: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تأثرت منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بالتغيرات التي طرأت في الاقتصاد بدءا من الاستقلال، ولا سيما أن القوانين والتشريعات المنظمة لها في ذلك الوقت هي من أهم الأسباب التي أثرت عليها، ونظرا لأهمية هذه المؤسسات في دفع عجلة الاقتصاد أولت الدولة اهتماما لها من خلال تهيئة القوانين التشريعية وإقامة هيئات ومنظمات لمد يد المساعدة للمؤسسات التي تواجه صعوبات سواء من الناحية المادية أو غير المادية.

المطلب الأول: تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

شهدت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر فترات عصيبة نتيجة مخلفات الاستعمار، وأخرى ميسرة نسبيا نتيجة تدخل السلطات المعنية لحل الصعوبات التي تعرقل نشاطها. وللتعرف على واقع هذه المؤسسات سنقدم واقعها التشريعي من خلال تقسيمه إلى مراحل، واقعها التنظيمي من خلال تقديم الهيئات المنظمة والهيئات الداعمة لها، ثم واقعها الجغرافي من خلال عرض توزيعها عبر أقطار الوطن.

الفرع الأول: الواقع التشريعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

قسمنا المراحل التي مرت بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يخص المجال التشريعي إلى مرحلتين، الأولى من 1962 إلى 1988، والثانية بعد 1988 إلى وقتنا الراهن.

1-قوانين الفترة 1962-1988:

لقد كانت حوالي 98% من منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ممولة للمستوطنين الفرنسيين قبيل الاستقلال، وكانت تلك التي تعود إلى الجزائريين محدودة على المستوى الاقتصادي من حيث مساهمتها في العمالة والقيمة المضافة. وبعد ذلك مباشرة ونتيجة للهجرة الجماعية للفرنسيين أصبحت معظم تلك المؤسسات متوقفة عن الحركية الاقتصادية.[1]

وبتاريخ 26 جويلية 1963 صدر الأمر رقم 63-277 الذي يعتبر أول قانون للاستثمارات، يتم بموجبه إعطاء مجال للاستثمار الخاص، والأجنبي تحديدا، بضمانات معينة للاستفادة من الخبرات الأجنبية وسد النقص الحاصل في بعض المجالات، إلا أن التوجهات الاقتصادية التي اتبعتها الدولة بعد ذلك وسياسة التأميم المنتهجة ومركزية التخطيط والقرارات، دفعت الكثير من المستثمرين إلى تهجير رؤوس أموالهم، وبالتالي لم يكن لهذا القانون تأثير على تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،[2] مما دفع الدولة إلى وضع قانون جديد للاستثمار سنة 1966 يهدف إلى تحديد دور الاستثمار الخاص الوطني في إطار التنمية الاقتصادية، لكن في الواقع استمرت الدولة على الهيمنة على مختلف النشاطات الاقتصادية من خلال وضع معايير للموافقة على المشاريع الخاصة واحتكارها للاقتصاد الوطني.

ثم جاء الأمر رقم 82-11 المؤرخ في 21 أوت 1982 الذي يهدف إلى تحديد الأهداف المنوطة بالاستثمارات الاقتصادية الخاصة الوطنية وكذا إطار ممارسة النشاطات الناجمة عنها وشروطها،[3] وحسب المادة 8 من نفس الأمر فقد اهتم بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال:[1]

[1] منى مسغوني، مرجع سبق ذكره، ص 35.
[2] محمد الصغير قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 147.
[3] المادة 01، الأمر رقم 82-11 المؤرخ في 21 أوت 1982 المتعلق بالاستثمار الاقتصادي الخاص الوطني، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 34، ص 1693.

- المساهمة في توسيع القدرات الانتاجية الوطنية.
- تحقيق التكامل مع القطاع الاشتراكي من خلال المساهمة في أنشطة المرحلة الأخيرة من التحويل الصناعي والمقاولة من الباطن.
- منح الاعتماد للاستثمارات الاقتصادية الخاصة الوطنية.

إلا أن هذه الأهداف المعلنة لم تتحقق حيث لم تشهد منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تطورا في هذه الفترة نظرا لوجود قوانين تحد نشاطها.

2-قوانين الفترة ما بعد 1988:

بداية من سنة 1988 انتقلت الجزائر إلى نظام اقتصاد السوق، من خلال و ضع إطار تشريعي جديد يهدف إلى تحرير أسعار الصرف والتجارة الخارجية، واستقلالية البنك المركزي والبنوك التجارية، وكذا وضع تحفيزات لإنعاش المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تمثلت أهم إصلاحات سنة 1988 في ما يلي:[2]

- استقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية من أجل تحقيق اللامركزية في اتخاذ القرارات، حيث صدر القانون رقم 88-01 بتاريخ 12 جانفي 1988 والمتعلق باستقلالية المؤسسات الاقتصادية حيث منح لهذه الأخيرة درجة واسعة من الحرية في ممارسة نشاطها.

[1] المادة 08، الأمر رقم 82-11 ،مرجع سبق ذكره، ص1694، بتصرف.
[2] سهام عبد الكريم، دور تكنولوجيا المعلومات و الاتصال في تأهيل المؤسسات الجزائرية الصغيرةو المتوسطة- دراسة حالة عينة من المؤسسات (نادي المقاولين و الصناعين لمتيجة)-،أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014، ص 97.

- اصلاح نظام التخطيط وذلك بصدور القانون رقم 88-02 بتاريخ 12 جانفي 1988 والمتعلق بنظام التخطيط من أجل تسهيل عملية الانتقال إلى اقتصاد السوق وتجنب معوقات التوجيه الاقتصادي.
- توجيه الاستثمارات الاقتصادية الوطنية الخاصة للمساهمة في بعض القطاعات الإستراتيجية التي كانت حكرا على المؤسسات العمومية،[1] وذلك بصدور الأمر رقم 88-25 بتاريخ 12 جويلية 1988.

وعلى هذا الأساس، بدأت منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالتحرر من القيود التي كانت تعرقل مسارها، وتراجعت مكانة القطاع العام الذي كان يشغلها على حساب القطاع الخاص.

كما لعب قانون النقد والقرض 90-10 دورا هاما في تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، مما سمح بتوسيع قاعدة الاستثمار في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تعود عليه بالعديد من الايجابيات نذكر منها القدرة على الاستفادة من خبرات المؤسسات الأجنبية ونقل المعارف والتكنولوجيا للمؤسسات المحلية.

وفي ديسمبر 2001 صدر قانون رقم 01-18 والمتعلق بالقانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي هدف إلى:[2]

- تشجيع ظهور المؤسسات الجديدة، والرفع من مستوى النسيج المؤسساتي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات النشاط الإنتاجي؛
- تشجيع الإبداع والابتكار، وتشجيع عملية التصدير؛
- تسهيل توزيع المعلومات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

[1] محمد الصغير قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 149.
[2] مني مسغوني، مرجع سبق ذكره، ص 39.

الفرع الثاني: الواقع التنظيمي للهيئات الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتحصل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على الدعم من قبل عدة أجهزة والتي نوضحها فيما يلي:

1-وزارة الصناعة والمناجم: انضمت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى وزارة الصناعة والمناجم سنة 2014، و هي مكلفة بتنظيم، تشجيع وترقية هذه المؤسسات.

2-الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار(ANDI): خولت لهذه المؤسسة الحكومية التي كانت تدعى في الأصل وكالة ترقية ودعم ومتابعة الاستثمار من 1993 إلى 2000 ثم أصبحت الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار مهمة تسهيل وترقية واصطحاب الاستثمار[1] بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يتمثل مهامها في مساندة المستثمرين من خلال تقديم النصح والإرشاد وتنفيذ سياسات التنمية الموضوعة من قبل الدولة.

3-الوكالة الوطنية لدعم و تشغيل الشباب(ANSEJ): هي مؤسسة حكومية تتمتع بالاستقلال المالي، أنشئت بموجب القانون رقم 96-296 المؤرخ في 8 سبتمبر 1996، يتمثل مهامها في تشجيع الشباب عند إقامة مشاريعهم من خلال توطيد علاقاتهم مع القطاع البنكي ومرافقتهم طيلة مدة إنجاز المشاريع ومتابعتهم.

4-الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (AND-PME): تم إنشاؤها بموجب المرسوم التنفيذي رقم 05-165 المؤرخ في 03 ماي 2005. فهي مؤسسة عمومية ذات طابع إداري، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وتقع تحت وصاية الوزير المكلف

[1] الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، http://www.andi.dz/index.php/ar/a-propos، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/09/02.

بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن أبرز وظائفها هو التكفل بتنفيذ البرنامج الوطني لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.[1]

5-الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر (ANGEM): تم إنشاؤها بموجب المرسوم التنفيذي رقم 04-14 المؤرخ في 22 جانفي 2004. وتشكل أداة لتجسيد سياسة الحكومة فيما يخص محاربة الفقر والهشاشة وتتمثل مهامها الأساسية في:[2]

- تسيير جهاز القرض المصغر وفق التشريع والتنظيم المعمول بهما؛
- دعم ونصح ومرافقة المستفيدين من القرض المصغر في تنفيذ أنشطتهم؛
- منح سلف بدون فوائد؛
- إبلاغ المستفيدين ذوي المشاريع المؤهلة للجهاز بمختلف المساعدات التي تمنح لهم.

6-حاضنات الأعمال و مشاتل المؤسسات: هناك اختلاف بين الحاضنة والمشتلة، فتعبر الأولى عن هياكل الاستقبال والدعم المرافقة للمشروعات الناشئة في حين تعبر الثانية عن هياكل إيواء حديثة النشأة، فبعدما تحصل المؤسسة على مقومات النهوض من الحاضنة تستطيع الاختيار بين الانتماء إلى مشتلة أو الاستقلال عنها بنفسها.[3]

---

[1] الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، http://www.andpme.org.dz/index.php/ar/andpme-2/mission، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/09/03.

[2] الموقع الرسمي للوكالة الوطنية للقرض المصغر، http://www.angem.dz/portail/index.php/ar/2013-12-07-20-51-43، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/09/03.

[3] السعيد بريبش، سارة الطيب، دور حاضنات الأعمال في تطوير و دعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة تحليلية تقييمية،الملتقى الدولي حول استراتيجيات تنظيم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 18-19 أفريل 2012، ص 8.

لكن المشرع الجزائري اعتبر حاضنات الأعمال كشكل من أشكال مشاتل الأعمال موضحا ذلك في الأمر رقم 03-78 المؤرخ في 25 فيفري 2003 الذي يتضمن القانون الأساسي لمشاتل المؤسسات، حيث تكلف هذه الأخيرة بالوظائف الآتية:[1]

- استقبال واحتضان ومرافقة المؤسسات الحديثة النشأة لمدة معينة وكذا أصحاب المشاريع؛
- تسيير وإيجار المحلات؛
- تقديم الخدمات؛
- تقديم إرشادات خاصة.

7-مراكز التسهيل: هي مؤسسات تهدف إلى تسهيل إنشاء و تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث اعتمدت الجزائر على هذه المراكز بموجب المرسوم التنفيدي رقم 03-79 المؤرخ في 25 فيفري 2003، الذي يحدد الطبيعة القانونية لمراكز تسهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومهامها وتنظيمها.

8-بورصات المناولة: لقد انطلقت تجربة المناولة في الجزائر مطلع تسعينيات القرن الماضي، بدعم من "برنامج الأمم المتحدة للتنمية"، وتم إنشاء أول بورصة للمناولة بتمويل من "منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية"، ثم إنشاء ثلاث بورصات في شرق وغرب وجنوب البلاد ظلت تشتغل بفضل انخراط 600 مؤسسة صغيرة بها. كما تم إنشاء المجلس الوطني المكّلف بترقية المناولة الذي يسعى لتكثيف نسيج المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودمجها في الأسواق العالمية، وترقية

[1] المادة 04، الأمر رقم 03-78، المؤرخ في 25 فيفري 2003، الذي يتضمن القانون الأساسي لمشاتل المؤسسات، الجريدة الرسميةالجزائرية، العدد 13، ص 14.

عمليات الشراكة مع كبار أرباب العمل وتنسيق نشاطات بورصات المناولة والشراكة فيما بينها وتنمية قدرات المشروعات الصغيرة في ميدان المناولة[1].

الفرع الثالث: الواقع العددي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أثرت السياسات التي اتبعتها الدولة لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها على واقعها العددي الذي سندرسه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم27: تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة "2010-2015"

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة	618.515	658.737	711.275	777.259	851.511	934.037
أشخاص معنوية	369.319	391.761	420.117	459.414	496.989	537.901
أشخاص طبيعية	113.573	120.095	130.394	142.169	159.960	178.994
النشاطات الحرفية	135.623	146.881	160.764	175.676	194.562	217.142
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية	557	572	557	557	542	532
إجمالي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	**619.072**	**659.309**	**711.832**	**777.816**	**852.053**	**934.569**

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمارات، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنتين (2010 و 2012) للعددين 18 و22، الجزائر، 2011 وأفريل 2013، وفقا للصفحتين 09 و10.

[1] الزين منصوري، مرجع سبق ذكره، ص 17.

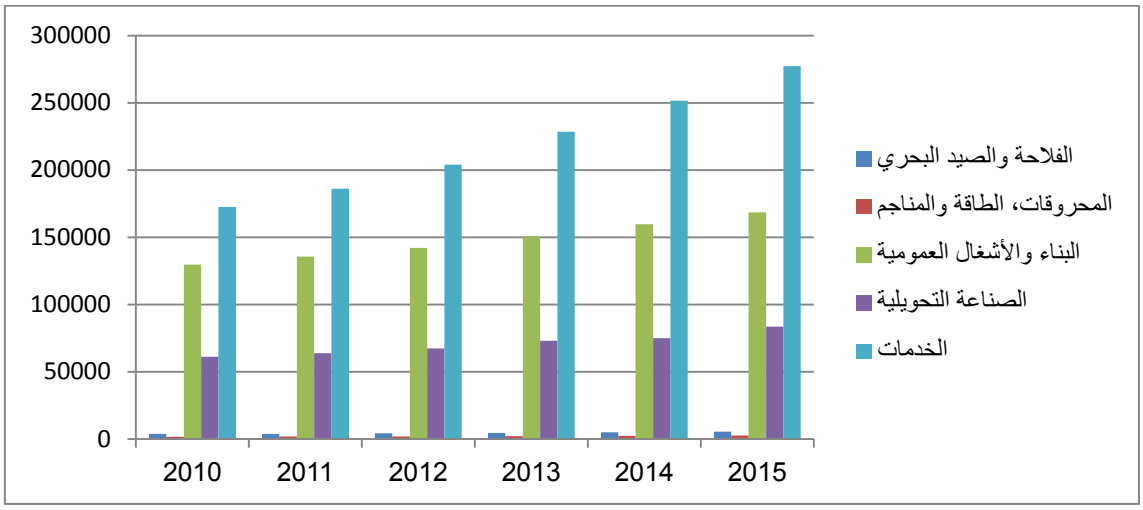
- وزارة الصناعة والمناجم، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنتين (2014 و 2015)، العددين 26 و28، الجزائر، أفريل 2015 وماي 2016، وفقا للصفحتين 08 و 09.

خلال الفترة "2010-2015" شهد عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تزايدا مستمرا، فبعد أن كان عددها سنة "2010" يبلغ 619.072 مؤسسة وصل سنة "2015" إلى 934.569 مؤسسة أي نسبة نمو تقدر بـ50,96%، ويرجع هذا الارتفاع إلى التزايد المستمر لعدد المؤسسات الخاصة التي تمثل نسبة 99,94% من إجمالي عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث ارتفع عددها بـ315.522 مؤسسة سنة 2015 مقارنة بسنة 2010 أي ارتفاع بنسبة 51,01%، على غرار الانخفاض المستمر في عدد المؤسسات العمومية الذي انخفض بـ25 مؤسسة خلال الفترة المدروسة، وهذا راجع إلى سعي الدولة وراء تشجيع القطاع الخاص من خلال خوصصة المؤسسات العمومية ووضع عدة وسائل لدعم المؤسسات والمستثمرين الراغبين في إقامة المشاريع.

وتجدر الإشارة إلى أن فئة الأشخاص الطبيعية تعبر عن أصحاب المهن الحرة التي تم تقسيمها حسب نشرة المعلومات الإحصائية لسنة 2015 إلى الاستثمار الزراعي الذي يحتل المرتبة الأولى بـ66,19%من إجمالي الأشخاص الطبيعية، قطاع الصحة بـ22,92% ثم قطاع العدالة بـ10,90%، أما بالنسبة للنشاطات الحرفية فهي بدورها عرفت تطورا مستمرا من الناحية العددية حيث ارتفع عددها خلال الفترة "2010-2015" بـ 81.519 نشاط حرفي أي نسبة نمو تقدر بـ60,10%.

وللتعرف على القطاعات التي تنشط فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضعنا تمثيلين بيانيين، الأول خاص بالقطاعات التي تنشط فيها المؤسسات الخاصة والثاني خاص بالمؤسسات العمومية.

الشكل رقم 04: توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة حسب فروع النشاط خلال الفترة "2010-2015"

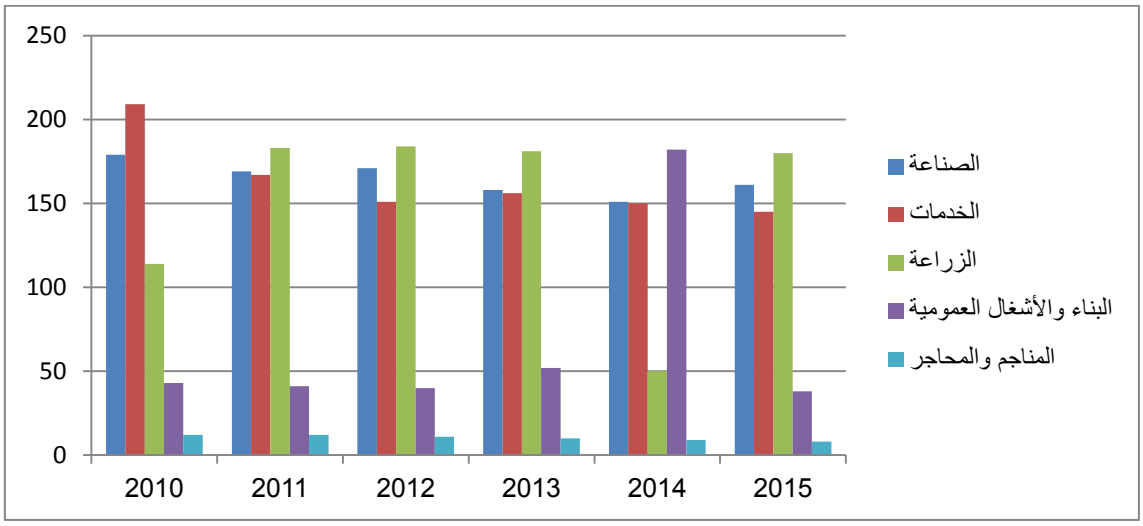


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات (2010، 2012، 2014 و 2015)، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحات 16، 14، 08 و12 على التوالي.

يحتل قطاع الخدمات الصدارة في مجال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة، حيث بلغ عددها سنة "2015" 277.379 مؤسسة من أصل 537.901 مؤسسة أي 51,56%من إجمالي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة، كما عرف هذا القطاع نموا خلال الفترة "2010-2015" قدر بنسبة 60,65%، ثم يليه في المرتبة الثانية قطاع البناء والأشغال العمومية الذي يمثل 31,33%من إجمالي المؤسسات الخاصة ونسبة نمو تقدر بـ 32,20% خلال الفترة المدروسة، ثم يأتي قطاعي الصناعات التحويلية والفلاحة والصيد البحري في المرتبتين الثالثة والرابعة بنسبة 15,56% و 01,04% على التوالي وبنسبة نمو خلال الفترة "2010-2015" تقدر بـ 36,70% و47,87% على التوالي، وأخيرا قطاع المحروقات بنسبة 0,51% وبنسبة نمو تقدر بـ41,12%.

أما فيما يخص المؤسسات العمومية يتمركز نشاطها كما يلي:

الشكل رقم 05: توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية حسب فروع النشاط خلال الفترة "2010-2015"



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمارات، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنتين (2010 و2012)، مرجع سبق ذكره ، وفقا للصفحات 12، 11.
- وزارة الصناعة والمناجم، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنتين (2014 و 2015)، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحات 09، 11.

في سنة 2010 كان قطاع الخدمات يحتل المرتبة الأولى من بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية، ثم تراجع ليصبح في المرتبة الثالثة خلال الفترة "2011-2015" في إطار تشجيع قطاعي الزراعة والصناعة اللذان احتلا المرتبتين الأولى والثانية، حيث مثّلا في سنة 2015 نسبة 33,83% و 30,26% على التوالي من إجمالي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية، ويأتي في المرتبة الرابعة قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 07,14% وأخيرا قطاع المناجم والمحاجر الذي يمثل نسبة ضئيلة جدا من مجموع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية والمتمثلة في 01,50% لكون هذا القطاع مملوكا من قبل المؤسسات الكبيرة والمؤسسات الخاصة.

المطلب الثاني: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري

من بين أدوار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المساهمة في التنمية الاقتصادية، وللتعرف على مدى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري، نتطرق في هذا المطلب إلى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في استحداث مناصب الشغل، وكذا مساهمتها في التجارة الخارجية، الناتج الداخلي الخام والقيمة المضافة.

الفرع الأول: مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في استحداث مناصب الشغل والتجارة الخارجية

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قدرة هائلة على المساهمة في التنمية الاقتصادية، وفي هذا الفرع سندرس قدرتها على زيادة مستويات التشغيل ومدى مساهمتها في التجارة الخارجية.

1-مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في استحداث مناصب الشغل

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسيلة فعالة للتخفيف من البطالة التي بلغت نسبتها في الجزائر سنة "2015" 11%، وذلك من خلال توفير مناصب شغل جديدة، وفي الجدول التالي سنقدم مناصب الشغل المصرح بها في المؤسسات الخاصة والعمومية:

الجدول رقم28: تطور مناصب الشغل المصرح بها حسب الفئات خلال الفترة "2010-2015"

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد مناصب الشغل في المؤسسات الخاصة	1.577.030	1.676.111	1.800.742	1.953.636	2.110.665	2.327.293
الأجراء	958.515	1.017.374	1.089.467	1.176.377	1.259.154	1.393.256
أرباب المؤسسات	618.515	658.737	711.275	777.259	851.511	934.037
مناصب الشغل في المؤسسات العمومية	48.656	48.086	47.375	48.256	46.567	43.727
المجموع	**1.625.686**	**1.724.197**	**1.848.117**	**2.001.892**	**2.157.232**	**2.371.020**

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نشرية المعلومات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات(2010، 2012، 2014 و 2015)، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحات 14، 12، 10 و 14 على التوالي.

أثر تزايد عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مناصب الشغل الذي ارتفع بـ745.334 منصبا خلال الفترة "2010-2015" أي ارتفاع يقدر بنسبة 45,84%، كما أن أغلبية مناصب الشغل التي توفرها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي تابعة للمؤسسات الخاصة (أرباب العمل في الجدول أعلاه هم أرباب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأرباب المؤسسات التي تنشط في المهن الحرة) وذلك على الرغم من عدم تصريح هذه الأخيرة بالعمال في بعض القطاعات خاصة قطاع البناء والأشغال العمومية.

2- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التجارة الخارجية

للتعرف على مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التجارة الخارجية ندرس مدى مساهمتها في الميزان التجاري خلال الفترة "2010-2015" والتي نوضحها في الجدول التالي:

الجدول رقم29: تطور الميزان التجاري خلال الفترة "2010-2015"

الوحدة: مليون دولار أمريكي

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الاستيراد	40.212	47.247	46.801	55.028	58.330	51.501
التصدير	56.665	73.489	73.981	64.974	62.956	37.787
الميزان التجاري	16.453	26.242	27.180	9.946	4.626	13.714-

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على نشرية المعلومات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات 2010، 2012، 2014 و 2015 مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحات 33، 46، 51 و 47.

ما نلاحظه من الجدول أعلاه أن طوال الفترة 2010-2014 كان يحقق الميزان التجاري فائضا، بينما في سنة 2015 حقق عجزا (أي الواردات أكبر من الصادرات) وهذا راجع إلى انخفاض أسعار البترول ابتداءا من أواخر سنة 2014 وانهيارها في سنة 2015 أين فقدت أكثر من 50% من قيمتها مما أثر على الميزان التجاري، ودفع بالدولة إلى وضع قيود جديدة من بينها فرض رخص للتصدير والاستيراد مطابقة لقوانين المنظمة العالمية للتجارة.

الفرع الثاني: مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الناتج الداخلي الخام والقيمة المضافة

بالإضافة إلى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التجارة الخارجية والتشغيل، فهي تساهم أيضا في الناتج الداخلي الخام والقيمة المضافة وهو ما سنتطرق له في هذا الفرع.

1- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الناتج الداخلي الخام

يمثل الناتج الداخلي الخام قيمة ما تنتجه مختلف القطاعات في البلد الواحد خلال سنة واحدة، وفيما يلي سنقدم مدى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الناتج الداخلي الخام:

الجدول رقم30: تطور الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات حسب الطابع القانوني خلال الفترة "2010-2014"

الوحدة: مليار دينار جزائري

الطابع القانوني	2010		2011		2012		2013		2014	
	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%
نسبة القطاع العام في الناتج الداخلي الخام	827,53	15,2	923,34	15,23	793,38	12,01	893,24	11,7	1.187,93	13,9
نسبة القطاع الخاص في الناتج الداخلي الخام	4.681,68	84,98	5.137,46	84,77	5.813,02	87,99	6.741,19	88,3	7.338,65	86,1
المجموع	5.509,21	100	6.060,8	100	6.606,4	100	7.634,43	100	8.526,58	100

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على نشرية المعلومات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنتين 2014 و2015، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحتين ص49 و37.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القطاع الخاص أكثر مساهمة في الناتج الداخلي الخام مقارنة بالقطاع العام بنسبة متوسطية تقدر بـ 86.42% خلال الفترة "2010-2014"، وهذا راجع إلى كبر عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة مقارنة بنظيرتها في القطاع العام، التي نلاحظ أن مساهمتها في الناتج الداخلي الخام انخفضت سنة 2012 لتأثرها بانخفاض عدد المؤسسات في

نفس السنة. على عكس المؤسسات الخاصة التي ارتفعت مساهمتها في الناتج الداخلي الخام خلال الفترة المدروسة.

وبصفة عامة فإن مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الناتج الداخلي الخام ارتفعت بنسبة متوسطية تقدر بـ11.56 خلال الفترة "2010-2014"، ما يعتبر مقبولا نظرا لارتفاع عدد المؤسسات خلال هذه الفترة بنسبة 37,63%، وتجدر الإشارة إلى أن معيار عدد المؤسسات ليس السبب الوحيد الذي يؤثر على حجم المساهمة في الناتج الداخلي الخام فهناك أيضا المناخ الاستثماري الذي تنشط فيه المؤسسات، الوسائل المادية والبشرية ...

2- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القيمة المضافة

تمثل القيمة المضافة القيمة التي يضيفها أي نشاط اقتصادي على إنتاج معين، وفيما يلي نقدم القيمة المضافة التي حققتها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة "2010-2014":

الجدول رقم 31: تطور القيمة المضافة حسب الطابع القانوني خارج المحروقات خلال الفترة "2010-2014"

الوحدة: مليار دينار جزائري

الطابع	2010		2011		2012		2013		2014	
القانوني	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%
الزراعة										
خاص	1.012,11	99,70	1.165,91	99,34	1.411,76	99,3	1.612,94	99,10	1.758,18	99,25
عام	3,08	0,30	7,80	0,66	9,93	0,7	14,81	0,91	13,31	0,82
المجموع	1.015,19	100	1.173,71	100	1.421,69	100	1.627,67	100	1.771,49	100
البناء والأشغال العمومية										
خاص	1.058,16	98,73	1.091,04	86,41	1.232,67	87,35	1.344,4	86,06	1.438,51	92,09
عام	13,59	1,27	171,53	13,59	178,48	12,65	217,71	13,94	291,68	18,67

المجموع	1.071,75	100	1.262,57	100	1.411,15	100	1.562,1	100	1.562,1	100
النقل والمواصلات										
خاص	806,01	81,51	860,54	81,97	881,06	80,44	1.209,33	83,80	1.299,57	90,05
عام	182,02	18,042	189,23	18,03	214,21	19,56	233,8	16,20	256,5	17,77
المجموع	988,03	100	1.049,77	100	1.095,27	100	1.443,12	100	1.443,12	100
خدمات المؤسسات										
خاص	96,86	79,15	109,50	79,58	123,05	79,71	139,1	80,65	142,07	82,37
عام	25,51	20,85	28,09	20,42	31,32	20,29	33,37	19,35	53,7	31,14
المجموع	122,37	100	137,59	100	154,37	100	172,47	100	172,47	100
الفندقة والاطعام										
خاص	101,36	88,61	107,60	88,61	114,9	82,7	146,27	84,015	155,49	89,311
عام	13,03	11,39	13,83	11,39	24,04	17,3	27,82	15,979	33,5	19,242
المجموع	114,39	100	121,43	100	138,94	100	174,1	100	174,1	100
الصناعة الغذائية										
خاص	169,95	86,03	199,79	86,17	232,2	87,25	249,17	87,28	288,98	87,39
عام	27,58	1,96	32,06	13,83	33,93	12,75	36,3	12,72	41,71	12,61
المجموع	197,53	100	231,85	100	266,13	100	285,48	100	330,69	100
صناعة الجلد										
خاص	2,29	88,42	2,34	90,04	2,38	89,47	2,37	89,43	2,55	96,23
عام	0,3	11,58	0,26	9,96	0,28	10,53	0,27	10,19	0,31	11,70
المجموع	2,59	100	2,6	100	2,66	100	2,65	100	2,65	100
التجارة والتوزيع										
خاص	1.204,02	94,10	1.358,92	94,07	1.555,29	94,17	1.759,6	94,07	1.956,31	94,50
عام	75,45	5,90	85,71	5,93	96,25	5,83	110,98	5,93	113,76	5,50
المجموع	1.279,47	100	1.444,63	100	1.651,55	100	1.870,6	100	2.070,07	100

المصدر: نشرية المعلومات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2015، مرجع سبق ذكره، ص38.

أغلبية المساهمة في القيمة المضافة خلال الفترة "2010-2014" هي من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة وذلك بنسبة 88,96% من إجمالي القيمة المضافة لكون هذه المؤسسات تمثل 99% من إجمالي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

أكثر قطاع يساهم في القيمة المضافة هو قطاع التجارة والتوزيع بنسبة متوسطة تقدر بـ 27,70%، ثم يليه في ثلاثة قطاعات متقاربة في نسب المساهمة في القيمة المضافة والتي تمثلت في قطاع الزراعة، قطاع النقل والمواصلات وقطاع البناء والأشغال العمومية بالنسب 23,35%، 20,02% و19,55% على التوالي، أما المراتب الأربعة الأخيرة فهي لقطاعات تساهم في القيمة المضافة بنسب متدنية والتي تمثلت في قطاع الصناعة الغذائية، قطاع خدمات المؤسسات، قطاع الفندقة والإطعام وأخيرا قطاع صناعة الجلد بالنسب 4,37%، 2,52%، 2,40% و 0,09% على التوالي.

المطلب الثالث: دور أجهزة دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لأجهزة دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هدف رئيسي يتمثل في إعانة المؤسسات، لكن تختلف فيما بينها من ناحية طريقة الإعانة، فهناك أجهزة تنفذ برامج التأهيل المخططة من قبل الدولة كالوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأخرى تقدم النصائح والمشورة كمراكز التسهيل وورشات المؤسسات، وأخرى تقدم الدعم المادي كالوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب، وفي هذا المطلب سنقدم حصيلة هذه الأجهزة وأثرها على استحداث مناصب الشغل.

الفرع الأول: أجهزة الدعم المساهمة في إعادة تأهيل المؤسسات

يقصد بإعادة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، توفير المعرفة والتكوين للمؤسسات لمساعدتها على التخلص من الصعوبات، وبذلك لا يقدم هذا البرنامج دعما ماديا من الدرجة الأولى، وفي هذا الفرع سنقدم حصيلة الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تسهر على تطبيق برنامج إعادة التأهيل، بالإضافة إلى حصيلة مراكز التسهيل وورشات المؤسسات التي تقدم بدورها الدعم غير المادي.

1- الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (AND-PME):

تتبنى الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البرنامج الوطني الخماسي لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الذي يهدف إلى تأهيل عشرين ألف مؤسسة بتكلفة إجمالية تقدر بحوالي 386 مليار دينار جزائري، وللتعرف على حصيلة هذا البرنامج في سنتي 2014 و2015 نقدم الجدول التالي:

الجدول رقم32: الملفات المقدمة لبرنامج إعادة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى AND-PME

	2014	2015
الملفات المؤهلة	2.195	2.532
الملفات غير المؤهلة	1.439	1.537
الملفات المؤجلة	546	598
المجموع	4.180	4.666

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرية الإحصائية للسنتين 2014 و2015، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحتين 25 و26.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه بعد سنتين من بدء البرنامج تم إعادة تأهيل 4.727 مؤسسة وهو قدر ضئيل مقارنة بأهداف البرنامج الذي يسعى إلى إعادة تأهيل 20 ألف مؤسسة خلال خمس سنوات أي ما يعادل إعادة تأهيل 4.000 مؤسسة كل سنة، وهذا راجع إلى عدم إقبال المؤسسات من جهة ووجود مؤسسات غير مؤهلة للاستفادة من البرنامج من جهة أخرى، حيث تم رفض 2.976 مؤسسة.

2- مراكز التسهيل

تنتشر مراكز التسهيل في الجزائر في خمسة عشرة ولاية (تيبازة، وهران، أدرار، برج بوعريريج، إليزي، جيجل، تمنراست، النعامة، تندوف، الجلفة، سيدي بلعباس، البليدة، بسكرة، البيض، خنشلة، بالإضافة إلى الأغواط التي بدأت نشاطها سنة 2015) والتي نلخص حصيلتها خلال الفترة "2011-2015" في الجدول التالي:

الجدول رقم33: مراكز التسهيل خلال الفترة "2011-2015"

	2011	2012	الثلاثي الأول لسنة 2013	2014	2015
عدد المشاريع المستقبلة	2.721	4.180	2.063	4.378	3.158
عدد المشاريع المرفقة	742	2.052	1.132	1.735	1.550
عدد خطط الأعمال المنجزة	76	242	153	245	301
عدد المؤسسات المنشأة	109	587	291	675	957
عدد مناصب الشغل المستحدثة	360	1.544	1.719	3.128	3.418

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشريات الإحصائية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات (2011، 2012، 2014، 2015)، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحات 30، 29، 28، 21.

على الرغم من ارتفاع عدد المشاريع المرفقة من قبل مراكز التسهيل طوال الفترة المدروسة، إلا أنه يعتبر ضئيلا مقارنة بطلبات المشاريع، فمن بين المشاريع المستقبلة على مستوى هذه المراكز يتم قبول حوالي 44% فقط لمرافقتها والاستفادة من الخدمات المقترحة، خاصة أنه من المفروض أن تأتي هذه المراكز بالمساعدة للمشاريع التي تعاني من صعوبات لتخطي العراقيل التي تواجهها.

ومن بين المشاريع المرفقة من قبل مراكز التسهيل تم إعداد خطط الأعمال لـ12% فقط من المشاريع، وهذا راجع إلى اختلاف احتياجاتها التي تميل أكثر إلى المساعدات في الإجراءات الإدارية والاستفادة من التكوين، كما نلاحظ أن عدد المؤسسات المنشأة بفضل مراكز التسهيل في ارتفاع مستمر (تم احتساب إلا الثلاثي الأول في سنة 2013 وبالتالي لا يعبر الحجم النهائي للمؤسسات المنشأة) خلال الفترة المدروسة، مع استحداث حجم معتبر من مناصب الشغل والذي قدر بـ 10169 منصب شغل جراء إنشاء المؤسسات وتطويرها.

3- مشاتل المؤسسات

تنتشر مشاتل المؤسسات في ثلاثة عشر ولاية من الوطن والتي نلخص حصيلتها خلال الفترة "2011-2015" في الجدول التالي:

الجدول رقم34: الوضع العام لمشاتل المؤسسات خلال الفترة "2011-2015"

	2011	2012	الثلاثي الأول لسنة 2013	2014	2015
عدد الشركات المستضافة	33	29	46	134	135
عدد الشركات المنشأة	19	28	46	104	84
مناصب الشغل المستحدثة	68	363	308	1,025	397

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشريات الإحصائية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات (2011، 2012، 2014، 2015)، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحات 29، 28، 29، 23.

خلال الفترة "2011-2015" ساهمت مشاتل المؤسسات في إنشاء 281 مؤسسة واستحداث 2.161 منصب شغل، وهي حصيلة ضئيلة جدا مقارنة بوسائل الدعم الأخرى، وهذا راجع إلى

انخفاض عدد المؤسسات اللاجئة لهذه المشاتل والذي بلغ 277 مؤسسة فقط بالإضافة إلى عدم توفر المشاتل في كل أنحاء الوطن.

الفرع الثاني: أجهزة الدعم المانحة للضمانات

من بين وسائل دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نجد أجهزة تمنح الضمانات للمؤسسات للتمكن من توفير شروط الحصول على القروض البنكية، وتتمثل هذه الأجهزة في صندوق ضمان القروض (FGAR) وصندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (CGCI-PME).

1 -صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR)

تتمثل حصيلة صندوق ضمان القروض منذ بداية نشاطه أي من سنة 2004 إلى غاية سنة 2015 فيما يلي:

الجدول رقم35: الوضعية العامة للملفات المعالجة من قبل FGAR إلى غاية 2015

	النشأة	التوسيع	المجموع
عدد الضمانات الممنوحة	625	924	1,549
الكلفة الإجمالية للمشاريع(دج)	53.389.513.109	79.975.881.104	133.365.394
مبلغ القروض المطلوبة (دج)	30.478.602.184	55.888.081.518	86.366.683.701
المعدل المتوسط للتمويل المطلوب	%57	%70	%65
مبلغ الضمانات الممنوحة	12.095.468.658	29.974.656.685	070.125.443؟42

(دج)			
المعدل المتوسط للضمان الممنوح	%40	%54	%49
المبلغ المتوسط للضمان (دج)	19.352.750	32.440.105	27.159.539
عدد مناصب الشغل المستحدثة	12.775	42.094	54.869

المصدر: نشرية المعلومات الإحصائية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2015، مرجع سبق ذكره، ص 41.

بلغ مجموع الضمانات الممنوحة من قبل صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة 1.549 ضمانا، مقسما بين المؤسسات حديثة النشأة والمؤسسات الراغبة في توسيع نشاطها، ما يعتبر ضعيفا جدا بعد إحدى عشرة سنة من النشاط.

أما بخصوص نسبة الضمانات الممنوحة فحسب قواعد الصندوق فهي تتراوح بين 10% و80%من القرض البنكي ، لكن في الواقع وخلال الفترة المدروسة قدر المعدل المتوسط للضمانات الممنوحة بـ 49%، وهذا راجع إلى ارتباط حجم الضمانات بتكلفة القرض ودرجة المخاطر، في حين قدر المعدل المتوسط للتمويل المطلوب بـ 65%، كما ساهم هذا الصندوق في توفير 54.869 منصب شغل طوال مدة نشاطه.

2- صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (CGCI-PME).

تتمثل حصيلة صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة 2010-2015 فيما يلي:

الجدول رقم36: الوضعية العامة لملفات الضمان لـ CGCI-PME حسب قطاع النشاط خلال الفترة 2010-2015

قطاعات النشاط	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	عدد الملفات	قيمة الاستثمار	عدد الملفات	قيمة الاستثمار	عدد الملفات	قيمة الاستثمار	عدد الملفات	قيمة الاستثمار	عدد الملفات	قيمة الاستثمار	عدد الملفات	قيمة الاستثمار
البناء والأشغال العمومية	182	7670.14	283	7499.78	195	3056	191	4640.53	192	8277.93	234	6620.5
النقل	165	3532,58	244	2584,27	164	907	128	1552,53	101	2060,33	84	1188044
الصناعة	136	12080,81	243	12898,32	203	5997	211	10966,87	269	24197,17	315	18667879
الصحة	16	1263,36	31	1168,73	31	604	42	1498,66	50	3895,93	56	2437300
الخدمات	25	905,97	35	407,34	30	278	48	855,28	59	3098,23	54	1430421
المجموع	524	25452,86	836	24558,14	623	10842	620	19509,87	671	41538,59	743	30344140

المصدر: نشرية المعلومات الإحصائية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للسنوات (2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2015)، مرجع سبق ذكره، وفقا للصفحات 31، 39، 38، 42، 41، 42 على التوالي.

خلال الفترة 2010-2015 بلغ عدد الملفات المعالجة من قبل صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة 4.035 ملفا، وكانت أغلبية الملفات في سنتي 2010 و2011 تابعة لقطاع البناء والأشغال العمومية، بينما في السنوات التالية أصبحت تابعة لقطاع الصناعة، كما نلاحظ أن هذا القطاع لطالما كان يتحصل على أكبر قيمة ضمانات وذلك بنسبة متوسطة تقدر بـ 55,16% من إجمالي قيمة الضمانات الممنوحة نظرا لمتطلبات هذا القطاع وتكلفة القروض في هذا المجال.

والجدير بالذكر أن صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ساهم في سنة واحدة (2015) بتوفير 11.120 منصب شغل وهو حجم معتبر مقارنة بمناصب الشغل الذي

استحدثه صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة طوال مدة نشاطه (إحدى عشر عاما) والمتمثل في 54.869 منصب شغل.

الفرع الثالث: أجهزة الدعم الموفرة لفرص العمل

تقدم كل من الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب والوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر المساعدة المادية بهدف تطوير الاستثمار وزيادة مناصب الشغل، وفيما يلي نقدم حصيلة الوكالتين منذ بداية نشاطهما إلى غاية سنة 2015.

1- الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب L'ANSEJ

تتمثل حصيلة الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب حسب قطاع النشاط فيما يلي:

الجدول رقم37: المشاريع الممولة من قبل L'ANSEJ حسب قطاع النشاط إلى غاية 2015

قطاع النشاط	المشاريع الممولة	مناصب الشغل المستحدثة	قيمة الاستثمار
الخدمات	103.401	241.241	328.470.024.600
نقل البضائع	56.531	96.241	145.558.855.730
الزراعة	50.042	119.801	176.067.994.300
الصناعة التقليدية	42.302	124.937	108.582.022.196
البناء والأشغال العمومية	30.616	90.936	114.206.153.185
الصناعة	22.481	66.925	100.471.609.694
نقل المسافرين	18.984	43.677	46.617.872.026
نقل التبريد	13.382	27.128	33.755.061.939
المهن الحرة	8.740	19.911	19.313.602.381
الصيانة	8.605	20.277	21.321.269.192

الصيد	1.094	5.415	7.211.282.240
الري	540	2.009	3.157.045.389
المجموع	356.718	855.498	1.104.732.852.871

المصدر: نشرية المعلومات الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2015، مرجع سبق ذكره، ص 24.

منذ إنشاء الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب سنة 1996 إلى غاية 2015 (تسعة عشرة عاما) تم تمويل 356.718 مشروع بقيمة 1.104 مليار دينار جزائري موفرة بذلك 855.498 منصب شغل، وهي حصيلة معتبرة عند الأخذ بعين الاعتبار قيمة التمويل الضخمة الممنوحة.

يحظى قطاع الخدمات بأغلبية التمويل من قبل الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، حيث يمثل 29% من إجمالي القطاعات الممولة، ثم يليه قطاعي نقل البضائع والزراعة بنسبة 15,84% و14,02% على التوالي، وهذا راجع إلى تنفيذ الوكالة لسياسة التنمية الاقتصادية للدولة من جهة وميول الشباب لهذه القطاعات من جهة أخرى .

2- الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر (L'ANGEM)

تتمثل حصيلة الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر حسب قطاع النشاط فيما يلي:

الجدول رقم38: القروض الممنوحة من قبل ANGEM حسب نوع التمويل إلى غاية 2015

قطاع النشاط	عدد القروض الممنوحة	%	مناصب الشغل المستحدثة
الزراعة	109.264	14,30	163.895
الصناعة الصغيرة	294.425	38,54	441.261
البناء والأشغال العمومية	64.427	8,43	96.647
الخدمات	159.281	20,85	238.928
الصناعة التقليدية	133.362	17,46	200.407

التجارة	2.512	0,33	3.771
الصيد البحري	683	0,09	1.024
المجموع	763.954	100	1.145.933

المصدر: موقع الوكالة الوطنية للقرض المصغر ANGEM، أرقام رئيسية، http://www.angem.dz/ar/article/chiffres-cles/، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/12.

بلغ عدد القروض الممنوحة من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر 736.954 قرضا منذ بداية نشاطها سنة 2002 إلى غاية 2015/12/31، وهو عدد معتبر مقارنة بوسائل الدعم الأخرى، وذلك بسبب صغر قيمة القروض الممنوحة التي عادة ما لا تتجاوز 100.000دج وفي حالات استثنائية قد تصل إلى 1.000.000دج.

يمثل قطاع الصناعة الصغيرة أكثر قطاع مستفيد من القرض المصغر بنسبة 38,54% ثم يليه قطاعي الخدمات والصناعة التقليدية بنسبتي 20,85% و17,46%على التوالي، أما أقل قطاعين مستفيدين من هذا القرض فهما قطاعي التجارة والصيد البحري بنسبتي 0,33% و0,09%من إجمالي القروض الممنوحة.

كما ساهمت الوكالة في استحداث 1.145.933 منصب شغل منذ بداية نشاطها في مختلف القطاعات، وهذا راجع إلى عدد القروض الممنوحة الكبير، والجدير بالذكر أن فئة النساء هي الأكثر استفادة من القرض المصغر بنسبة 62,42% وذلك في إطار تعزيز دور المرأة الماكثة في البيت من خلال إعانتها على فتح مشروع مصغر.

المبحث الثاني: واقع سوق الأوراق المالية الجزائرية

على الرغم من الإصلاحات التي تبنتها الهيئات المعنية لتطوير بورصة الجزائر وإنعاشها، إلا أنها لا تزال تعاني من خمول منذ إطلاقها، فهي أصغر بورصة في شمال إفريقيا والشرق الأوسط، وللتعرف عليها سنقدم أهم المراحل التي مرت بها، أقسامها مع إبراز الهيئات المنظمة لها، وفي الأخير ندرس تطورها خلال الفترة 2010-2015.

المطلب الأول: نبذة عن سوق الأوراق المالية الجزائرية

في إطار التنمية الاقتصادية ونتيجة الإصلاحات التي تبنتها الدولة، مرت بورصة الجزائر بثلاثة مراحل أساسية منذ إطلاقها، أين شهدت تغيرات في القوانين المنظمة لها وهيكلها التنظيمي، وعلى هذا الأساس سنقدم في هذا المطلب نشأة بورصة الجزائر، أقسامها، وتنظيمها المؤسساتي.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الجزائرية

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية، صناديق المساهمة وقسم رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي الذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم التي توزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم.[1]

[1] بن اعمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية الدولية في الدول النامية-دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 160.

المرحلة الأولى: 1990-1992

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة "S.V.M" مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة، ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ 320.000 دج، ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.[1]

المرحلة الثانية 1992-2008:

في فيفري 1992 تم رفع رأس مال الشركة إلى 932.000دج، كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة القيم المنقولة "BVM" التي تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23ماي1993، وبعد أن كانت صناديق المساهمة هي التي تمتلك أسهم الشركات، دخلت الجزائر مرحلة الخوصصة وأصبح الأفراد بإمكانهم اقتناء أسهم المؤسسات.[2] وعلى هذا الأساس يعتبر هذا المرسوم التشريعي القانون الأساسي الخاص ببورصة القيم المنقولة، والذي تم تعديله في هذه الفترة من خلال مراسيم تنفيذية وأوامر متمثلة في:

- المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 13 جوان 1994 الذي يتضمن تطبيق المواد 22،21 و 29 من للمرسوم التشريعي 93-10.

[1] رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 227-228.
[2] لمياء دالي علي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات –دراسة حالة الجزائر و الدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 20-21 نوفمبر2006، ص 14.

- المرسوم التنفيذي 94-176 المؤرخ في 13 جوان 1994 الذي يتضمن تطبيق المادة 61 من للمرسوم التشريعي 93-10.
- الأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1996 الذي عدل المواد 5،6 و 7 من المرسوم التشريعي 93-10.
- المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 الذي يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي 93-10.

وفي 25 ماي 1997 تم تدشين بورصة القيم المنقولة التي أصبحت تسمى بشركة تسيير بورصة القيم "SGBV"، وإصدار النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم، حيث تضمن القواعد الخاصة بقبول القيم المنقولة في شركة تسيير بورصة القيم، قواعد التداول والتسوية.

و بموجب الأمر رقم 03-04 المؤرخ في 17 أفريل 2003 الذي يعدل المرسوم التشريعي 93-10، تم تأسيس المؤتمن المركزي على السندات "Algerie Clearing" الذي سنتطرق إليه في الفرع الثالث من نفس المطلب، و أضيف تعديلات حول نطاق عمل الوسطاء في عمليات البورصة. كما أضيفت أيضا شروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة فيها وفقا للأمر رقم 04-02 المؤرخ في 10 نوفمبر 2004.

المرحلة الثالثة: ابتداءا من سنة 2008

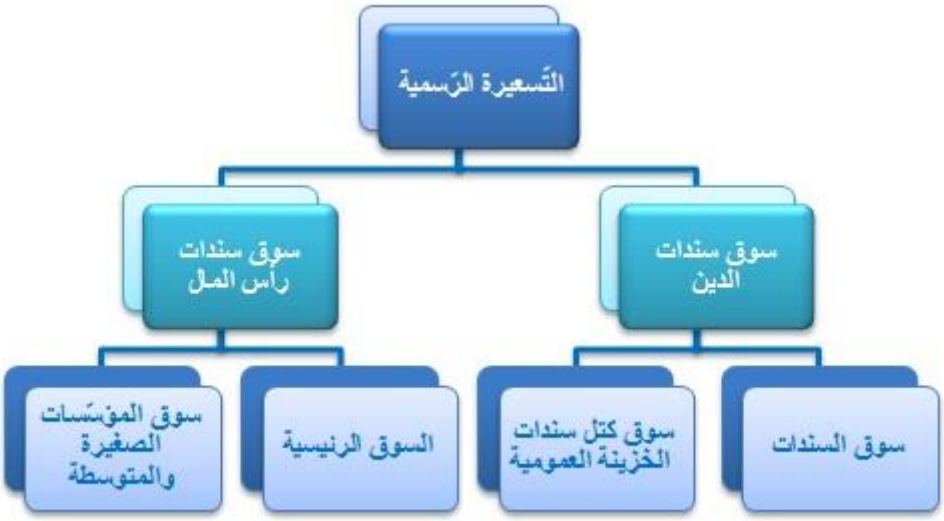
عرفت سنة 2008 إنشاء سوق كتل سندات الخزينة العمومية "OAT"، ثم تغير هيكل شركة تسيير بورصة القيم في سنة 2012 بعد إدخال سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة بموجب

النظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي سنة 2012 الذي يعدل و يتمم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 و المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الجزائرية

وفقا للإصلاحات التي أدخلت على شركة تسيير بورصة القيم انقسمت هذه الأخيرة إلى سوقين، سوق سندات رأس المال و سوق سندات الدين، والتي نوضحها في الشكل التالي:

الشكل رقم06: التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر



المصدر: موقع لجنة تنظيم بورصة القيم و مراقبتها، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/30.

1- سوق سندات رأس المال:

تنقسم إلى:

- **السوق الرئيسية:** هي السوق التي تدرج فيها الشركات الكبرى.

- **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** هي سوق تسمح بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفقا لشروط تلائم طبيعتها والتي سنتطرق إليها لاحقا بالتفصيل بالمبحث الثالث من نفس الفصل.

2-سوق سندات الدين

تنقسم إلى:

- **سوق كتل سندات الخزينة العمومية:** سندات الخزينة العمومية هي عبارة عن سندات دين سيادية تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة، وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها. تصدر المديرية العامة للخزينة سندات الخزينة العمومية ذات ثلاث آجال وهي 07، 10 و 15 عاما.[1]
- **سوق السندات:** هي السوق التي يتم فيها إصدار سندات الشركات الخاصة والعمومية.

الفرع الثالث: التنظيم المؤسساتي لسوق الأوراق المالية الجزائرية

تنظم بورصة الجزائر عدة هيئات، على رأسها شركة تسيير بورصة القيم التي تعرَف ببورصة الجزائر، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤتمن المركزي، الوسطاء في عمليات البورصة، ماسكو الحسابات وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

1-شركة تسيير بورصة القيم (SGBV): المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، ويتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال

[1] موقع بورصة الجزائر، منشورات البورصة، القيم المنقولة،
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/04.

الشركات إلى البورصة وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة. [1]

2-لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB): لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقول،[2] و الذي حدد مهامها في ثلاثة وظائف أساسية والمتمثلة في:

أ-الوظيفة القانونية: أي إعداد أنظمة وقواعد سير شركة تسيير بورصة القيم، المؤتمن المركزي، الوسطاء في عمليات البورصة، ماسكي الحسابات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، و تخضع لموافقة الوزير المكلف بالمالية.

ب-الوظيفة الرقابية: أي التأكد من أن الشركات التي تم قبولها للتداول في بورصة الجزائر وكذا مختلف المتدخلين قد احترموا القواعد والقوانين التنظيمية التي تحكم هذه السوق.

ت-الوظيفة التأديبية و التحكيمية: من خلال دراسة النزاعات الواقعة فيما بين الوسطاء في عمليات البورصة أو بينهم وبين الشركات المصدرة للأسهم، بالإضافة إلى دراسة أي إخلال بالواجبات المهنية من جانب الوسطاء في عمليات البورصة.

3-المؤتمن المركزي: تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:[3]

---

[1] موقع بورصة الجزائر، منشورات البورصة، تعريف بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/04.

[2] موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، http://www.cosob.org/ar/cosob/، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/27.

[3] موقع بورصة الجزائر، المتدخلون في السوق، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/27.

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات المتدخلين(TCC)؛
- مركزية حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدِرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال)؛
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN : الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

4-الوسطاء في عمليات البورصة (IOB): هم أشخاص طبيعيون أو معنويون، مكلفون بالتفاوض في الأوراق المالية، وحاصلون على الاعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حدد مهامها بموجب المادة 07 من الأمر رقم 93-10 كما يلي:[1]

- يديرون لحساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مشفوعة بتفويض إدارة.
- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبائنهم.

5-ماسكو الحسابات وحافظو السندات (TCC): هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة. ويوفر ماسكو الحسابات وحافظو السندات

[1] المادة 07، المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد34 ، ص 02.

للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية. [1]

6-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM): تتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق تهدف إلى تأسيس وتسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير. فهي مؤهلة إلى جمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة. ويتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتمادا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها[2].

المطلب الثاني:القواعد التنظيمية لسوق الأوراق المالية الجزائرية

تقع مسؤولية إعداد الإطار القانوني على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لتنظيم عمليات التعامل في الأوراق المالية في بورصة الجزائر، وحتى نتعرف على كيفية سير عمل البورصة نقدم قواعد قبول سندات رأس المال (الأسهم)، وكذا قواعد التداول والتسوية.

الفرع الأول: قواعد قبول سندات رأس المال في السوق الرئيسية

وفقا للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة والمعدل بالنظام رقم 12-01 يجب على المؤسسات الراغبة في فتح رأسمالها في البورصة أن توفر الشروط التالية:

- نشر الكشوف المالية لسنتين سابقتين لتاريخ طلب القبول؛

[1] موقع بورصة الجزائر، منشورات بورصة الجزائر، تعريف بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره..
[2] موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، http://www.cosob.org/ar/opcvm/، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/27.

- تقديم تقرير تقييمي للأصول معد من قبل عضوا من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها.
- تحقيق أرباحا خلال السنة المالية الأخيرة (أي سنة قبل تاريخ القبول)
- تعيين هيئة للمراقبة الداخلية تكون محل تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة.
- تقديم مذكرة إعلامية حول القيم المنقولة للمؤسسة حتى توضع تحت تصرف المستثمرين لدى شركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بالإدخال.
- فتح رأسمال المؤسسة بقيمة خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج).
- توزيع نسبة 20% على الأقل من رأس مال الشركة، ذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.
- توزيع سندات رأس المال على الجمهور على عدد أدناه مائة وخمسون (150) مساهما، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.

وبالإضافة إلى الشروط السابقة الذكر تقوم المؤسسة بتجميع وثائق الإدراج وتوفير الشروط المطلوبة، وفقا للخطوات التالية:[1]

- تقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبية لتحديد أسعار إصدار الأسهم؛
- اختيار الوسيط في عمليات البورصة؛
- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية؛

[1] موقع بورصة الجزائر، الإدراج في البورصة، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/17.(بتصرف)

- إيداع ملف طلب القبول: والذي يحتوي على: طلب القبول، محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار، مشروع المذكرة الإعلامية، مشروع الدليل، معلومات عامة عن الجهة المصدرة، معلومات عن التمويل، معلومات اقتصادية ومالية، الوثائق القانونية وتقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم؛
- صدور تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين اثنين لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة؛
- الانضمام إلى المؤتمن المركزي؛
- القيام بحملة تسويق؛
- بيع الأسهم: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية؛
- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور؛
- تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

وتجدر الإشارة إلى أنه يترتب عن عملية الإدراج في السوق الرئيسية مصاريف تتحملها المؤسسة المرشحة للإدراج كمصاريف الإشهار، مصاريف الوسطاء في عمليات البورصة ومصاريف المتدخلين في البورصة التي نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم 39: المصاريف المترتبة على الإدراج في بورصة الجزائر

الهيئة	المصاريف
لجنة تنظيم عمليات	0,075% من المبلغ الاسمي المقبول، ولا يتجاوز 2,5 مليون دج

البورصة و مراقبتها	
شركة تسيير بورصة القيم	0,05%من المبلغ الاسمي المقبول، ولا يتجاوز 2,5 مليون دج، بالإضافة إلى مصاريف تسجيل السند، مصاريف البقاء في التسعيرة ومصاريف تنظيم العرض العلني للشراء
المؤتمن المركزي	0,01% من رأس المال الاجتماعي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع شركة تسيير بورصة القيم، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=164، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/23.

الفرع الثاني: قواعد التداول والتسوية

ينص القانون المنظم لبورصة الجزائر على أنها تعمل بنظامي التسعير الثابت* والتسعير المستمر**، لكن نظرا لمحدودية النشاط فيها ولتفادي مخاطر تقلبات الأسعار يتم التعامل فقط بنظام التسعير الثابت لكونه يتيح ما يلي:[1]

- تضخيم حجم السندات المتبادلة،
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع،
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

1-قواعد التداول

فيما يلي نلخص الأحكام العامة للتداول في بورصة القيم المنقولة المحددة في قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 99/6 و 02/10: [1]

* نظام التسعير الثابت: الاعتماد على سعر ثابت للورقة المالية خلال جلسة التداول.
** نظام التسعير المستمر:الاعتماد على عدة أسعار للورقة المالية خلال جلسة التداول.
[1] موقع بورصة الجزائر، سير عمل البورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/16.

- أيام عمل بورصة الجزائر هي من الأحد إلى الخميس.
- يلتقي وكلاء الوسطاء في غرفة التداول و التي تسمى " المقصورة " كل يوم اثنين وأربعاء، وتبدأ ساعات العمل الرسمية من الساعة التاسعة والنصف صباحا إلى غاية اختتام حصة التداول على الساعة الحادية عشر صباحا، وذلك بهدف إجراء معاملات الأوراق المالية.
- في حالة ما إذا صادف يوم التداول مع يوم عطلة على الصعيد الوطني، يتم تأجيل حصة التداول إلى يوم العمل الذي يليه، ولكن لا يمكن إجراء حصتين للتداول خلال يومين متتاليين، ولا يمكن أن يتجاوز عدد الحصص حصتين في الأسبوع.
- عدد عمليات التثبيت "fixing" في حصة التداول الواحدة، يتم تحديدها من قبل شركة تسيير بورصة القيم، وهذا العدد يمكن أن يختلف حسب فئة الأوراق المالية المدرجة، وأي تغيير يرسل إلى الوسيط من خلال إشعار.
- تعقد حصص التداول وفقا للخطوات التالية على التوالي:
  - افتتاح الحصة (10 دقائق): الإعلان عن افتتاح الحصة و الاتصال الالكتروني بالوسطاء في عمليات البورصة؛
  - قيد الأوامر (45 دقيقة): يسمح للوسطاء في عمليات البورصة بإدخال الأوامر في نظام المعلومات؛
  - تثبيت الأوامر (15 دقيقة): يتم تأكيد الأوامر من قبل الوسطاء في عمليات البورصة حسب السجلات المطبوعة و المعدلة؛
  - معالجة الأوامر (10 دقائق): إطلاق معالجة الأوامر و تأكيد نتائج الحصة من قبل لجنة مراقبة السوق؛

[1]Article 2, decision SGBV 02/99 Regles de gestion des seances de négauciations a la bourse des valeurs, mis a jour, p 2.

- قيد الكتل* (10 دقائق): إعداد التقارير وتسجيل عمليات تطبيقية؛
- توثيق المعاملات (15 دقيقة): تقديم تقارير التداول للوسطاء في عمليات البورصة؛
- إقفال حصة التداول؛

- يرسل جدول حصة التداول عن طريق إشعار للمتدخلين في السوق.

كما حدد النظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام الأحكام الإضافية التالية الخاصة بكيفية سير عملية التداول على مستوى شركة إدارة بورصة القيم:[1]

- إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة على السند المستعمل للتسعيرة وذلك أثناء اجتماع التسعيرة تحت رقابة شركة إدارة بورصة القيم؛
- تتم عمليات التداول على السندات بسهم واحد، ما لم تقرر شركة إدارة بورصة القيم غير ذلك؛
- تحدد شركة إدارة بورصة القيم الفروق القصوى في جدول الأسعار الذي تقابله وذلك حسب طبيعة القيم وشروط التداول وكذا التدابير التي هي مؤهلة لأخذها في حالة بلوغ هذه الفروق.

2- قواعد التسوية

وفقا للمواد 131 إلى 135 في النظام رقم 97-03 تتم عملية التسوية كما يلي:[1]

* الكتل: يقصد بها كمية معينة من الأوراق المالية.
[1] المادتين 82 و83، القسم الأول، النظام رقم 97-03، المؤرخ في 06 ديسمبر 1997، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 41، ص 08.

- يتم تثبيت التداولات المنجزة بالاجتماع في البورصة، ضمن الآجال والشروط التي تأمر بها شركة إدارة بورصة القيم.
- لكل التداولات المثبتة والمتعلقة باجتماع في البورصة، ترسل شركة إدارة بورصة القيم لكل وسيط في عمليات البورصة، لحسابه أو لحساب زبائنه في الآجال المنصوص عليها في المقررات، الوثائق الآتية:
  - كشف بالتداولات المثبتة أمر بعد أمر وموزعة حسب البيع والشراء، التي يكون فيها الوسيط في عمليات البورصة مسؤولا عن تسوية رؤوس الأموال وتسليم السندات.
  - المبالغ الواجبة الأداء على معاملات البورصة.

تتم عملية التسوية وفقا للخطوات التالية:[2]

- بعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.
- بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية* بعد ثلاثة أيّام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات–محافظي السندات(TCC) .

[1] المواد 131 إلى 135، القسم الثاني، النظام رقم 97-03، مرجع سبق ذكره، ص 13.
[2] موقع بورصة الجزائر، سير عمل بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148، تم الإطلاع بتاريخ 2016/03/23.
* نظام التسوية الجزائرية: هو نظام بسيط تم إعداده من قبل بورصة الجزائر لا يتلاءم مع المعايير الدولية في هذا المجال.

المطلب الثالث:دراسة أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية

منذ إنشاء بورصة الجزائر لم يتعدى عدد المؤسسات المدرجة خمسة مؤسسات إذا احتسبنا سنة 2016، ولإبراز تطور أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015 استعنّا بعدة متغيرات بالإضافة إلى عدد المؤسسات المدرجة والمتمثلة في كمية الأوراق المتداولة، قيمتها، رسملة السوق ومعدل دوران الأسهم، كما درسنا تطور سوق السندات وسوق كتل سندات الخزينة العمومية.

الفرع الأول: دراسة أداء السوق الرئيسية

نلخص أداء بورصة الجزائر في الجدول التالي:

الجدول رقم 40: تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
السوق الرئيسية						
عدد المؤسسات المدرجة	03	03	03	04	04	04
عدد الأوراق المالية المتداولة	27.420	231.997	49.471	120.681	90.111	2.213.143
قيمة الأوراق المالية المتداولة	11,986	185,118	36,039	49,117	81,410	1.251,957
رسملة السوق (مليون دج)	7.900	14.968	13.029	13.820	14.793	15.429
سوق السندات						
عدد السندات المتداولة	90.309	20.957	124.419	6.908	11.839	16.822
قيمة السندات المتداولة	653,807	136,104	637,148	51,911	107,536	7,580

(مليون دج)						
سوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT						
عدد السندات المتداولة	3.764	3.000	500	00	8.215	16.822
قيمة السندات المتداولة (المليون دج)	4.314,216	3.512,100	502,700	00	8.246,238	16.978,870
المجموع						
عدد الأوراق المالية المتداولة	121.493	255.954	167.827	127.589	110.165	2.246.787
قيمة الأوراق المالية المتداولة (المليون دج)	4.980,009	3.833,322	1.175,887	101,028	8.435,184	18.238,407
عدد الصفقات	361	520	277	177	300	278
معدل رأس المال السوقي %	0,066	0,10	0,08	0,083	0,086	0,087
معدل دوران الأسهم %	0,15	01,23	0,27	0,36	0,55	08,11

المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على تقارير لجنة تسيير بورصة القيم وموقع بورصة الجزائر، الديوان الوطني للإحصائيات.

شهدت بورصة الجزائر خلال الفترة "2010-2015" نموا ضئيلا وبطيئا، حيث ارتفع معدل رأسمالها السوقي من 0,066% في سنة 2010 إلى 0,087% في سنة 2015، والتي تعتبر السنة الأكثر نشاطا للبورصة أين بلغ معدل دوران الأسهم نسبة 08,11%، كما أدرجت مؤسسة واحدة فقط خلال هذه الفترة بالإضافة إلى المؤسسات الثلاثة المدرجة من قبل.

ويعتبر سوق كتل سندات الخزينة العمومية الأكثر نشاطا من ناحية قيمة التداول، ثم تليه سوق السندات ثم السوق الرئيسية، حيث بلغ متوسط قيمة التداول خلال الفترة "2010-2015" في هذه الأسواق على التوالي 5.592,35 مليون دينار، 1.527,75 مليون دينار و 269,27 مليون دينار. وذلك على الرغم من أن إجمالي كمية التداول خلال هذه الفترة قد أبرزت العكس تماما، حيث تصدرت السوق الرئيسية القائمة بـ2.732.823 سهما، ثم سوق السندات بـ271.254 سهما، ثم سوق كتل سندات الخزينة العمومية بـ32.301 سهما.أما فيما يخص سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فلم يتم إدراج فيها أي مؤسسة منذ إنشائها سنة 2012.

الفرع الثاني: المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسية

للتعرف على المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر نقدم الجدول التالي الذي يحتوي على تاريخ الإدراج، رأس المال الاجتماعي والوسيط الذي تتعامل معه هذه المؤسسات.

الجدول رقم 41: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

اسم الشركة	القطاع	تاريخ الإدراج في البورصة	رأس المال المفتوح	رأس المال الاجتماعي دج	الوسيط في عمليات البورصة
أليانس للتأمينات	التأمينات	2011/03/07	%31	2.205.714.180	BNA, BEA, BADR, BDL, CNEP, CPA, BNP Pariba, Société Générale Algérie.
أن سي أ رويبة	الصناعة الغذائية	2011/05/27	%25	849.195.000	BNP PARISBAS
م.ت.ف. الأوراسي	الفندقة	2000/02/14	%20	1.500.000.000	Errached El Mali, Sogefi, Soficop,

					Spdm
صيدال	الصيدلة	سبتمبر 1999	%20	2.500.000.000	Errached El Mali, Soficop, Spdm

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر.

تعتبر بورصة الجزائر أصغر بورصة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وتحتل المرتبة 143 من أصل 148 دولة حسب تقرير "دافوس"*، فبعد مرور 25 سنة عن إنشائها لن تتمكن من تطوير نشاطها وجدب المستثمرين، ولا تزال تعاني من عدم إقبال المؤسسات، وعلى الرغم من الإصلاحات والتعديلات التي أدخلتها على النظام العام الخاص بها من أجل النهوض بهذا القطاع، إلا أن عدد المؤسسات المدرجة فيها بلغ أربعة مؤسسات فقط، بالإضافة إلى مؤسسة "بيوفارم" (BIOPHARM) التي أدرجت في 13 أفريل 2016 في السوق الرئيسية و ذلك بافتتاح 20% من رأسمالها للجمهور.

المبحث الثالث: واقع سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

جاءت سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نتيجة الإصلاحات التي تبنتها بورصة الجزائر سنة 2012 للنهوض من حالة الخمول التي تشهدها، فتم تأطير هذه السوق بقواعد تنظيمية ملائمة لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصوصيتها، لكن لم يتم تطبيقها على أرض الواقع نظرا لعدم وجود إقبال عليها.

* **تقرير دافوس**: هو تقرير يعده منتدى دافوس الواقع مقره في سويسرا، يوضع هذا التقرير بعد اجتماع العديد من الدول للنقاش حول المشاكل الاقتصادية والسياسية قصد الوصول إلى الحلول المناسبة.

المطلب الأول: نبذة عن سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تعد سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بديلا تمويليا لهذه المؤسسات، وفي نفس الوقت مكملا للتمويل البنكي، تم إنشاؤها لتنويع مصادر التمويل، وفي هذا المطلب سنقدم سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وكذا الرعاة المعتمدين فيها.

الفرع الأول: تقديم سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تم إنشاء سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب الأمر رقم 12-01 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03، حيث يتضمن شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الخاصة بها بالإضافة إلى بعض القواعد الخاصة بالراعي المعتمد.

يحقق الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة مزايا سواء بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سوق الأوراق المالية و أيضا الاقتصاد الوطني، والتي نلخصها فيما يلي:

1-بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- الحصول على التمويل خارج القطاع البنكي والأساليب التقليدية الأخرى؛
- التمتع بتحفيزات جبائية، وذلك بموجب القانون رقم 14 - 10 المؤرّخ في 30 ديسمبر 2014 المتضمّن قانون المالية لسنة2015، حيث يتم إعفاء من الضريبة على الدخل

الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والأوراق المالية المسعرة في البورصة لمدة خمس سنوات؛

- المحافظة على ديمومة المؤسسة من خلال إدخال مساهمين جدد وبالتالي تفادي حل الشركة في حالة الوفاة خاصة وأنه من المعروف أن أغلبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي مؤسسات عائلية؛
- تنمية ثقة الزبائن وكافة المتعاملين مع المؤسسات المدرجة سواء المحليين أو الأجانب؛
- التمكن من التقييم الذاتي للمؤسسة و تحسين الحوكمة فيها من خلال زيادة الشفافية والمصداقية.

2-بالنسبة لسوق الأوراق المالية:

- زيادة ثقة المؤسسات في سوق الأوراق المالية جراء إدراج عدد معتبر من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة أن هذه الأخيرة تتمتع بقاعدة عددية كبيرة ومنتشرة عبر مختلف أنحاء الوطن؛
- تنويع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- زيادة المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

3-بالنسبة للاقتصاد القومي:

- المساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال توفير مصدر تمويلي إضافي؛
- تنويع الاستثمار المالي؛
- جدب المستثمرين الأجانب إلى سوق الوراق المالية.

ويمكن للمؤسسة أن تنتقل إلى السوق الرئيسية إذا استوفت شروط الإدراج فيها والمتمثلة في:

- امتلاك رأسمال لا يقل عن 500 مليون دينار.
- القبول بفتح 20% من رأسمالها.
- توزيع أسهمها على 150 مساهما.
- تبرير بأن المؤسسة مدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمدة سنة إذا لم يتم قيدها عن طريق الاكتتاب العام، وثلاث سنوات للمؤسسات التي تم قيدها عن طريق الاكتتاب العام.
- تحقيق أرباحا في السنة المالية السابقة على طلب التحويل.
- الحصول على موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

الفرع الثاني: الرعاة المعتمدين في سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

يسمى الرعاة المعتمدين في بورصة الجزائر بـ "مرقي البورصة" أو "الراعي في البورصة"

1-شروط قبول مرقي البورصة: أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الأمر رقم 01-2013 بتاريخ 09 جوان 2013 والمتعلق بإجراءات تسجيل مرقي البورصة والتي نلخصها فيما يلي:

- يقبل الأشخاص المعنويين فقط للتسجيل كمرقي البورصة.
- يأخذ صفة مرقي البورصة تلقائيا كل من البنوك، المؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة الحاصلين على الاعتماد من قَبل بشرط تعيين مفاوض معتمد.

- على الشركات المرشحة للتسجيل كمرقي البورصة أن تثبت أن مدة نشاطها لا تقل عن سنتين في مجال هيكلة رأس المال، الإدارة، الهندسة المالية، وبصفة عامة جميع الخدمات التي تهدف إلى تسهيل إنشاء وتطوير المؤسسات.
- على الشركات المرشحة للتسجيل كمرقي البورصة أن تملأ استمارة طلب التسجيل لصالح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرفقة بملف يبرز الخبرة المطلوبة والوسائل المادية والتقنية المعتمدة لتعبئة مهامه.
- تمنح الموافقة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم (بورصة الجزائر).

2- مهام مرقي البورصة: حتى تتمكن الم.ص.م من الإدراج في البورصة يجب أن تعين راعيا معتمدا يرافقها ويساندها طوال مدة نشاطها فيها، ويظهر مهامه في مختلف مراحل الإدراج كما يلي:[1]

- **مرحلة ما قبل الإدراج:** يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تعيين مرقّي بورصة لمساعدتها، عند إصدار سنداتها و في تحضير عملية إدراجها. وهو يشهد من خلال توقيعه على المذكّرة الخاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بأن المعلومات الواردة فيها مطابقة للواقع على حد علمه، وأن المذكّرة لا يشوبها إغفال من شأنه أن يؤثّر على الفهم والإدراك لما هو وارد فيها.
- **مرحلة الإدراج:** يجب على الشركة أن تبرم مع مرقّي البورصة اتفاقية يتم إعدادها وفقاً للنموذج التي حدّدته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لمدة سريان يُتّفق عليها بين الطّرفين، على أن لا تقل عن سنتين. ويجب إخطار لجنة تنظيم عمليات البورصة

[1] موقع بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&smod=139، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/04/02.

ومراقبتها في حال إنهاء الاتفاقية، فتصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ملزمة على الفور بتعيين مرقّي بورصة جديد.

- **مرحلة ما بعد الإدراج:** يُكلّف مرقّي البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة، وضمان إيفائها الدائم بالتزاماته القانونية والتّنظيمية فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات.

في حال حدوث تقصير من قبل المؤسسة المُصْدرة، ينبغي لمرقّي البورصة أن يذكرّها بالتزاماتها ويقدّم لها المشورة اللازمة لتصحيح الوضع.

3- قائمة المرقين في بورصة الجزائر: سبق وأن ذكرنا في شروط تسجيل مرقي البورصة أن البنوك، المؤسسات المالية و الوسطاء في عمليات البورصة الحاصلين على الاعتماد تعتبر كمرقي البورصة، وعلى هذا الأساس نقدم قائمة المرقين المعتمدين في بورصة الجزائر كما يلي:

- بنك الفلاحة و التنمية الريفية (BADR).
- البنك الخارجي الجزائري (BEA).
- البنك الوطني الجزائري (BNA).
- بي أن بي باريبا (BNP PARIBAS).
- القرض الشعبي الجزائري (CPA).
- جرانت ثورنثون (Grant Thornthon).
- أر أم جي للاستشارات (RMG Consulting).
- أرنست يونغ (Ernest & young).

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية الخاصة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لم تختلف القواعد التنظيمية الخاصة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر كثيرا عن باقي التجارب التي درسناها سابقا، وفي هذا المطلب سنتعرف على شروط الإدراج والتداول والتسوية.

الفرع الأول: قواعد قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأوراق المالية

استنادا للنظام رقم 12-01 الصادر في 12 جانفي 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، فإن على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الالتزام بشروط الإدراج التالية:[1]

- أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة شركة ذات أسهم؛
- أن تكون قد أبرمت مع الراعي في البورصة اتفاقية يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة لمدة أدناها سنتان، و يتفق عليها الطرفان، وفي حالة فسخ الاتفاقية يجب تعيين راعيا آخرا.
- أن تكون قد نشرت كشوفها المالية المصادق عليها على السنتين الماليتين الأخيرتين ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك دون المساس بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الطلب العلني للادخار ولا يطلب استيفاء شروط الربحية والرأسمال الأدنى من الشركة التي تطلب قبولها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. غير أن هذه الشروط لا تطبق على الشركة التي تكون قيد التأسيس من خلال الطلب العلني على الادخار.

[1] النظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 41، 2012، بتصرف.

- أن تقوم بفتح رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10%، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.
- أن تقوم بتوزيع سندات رأسمال الشركة الموزعة على الجمهور على عدد أدناه خمسون مساهما، أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.وبمفهوم هذا النظام يتمثل المستثمرون المؤسساتيون في هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين، شركات رأسمال الاستثمار، صناديق الاستثمار والشركات المسيرة للأصول.

أما فيما يخص إجراءات الإدراج في البورصة فيكون وفقا لإجراءين:[1]

1-**الإجراء العادي:** يتعلق بالقيام بعملية التسجيل المباشر للقيم المنقولة في جدول التسعيرة حتى يتم التداول عليها وفقا لشروط التسعيرة المطبقة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك انطلاقا من سعر للإدراج وتصادق عليه شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

يستخدم الإجراء العادي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي كانت سنداتها محل عملية توظيف سابق لدى مستثمرين مؤسساتيين.

2-العرض العلني للبيع (OPV): هو عملية تنطوي على عرض سندات رأس المال للبيع والتي تصدرها الشركات ذات الأسهم وفقا لشروط محددة تتعلق بالكمية والسعر. يمكننا أن نميز بين طريقتين:

[1] بورصة الجزائر، دليل سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الجزائر، ص07، متوفر على الموقع، http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf.

أ-العرض العلني للبيع مقابل سعر ثابت: ينطوي هذا الإجراء على إتاحة كمية من السندات في السوق مقابل سعر للعرض ثابت ونهائي.

ب-العرض العلني للبيع مقابل الحد الأدنى للسعر: يعتبر سعر العرض المفتوح في هذه الحالة هو الحد الأدنى للسعر الذي تقرره الشركة المصدرة للسندات.

الفرع الثاني: قواعد التداول والتسوية

حددت لجنة تنظيم بورصة القيم شروط التداول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القرار رقم 2012/02 والتي نلخصها فيما يلي:

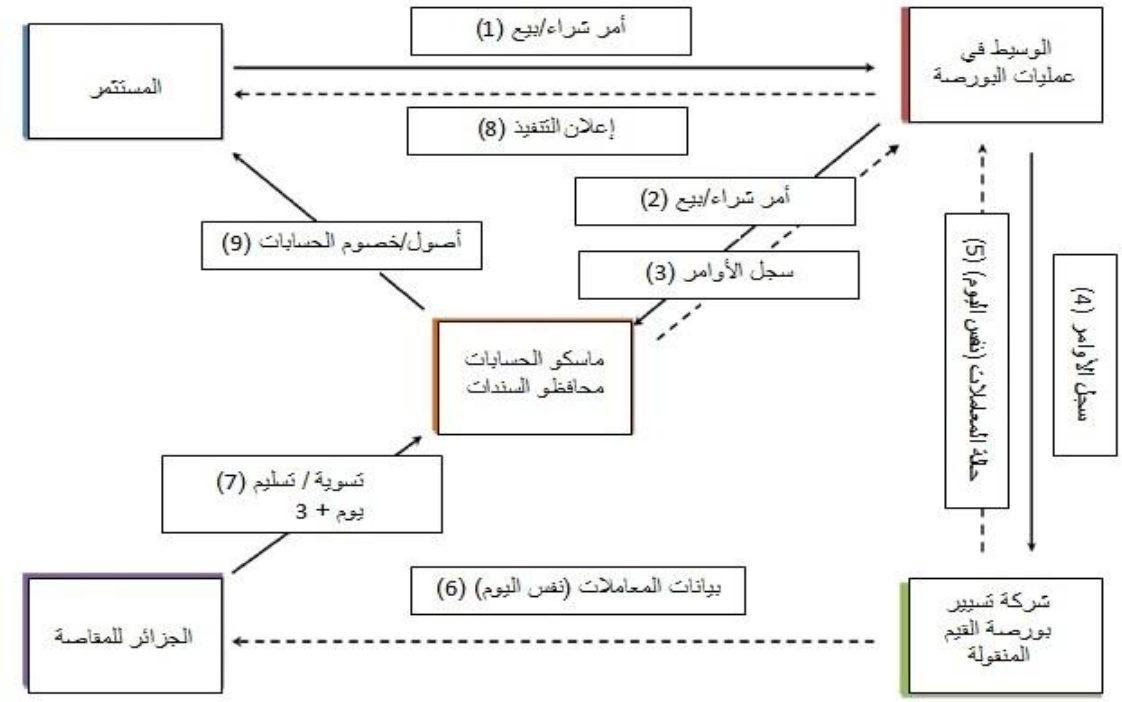
- على الرغم من أن قواعد التداول في السوق الرئيسية قابلة للتطبيق في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه هناك أحكام خاصة بهذه الأخيرة.
- يتم تنفيذ جلسات التداول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في وقت واحد مع السوق الرئيسية، مع تخصيص قاعدة بيانات منفصلة لكلا السوقين.
- الفروق القصوى المطبقة من قبل شركة تسيير بورصة القيم على أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في البورصة محددة بنسبة 10% من أخر سعر مسجل.
- إذا مرت أربع جلسات تداول ولم يتم تسجيل أي تداول للسهم، تقوم شركة تسيير بورصة القيم، بناء على اقتراح من لجنة التداول بفتح فروق قصوى إضافية خاصة ببعض المتغيرات (المستوى والفترة).
- عند انتهاء الاتفاق بين المؤسسة والراعي المعتمد، ومرور أربعة أيام تداول متتالية ولم يتم تجديد الاتفاق أو استبدال الراعي، يتم إيقاف التداول على أسهم المؤسسة على مستوى بورصة الجزائر، إلى أن تعين راع جديد أو تجديد الاتفاق مع الراعي القديم.

- إذا لم تعين المؤسسة راعيا معتمدا بعد مرور ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء الاتفاق، تعرض شركة تسيير بورصة القيم قرار شطبها من سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، لتقوم هذه الأخيرة بالموافقة على القرار أو عدمه وذلك بناءا على بعض المعلومات حول المؤسسة والراعي المعتمد القديم.

أما فيما يخص قواعد التسوية في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهي بدورها مطابقة لقواعد التسوية في السوق الرئيسية.

ولتوضيح كيفية شراء وبيع الأوراق المالية في بورصة الجزائر نقدم الشكل التالي:

الشكل رقم07: كيفية سير عمليات الشراء والبيع في بورصة الجزائ



المصدر: موقع بورصة الجزائر، سير عمل بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/03/23.

المطلب الثالث: دراسة مقارنة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لتوضيح صورة سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالسوق الرئيسية درسنا أوجه التشابه والاختلاف بينها، كما درسنا أيضا أوجه التشابه بين أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتجارب الدولية المدروسة بالإضافة إلى أوجه الاختلاف.

الفرع الأول: دراسة مقارنة بين سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق الرئيسية في الجزائر

باعتبار أن مبدأ السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتمثل في التعامل بالأوراق المالية وباعتبارهما ينتميان إلى نفس السوق فهناك حتما أوجه تشابه وأوجه اختلاف نبرزها في هذا المطلب.

1- أوجه التشابه

بعد أن وضحنا القواعد التنظيمية المتعلقة بالإدراج، التداول والتسوية للسوق الرئيسية لبورصة الجزائر وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استخلصنا أبرز أوجه التشابه والمتمثلة في:

- **الشكل القانوني:** للإدراج في بورصة الجزائر يجب أن تكون المؤسسة شركة ذات أسهم.
- **المصاريف:** لم تفرق الهيئة المشرعة بين المصاريف الواجبة الدفع التي تتكبدها المؤسسات المدرجة سواء في السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- **التحفيزات الجبائية:** تستفيد كل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر من نفس التخفيضات والإعفاءات الضريبية، وذلك لاستقطاب كل أنواع المؤسسات وتنشيط كل من السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- **الإفصاح:** تلتزم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بالإفصاح على معلومات دائمة ودورية.
- **قواعد التداول:** بالرغم من توفر القوانين الخاصة بإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه لم يخصص قوانين للتداول والتسوية، وبالتالي تعتبر تابعة للقوانين المنظمة للسوق الرئيسية.

2- أوجه الاختلاف

نلخص أوجه الاختلاف بين الشروط التنظيمية الخاصة بالسوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجدول التالي:

الجدول رقم 42: أوجه الاختلاف بين الشروط المفروضة في السوق الرئيسية في بورصة الجزائر وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشروط	الشوق الرئيسية	سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
رأس المال الأدنى المدفوع	500,000,000 دج	لا يوجد حدا معينا
نتائج السنة المالية الأخيرة	رابحة	ليست مطلوبة
الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى	%20	%10
الكشوف المالية المصادقة و المنشورة	للسنوات الثلاث الأخيرة على أن تكون نتائج السنة الأخيرة رابحة	للسنتين الأخيرتين ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
هيكل التدقيق المحاسبي	مطلوب	مطلوب + تعيين مرقي البورصة

الداخلي		
عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة	150	50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات

المصدر: دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 09.

الفرع الثاني: دراسة مقارنة بين أسواق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتجارب الدولية المدروسة

بما أن لأسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نفس المبدأ والمتمثل في تمويل هذه المؤسسات وفقا لشروط مخففة فإنه يوجد حتما أوجه تشابه، وبما أن اقتصاديات الدول مختلفة فإنه يوجد أيضا أوجه اختلاف.

1- أوجه التشابه

تستعين الدول عند إنشائها لسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتجارب الدول الناجحة في هذا المجال، فنجد بورصة مصر التي استعانت بقوانين وشروط السوق البديلة للاستثمار (AIM) للندن، وتونس التي استعانت بتجربة فرنسا (ALTERNEXT) وتجربة لندن (AIM)، والجزائر التي استعانت بدورها بتجربة فرنسا.

وعلى هذا الأساس نتجت أوجه تشابه لخصناها فيما يلي:

- **نتائج السنة المالية الأخيرة:** من بين التجارب الدولية التي درسناها، لم تشترط أي دولة ضرورية تحقيق الأرباح للإدراج في سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- **الإفصاح:** تلتزم كل المؤسسات المدرجة في السوق المالي بالإفصاح عن تقاريرها المالية.
- **الراعي المعتمد:** يجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تتعاقد مع راعيا معتمدا.

2- أوجه الاختلاف

نظرا لاختلاف الأوضاع الاقتصادية في الدول، فإن القواعد التنظيمية ووضع سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يختلف، وللإلمام بما تطرقنا له في الفصلين الثاني والثالث، نقدم الآن الجدول التالي الذي يضم أوجه الاختلاف بين الأسواق محل دراستنا :

الجدول رقم 43: أوجه الاختلاف بين أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

	Nilex	السوق البديلة لتونس	Alternext	AIM	Nasdaq OMX	الجزائر
تاريخ الإنشاء	2007	2007	2005	1995	2008	2012
عدد المؤسسات المدرجة في 2015	31	12	200	1044	219	00
رأس المال الأدنى المدفوع	لا يقل عن 1 مليون جنيه	غير محدد	2.5 مليون يورو	غير محدد	غير محدد	غير محدد
الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من	%20	غير محددة	%10	غير محددة	على الأقل %10	%10

رأس المال الأدنى						
الكشوف المالية المصادقة و المنشورة	للسنتين الأخيرتين أو لسنة واحدة + خطط عمل لثلاث سنوات قادمة	تقريرا في تقييم أصول الشركة معدا من قبل خبير محاسب مرسم	لسنتين على الأقل	غير مطلوبة	غير مطلوبة	للسنتين الأخيرتين مع إمكانية إعفاؤها
عدد المساهمين يوم الإدراج في البورصة	100	100 أو 5 مساهمين مؤسساتيين	غير محدد	غير محدد	غير محدد	50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات
التحفيزات الضريبية	لا توجد	-تخفيض ضريبي بنسبة 20% لمدة 5 سنوات -إعفاء القيمة الزائدة المحققة عند الأرباح	لا توجد	لا توجد	لا توجد	تخفيض في الضريبة على الدخل والضريبة على الشركات بمقدار نسبة فتح رأس المال لمدة 5 سنوات
المصاريف	0,012%من قيمة رأسمالها سنويا، ولا تتعدى 570$	مابين 170$ و 1.362$ لكل إصدار جديد	ما بين 11.143$ و 22.286$	ما بين 10.335$ و116.677$	10.028$	0,05 من المبلغ الإسمي المقبول ولا تتعدى 22.714$

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على القواعد التنظيمية للتجارب الدولية المدروسة الخاصة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

خلاصة الفصل:

مرت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بعدة مراحل، حيث عرفت فترات عصيبة وفترات أولت فيها الدولة اهتماما كبيرا لها، ونتيجة ذلك تطور عددها بمرور السنوات إلى أن وصل في سنة 2015 إلى أكثر من 900.000 مؤسسة، لكن يعتبر هذا التطور ضعيفا نظرا للإمكانيات المتوفرة في الجزائر ونظرا للمساعدات التي تقدمها الدولة في هذا المجال، وتجدر الإشارة إلى أن أغلبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة تنشط في قطاع الخدمات وذلك بنسبة 51%، أما تلك التابعة للقطاع العام فقد احتل قطاعي الزراعة والصناعة المرتبتين الأولى والثانية على التوالي، مما يكسب هذه المؤسسات أهميتها التي تظهر عبر مساهمتها في الناتج الداخلي الخام والتي تقدر بـ8.526,58 مليار دينار جزائري وتوفر أزيد من اثنين مليون منصب شغل.

أما فيما يخص بورصة الجزائر فهي لا تزال تعاني من الخمول، على الرغم من أن شروط الإدراج فيها تعتبر مرنة خاصة في ظل التحفيزات الجبائية الممنوحة للمؤسسات المدرجة، حيث بلغ عدد المؤسسات المدرجة فيها 5 مؤسسات في بداية 2016، مما أثر على سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تزال مجرد حبر على ورق بعد مرور أربعة سنوات من إطلاقها، على الرغم من أن قواعدها التنظيمية مشابهة لتلك المطبقة في البورصات الأجنبية وتتلاءم مع طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

الفصل الرابع

دراسة تجارب دولية حول أساليب تفعيل وإرساء سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تمهيد:

عملت أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأجنبية على تطوير نشاطها وزيادة أدائها من خلال وضع خطط واستراتيجيات لمدة معينة والحرص على تطبيقها، كالتجربة المصرية التي تعتبر ناجحة في هذا المجال التي منذ إنشائها سنة 2007 وصل عدد المؤسسات المدرجة فيها إلى 31 مؤسسة، بالإضافة إلى التجربة التونسية التي ازدهرت حتى في ظل الأوضاع السياسية المتدهورة في سنة 2011.

أما الجزائر، وبعد مرور أربعة سنوات عن إنشاء سوق أوراق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لم تشهد هذه الأخيرة أي إدراج من قبل المؤسسات، وهذا راجع إلى عدة أسباب منها أسباب اقتصادية، سياسية، ثقافية بالإضافة إلى أسباب متعلقة بعوامل داخلية للسوق، مما أثر على أداء سوق الأوراق المالية نتيجة فقدان ثقة المستثمرين والمؤسسات فيها وبالتالي أثر على السوق الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وللتوصل إلى الحلول اللازمة لإرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ندرس ما يلي:

- تجارب دولية حول أساليب تفعيل وإرساء سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- معوقات سوق الأوراق المالية الجزائرية.
- اقتراحات لإرساء و تفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: دراسة تجارب دولية حول أساليب تفعيل وإرساء سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نجحت بعض البورصات الأجنبية في مجال أسواق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعد أن وضعت إستراتيجيات لتفعيل السوق الرئيسية أولا، ومن بين هذه الأسواق نجد بورصة مصر، بورصة تونس وبورصة باريس، أما فيما يخص استراتيجيات إرساء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة درسنا حالة بورصة الدار البيضاء التي لا تملك بعد سوقا بديلة ولكن يعد مشروعا تعمل البورصة على تحقيقه خلال الخمس السنوات القادمة .

المطلب الأول: التجربة المصرية

تضع البورصة المصرية برنامجا يتضمن عدة استراتيجيات على مستوى سوقها الرئيسية، سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وسوق السندات وتتقيد بإنجازها، وفي هذا المطلب سنعرض هذه الاستراتيجيات ثم ندرس أثرها على بورصة النيل.

الفرع الأول: إستراتيجية بورصة مصر في تفعيل نشاطها

تهتم البورصة المصرية بتطوير أدائها وتفعيل نشاطها من خلال وضع سياسات وإجراءات تمكنها من تجاوز العقبات التي تعيق نشاطها، ومن أهم إنجازاتها خلال الآونة الأخيرة إستراتيجية "2014-2017" لاستعادة كفاءة السوق وتفعيلها. والتي نلخص مضمونها في هذا الفرع كما يلي:[1]

المحور الأول: تطوير البنية التشريعية

يهدف هذا المحور إلى تعديل بعض القوانين والقواعد المنظمة لبورصة مصر كما يلي:

[1] البورصة المصرية، دليل إستراتيجية البورصة المصرية 2014-2017، مصر، من ص 07 إلى ص 16، بتصرف.

- ضرورة تعديل قانون سوق المال 95 الصادر سنة 1992 للتخلص من المعوقات ومواكبة التطورات الحادثة في أسوق المال الأخرى.
- إعادة هيكلة منظومة القيد والإفصاح من الناحية التشريعية والتنظيمية بناءا على التجارب الدولية الناجحة، على أن يشمل ذلك زيادة في مساحة تطبيق حوكمة الشركات.
- تطوير آلية لفض المنازعات وتجنب آليات التقاضي المعتادة من خلال تبني آلية خاصة بسوق المال.

المحور الثاني: تطوير السوق وتحديث بيئة التداول

يهدف هذا المحور إلى تطوير الأدوات والآليات المالية من أجل تطوير منظومة التداول:

- تفعيل القواعد المنظمة لصناديق المؤشرات من خلال التعاون والتنسيق بين أطراف السوق المختلفة، والقواعد المنظمة لعمل صكوك التمويل لتشجيع المستثمرين على إصدارها وتوفير أداة جديدة للتمويل.
- إطلاق بورصة العقود* من خلال التحالف مع إحدى البورصات التي تملك المعرفة في هذا الشأن، وتطوير سوق الصفقات (سوق خارج المقصورة) وسوق السندات.

تحديث منظومة الرقابة على التداول من خلال تطوير القدرات التكنولوجية والبشرية اللازمة، وتطوير منظومة التسوية من خلال البحث على أفضل النظم التي تساعد في تحقيق أكبر قدر من الفائدة.

- إعادة تقسيم السوق إلى سوقا للأسهم الأكثر شاطا وسوقا للأقل نشاطا وإضافة سوقا انتقاليا للأسهم غير المستوفاة لشروط القيد.

* بورصة العقود: أو سوق العقود، فهي سوق يتم فيها تداول العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

المحور الثالث: تعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية

لتعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية يتم العمل على المحاور التالية:

- تطوير سوق الصفقات وتشجيع المستثمرين على تأسيس الشركات من خلال طرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام.
- مساهمة البورصة في تمويل المشروعات القومية التي تتزامن مع خطط إعادة إحياء الاقتصاد المصري، والمساهمة في تمويل السندات الحكومية من خلال تطوير سوق السندات وزيادة السيولة فيها.
- تطوير المسئولية المجتمعية لدى الشركات من خلال إنشاء صندوق تشارك فيه الشركات المقيدة في البورصة للقيام بأعمال مجتمعية.

المحور الرابع: الترويج والتوعية المجتمعية

تحتوي البورصة المصرية على جناح الترويج للسوق تسعى من خلاله إلى:

- استئناف حملات الترويج الخارجية من خلال التنسيق بين بنوك الاستثمار المحلية والشركات المقيدة تحت رعاية البورصة المصرية لإعادة جدب المستثمرين الأجانب والمؤسسات إلى السوق.
- إعداد حملات ترويج داخلية لتغيير الصورة الذهنية للمجتمع المصري حول البورصة.
- إطلاق مركزا لعلاقات المستثمرين لتحسين عملية التواصل بين إدارة البورصة والمستثمرين.
- تفعيل نظام FIX (يستخدم في تبادل الرسائل المالية على مستوى سوق المال بين الجهات المختلفة) لضم أكبر عدد من شركات الوساطة واستخدامه مع البورصات الخارجية.

المحور الخامس: تطوير البنية المعلوماتية و التكنولوجية

لضمان الحفاظ على التقدم التكنولوجي يجب على البورصة المصرية أن تركز على:

- تحديث الأنظمة المتعلقة بعملية التداول لتحسين كفاءة الاستثمار في البورصة.
- تطوير عملية الإتاحة المعلوماتية وتطوير مؤشرات جديدة في السوق.

المحور السادس: تعميق مكانة البورصة المصرية على المستوى الدولي

لتحسين صورة البورصة المصرية أمام المجتمع الدولي فهي تسعى إلى:

- تفعيل دور مصر في المنظمات الإقليمية والعالمية نظرا لكونها تحظى بالعضوية في العديد منها من خلال تخطيط استخدام تلك العضوية في تعزيز مكانة البورصة على المستوى الإقليمي.
- السعي وراء تحقيق القيد المزدوج مع البورصات الإقليمية لجدب المزيد من الاستثمارات.
- تشجيع المؤسسات المالية على إصدار أدوات مالية لزيادة الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة في السوق المصري.

الفرع الثاني: إسهامات بورصة النيل في تفعيل نشاطها

شملت الإستراتيجية المتبعة من قبل البورصة المصرية بورصة النيل أيضا حيث تطبق عليها معظم الاستراتيجيات الملائمة لنشاطها كالاستراتيجيات المتعلقة بالقواعد التنظيمية، التداول، الترويج التطوير التكنولوجي و كذا تعميق مكانة البورصة على المستوى المحلي. ومن إسهامات بورصة النيل في تفعيل نشاطها نذكر:

-نظرا لنشاط هذه السوق وتضاعف كمية التداول في سنة 2012، قررت بورصة النيل برفع ساعات التداول إلى أربع ساعات عوضا من ساعتين، مما أدى إلى ارتفاع كميات التداول إلى ثلاثة أضعاف في سنة 2013 مقارنة بسنة 2011 .

-عقد ورشات عمل مع شركات تكنولوجيا المعلومات ورجال الأعمال والشركات الصغيرة والمتوسطة للتمكن من استقطابهم من خلال عرض فرص التمويل المتاحة للشركات المقيدة وتعريفهم بمزايا بورصة النيل.

-القيام بدراسات خاصة بالسوق من أجل الاحتكاك بالمتعاملين فيها، فحسب دراسة استقصائية قامت بها إدارة بورصة النيل سنة 2013 تهدف فيها للتعرف على احتياجات أطراف السوق المختلفة لقياس مدى نجاح عملية التطوير، والتي شملت ممثلين عن الشركات المقيدة ببورصة النيل والرعاة المعتمدين فيها، فقد استخرجت إيجابيات وسلبيات بورصة النيل كما يلي: [1]

1-إيجابيات بورصة النيل: وتتمثل في النقاط التالية:

- بورصة النيل كوسيلة هي الأفضل لزيادة فرص نمو الشركة عن طريق زيادات رأس المال حيث يرى 90% من العينة أن زيادة رأس المال عن طريق القيد ببورصة النيل يتم بإجراءات أسرع من الاقتراض من البنوك.
- يرى جميع المشاركين أن نظام التداول الحالي و زيادة ساعات التداول تعد من أهم إيجابيات بورصة النيل، فهو يماثل النظام المستخدم في السوق الرئيسي ويعمل على زيادة نشاط السوق بشكل ملحوظ بما يعود بالنفع على الشركات المقيدة ببورصة النيل.

[1] موقع بورصة النيل، نتيجة الاستقصاء لبورصة النيل 2013،
http://nilex.egyptse.com/ar/download/pdf/NILEXSurveyResult.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2015/11/16، ص ص 4-5.

- الدعم المقدم من هيئة تنمية صناعة تكنولوجيا المعلومات "لشركات تكنولوجيا المعلومات" وجهات أخرى يعد عنصر تحفيز ذا جدوى مرتفعة، فالعديد من المشاركين بالعينة يرون أن مبادرة هيئة تنمية صناعة تكنولوجيا المعلومات في عام 2012 والخاصة بدعم قيد الشركات التابعة لها بحيث تتحمل ITIDA نسبة كبيرة من مصاريف الراعي المعتمد. هي واحدة من أهم المبادرات والأحداث التي أظهرت وعي وبُعد نظر من إدارة ITIDA لمصلحة الشركات التابعة لها.

2-سلبيات بورصة النيل: تشمل النقاط التالية:

- أوضح نحو 40% من عينة الاستقصاء أن عدم وجود حوافز للقيد ببورصة النيل وأهمها إعفاء ضريبي أو امتيازات ضريبية بعد من أبرز السلبيات التي تعوق نمو شريحة الشركات المقيدة ببورصة النيل.
- ويرى قرابة 70% من العينة أن أبرز السلبيات هو كثرة عدد المستندات المطلوبة من الشركات المستهدفة فيما يخص القيد وطوال فترة دراسة المستندات فضلا عن زيادة رسوم القيد و مصاريف الحفظ المركزي بما يمثل عامل طرد للشركات المستهدفة طبقا لما أوضحته نتائج الاستقصاء.

الفرع الثالث: أثر إستراتيجية البورصة المصرية على بورصة النيل

على الرغم من أن مدة الإستراتيجية التي وضعتها البورصة المصرية (2014-2017) لاستعادة كفاءة السوق وتفعيلها لم تنتهي بعد، إلا أنها عادت بالعديد من الإيجابيات على البورصة المصرية بصفة عامة وبورصة النيل بصفة خاصة، وهذا دليل على حرص البورصة المصرية على تنفيذ هذه الإستراتيجية ومثابرتها من أجل تطوير أدائها.

وفي نفس السياق نذكر أهم التغيرات التي حدثت في إطار هذه الإستراتيجية:

- تخفيض مستندات القيد.
- توقيع مذكرات تفاهم واتفاقيات لرفع قدرات الشركات ودعمها بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تدشين مؤشر النيل في جانفي 2014.
- إطلاق مؤشر البورصة المصرية متساوي الأوزان EGX50 EW في أوت 2015 بعد أن تم إنشاؤه على أساس 1.000 نقطة في جوان 2013، وهو مؤشر يقيس أداء أفضل 50 شركة في البورصة المصرية (حسب قيمة التداول).
- إطلاق نظام الإفصاح الإلكتروني والذي يعتبر نظاما متفقا عليه عالميا لتعزيز الشفافية وتسهيل الحصول على المعلومات والقوائم المالية لكل من المستثمرين والمتدخلين في السوق.
- إطلاق نماذج الاتصال الفعال مع أطراف السوق ضمن مبادرة الأمم المتحدة لاستدامة البورصات (UN–SSE)، والتي تتضمن آليات لدعم وتحفيز استدامة أسواق أوراق المال لتحقيق التنمية المستدامة.
- وضع قواعد تحكيم البورصة لتسوية المنازعات من أجل تفادي آليات التقاضي والاعتماد على أول دفعة من المحكمين والخبراء لتسوية المنازعات.
- إصدار قواعد جديدة معدلة لقانون السوق والمتمثلة في قواعد قيد الشركات، معايير الملاءة المالية لدى صانعي السوق، شهادات الاستثمار، قواعد وضوابط وإجراءات تعامل شركات السمسرة في الأوراق المالية وشركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق

المالية، تنظيم مزاولة شركات السمسرة في الأوراق المالية وقواعد تنظيم التراخيص لنشاط السمسرة في الأوراق المالية.

ولإبراز مدى تأثر بورصة النيل بأساليب التفعيل المتبعة فقد استعدنا المعلومات الخاصة بأداء بورصة النيل المذكورة في الجدول رقم (05):

الجدول رقم44: أداء بورصة النيل خلال الفترة 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الشركات المقيدة في بورصة النيل	19	22	24	33	31
كمية التداول في بورصة النيل	30,90	81,20	253,80	262,60	375,50
قيمة التداول في بورصة النيل (مليون جنيه)	191,40	246,80	747,80	784,20	617,40
رأس المال السوقي في نهاية العام لبورصة النيل (مليار جنيه)	1,00	1,00	1,40	1,10	1,00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاستعانة بالجدول رقم 05 الخاص بتطور البورصة المصرية خلال الفترة 2011-2015.

انعكست الإصلاحات التي قامت بها البورصة المصرية بالإيجاب على بورصة النيل، وأبرز دليل عن ذلك هو إدراج تسعة مؤسسات صغيرة و متوسطة في أول سنة من تطبيق إستراتيجية التفعيل (2014)، وهو ارتفاع غير مسبوق حيث كان عدد المؤسسات يرتفع كل سنة بإدراج مؤسستين أو ثلاثة مؤسسات على الأكثر، وهذا راجع إلى تخفيض مستندات القيد والجهود المبذولة من قبل البورصة لجدب واستقطاب المؤسسات، لكن على الرغم من ذلك رسملة السوق لم ترتفع كثيرا نظرا لصغر حجم رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالتالي صغر القيمة السوقية للأسهم.

أما كمية التداول فقد ارتفعت بثلاثة أضعاف في سنة 2013 مقارنة بالسنوات السابقة نظرا لإضافة ساعتين للتداول لتصبح أربع ساعات إجمالا، مما أدى إلى ارتفاع قيمة التداول إلى 747,80 مليون جنية مقابل 246,80 مليون جنيه في سنة 2012، لكن لم يستمر هذا الارتفاع، حيث انخفضت قيمة التداول في سنة 2015 إلى 617,40 مليون جنيه.

المطلب الثاني: التجربة التونسية

نظرا لتدهور الاقتصاد جراء الظروف السياسية التي عاشتها الدولة التونسية سنة 2010، ونظرا لصعوبة التمويل البنكي خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، استغلت البورصة التونسية الفرصة للنهوض بالسوق المالي من خلال وضع إستراتيجية تنموية متوسطة الأجل لزيادة كفاءتها وتفعيل سوقها، وهذا ما سنبرزه في هذا المطلب بالإضافة إلى دراسة أثر هذه الإستراتيجية على السوق البديلة.

الفرع الأول: إستراتيجية البورصة التونسية في تفعيل أدائها

وضعت البورصة التونسية خلال الفترة 2010-2013 إستراتيجية تضمنت خمسة محاور كما يلي:

- **المحور الأول:** تعميم نشر الثقافة المالية.
- **المحور الثاني:** إثراء عملية الإدراج في البورصة من قبل شركات مؤهلة جديدة.
- **المحور الثالث:** تطوير سوق الدين.
- **المحور الرابع:** تطوير نظام المعلومات والاستمرار في تحديث البورصة.
- **المحور الخامس:** تحسين مهارات العاملين في السوق.

كما تم إطلاق في سبتمبر 2012 برنامج تنمية الثقافة البورصية الموجه للطلبة، المتدخلين في السوق والشركات، حيث تضمن ثلاثة محاور:

- تنظيم صالون البورصة والخدمات المالية.
- وضع بوابة تعليمية على الانترنيت تحتوي على أدوات بيداغيوجية للتعليم السريع.
- تنظيم تحدي بورصي بيداغوجي.

وفي ظل هذه الاستراتيجيات قامت البورصة التونسية بما يلي:

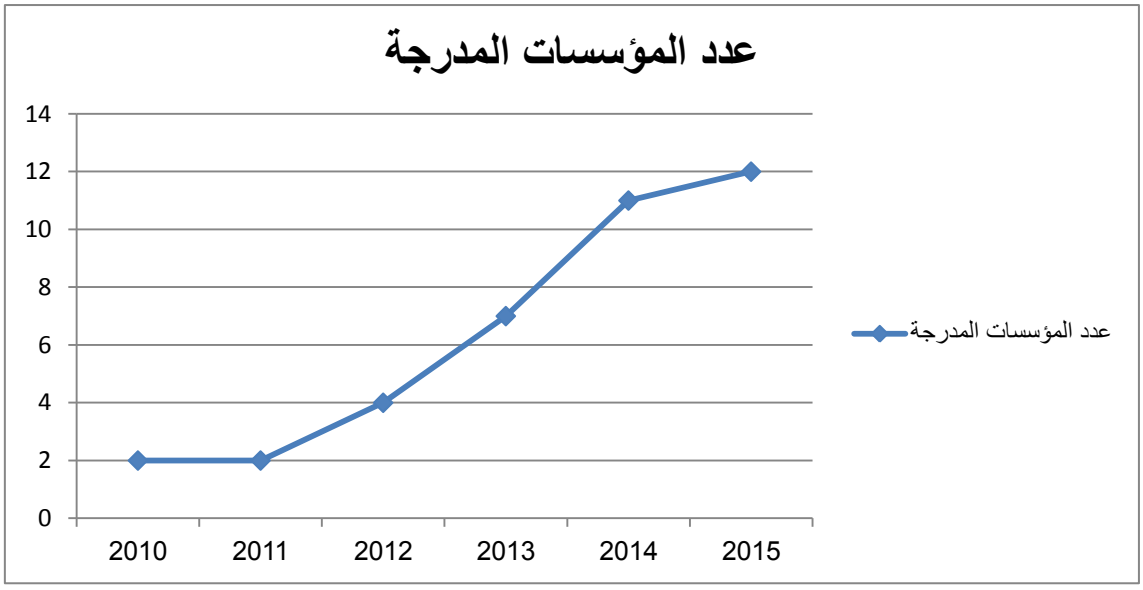
- المشاركة في إنشاء جمعية البورصات الإفريقية الفرونكوفونية في 05 أفريل 2011 برفقة بورصة الدار البيضاء والبورصة الكمرونية، ثم انضمت إليها بورصة القيم المنقولة لإفريقيا الغربية والجزائر، وتهدف هذه الجمعية إلى دعم البورصات الإفريقية.
- المشاركة في الصالونات للاحتكاك بأصحاب الشركات والمستثمرين الذين يرغبون في معرفة مزايا التمويل عن طريق السوق وفرص الاستثمار المتوفرة بالبورصة.
- تعزيز علاقاتها على المستوى الوطني والدولي من خلال تنظيم لقاءات مع الأحزاب السياسية نظرا لحالة الوطن في تلك الفترة، بالإضافة إلى إبرام مذكرات تفاهم مع بورصة اسطنبول وبورصة الجزائر، المغرب والبورصة الإقليمية للاتحاد الاقتصادي والمالي لغرب إفريقيا.
- إطلاق مؤشر tunidex20 في 02 جانفي 2012 لأكبر 20 رسملة سوقية للشركات المدرجة.

- اطلاق مسابقة للتداول الافتراضي على الأسهم تحت اسم "ماي أنفستيا" بهدف تعليم المشاركين تقنيات ومبادئ الاستثمار في البورصة والتصرف في محافظ الأوراق المالية.
- إقامة حملات إشهارية لفائدة الشركات حديثة الإدراج من خلال تنظيم احتفالات بمناسبة انطلاق عمليات التداول على أسهم هذه الشركات.
- إطلاق مشروع تحديث نظام التداول الالكتروني "UTPH–Hybrid" وهو يسمح بتداول أدوات مالية جديدة لمواكبة تطور السوق ودعم الساحة المالية التونسية. وعلى هذا الأساس وقعت البورصة التونسية مذكرة تفاهم مع بورصة يورونكست لاقتناء النسخة الجديدة لنظام التداول الالكتروني "UTP–Hybrid".

الفرع الثاني: أثر الإستراتيجية على أداء السوق البديلة

لم تشهد السوق البديلة لتونس أي إدراج للمؤسسات إلا بعد مرور سنتين عن إنشائها، أي في سنة 2009 أين تم إدراج مؤسسة سرفيكوم، ولتحريك نشاط البورصة وجدب المؤسسات عملت السوق البديلة على إجراء إصلاحات من خلال تطبيق محاور استراتيجية 2010–2013 سابقة الذكر، مما أثر على عدد المؤسسات المدرجة فيها الذي نوضحه في الشكل التالي:

الشكل رقم08: عدد المؤسسات المدرجة في السوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015

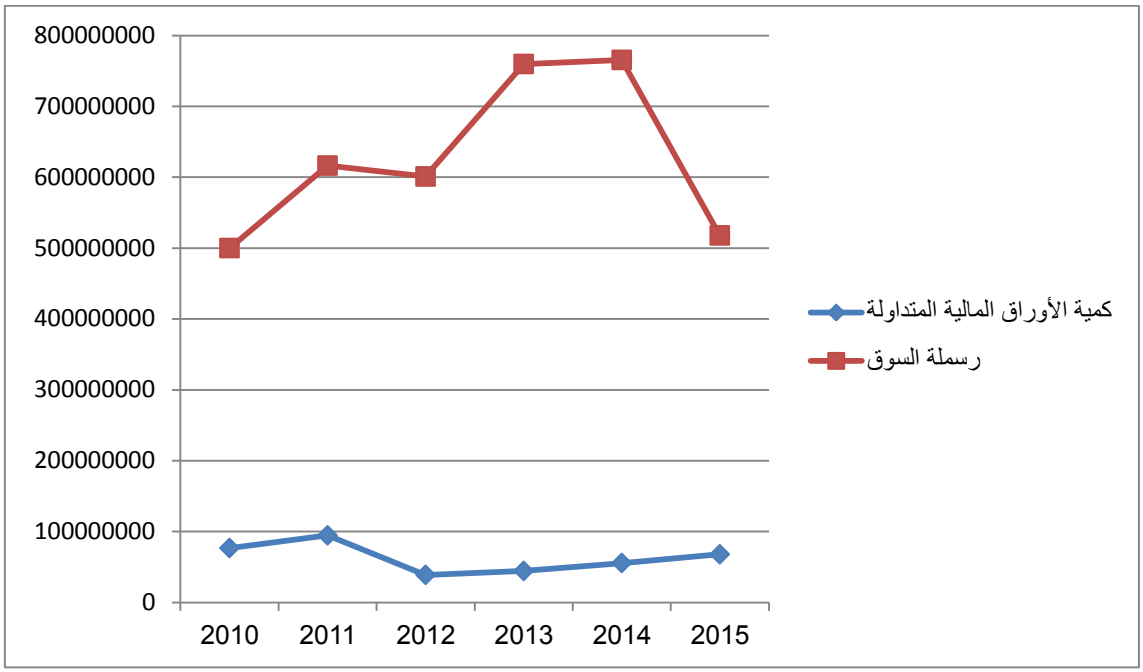


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم 14.

حصدت السوق البديلة ثمار جهدها بعد مرور عامين من تطبيق الإستراتيجية، وذلك بانضمام مؤسستين في سنة 2012 ثم ثلاثة مؤسسات في سنة 2013 ثم أربعة مؤسسات في سنة 2014، وأخيرا مؤسسة واحدة في سنة 2015، ليصبح عددها الإجمالي إثنتا عشرة مؤسسة وهو ارتفاع مقبول كبداية للسوق البديلة خاصة أنه عدم إقبال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى سوق الأوراق المالية لا يرجع فقط إلى السوق البديلة وإنما إلى طبيعة هذه المؤسسات التي عادة ما تدار من قبل مالكها مما يؤثر على استراتيجيتها والقرارات المتخذة.

وللتعرف على مدى تأثر نشاط السوق البديلة بعد الإصلاحات التي قامت بها نقدم الشكل التالي:

الشكل رقم09: رسملة السوق وكمية الأوراق المالية المتداولة للسوق البديلة لتونس خلال الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدولين 14 و15.

لم تتأثر السوق البديلة بالإصلاحات التي قامت بها جراء تطبيق استراتيجية 2010-2013، وهذا يظهر من خلال انخفاض كمية الأوراق المالية المتداولة في سنة 2011 نتيجة انخفاض كمية الأسهم المتداولة لمؤسسة قرطاج للاسمنت، مما أثر على الرسملة السوقية التي انخفظت بدورها في نفس السنة لترجع وترتفع في سنتي 2012-2013 نتيجة ارتفاع قيمة وكمية الأوراق المالية المتداولة جراء دخول مؤسسات جديدة إلى السوق البديلة، ثم انخفضت في سنة 2015 التي عرفت تراجعا في مختلف الموازين نتيجة تراجع قيمة الأوراق المالية المتداولة وهذا راجع إلى عدة أسباب متعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة، وذلك بسبب ضعف هذه المؤسسات من الناحية المالية والإدارية، وأسباب متعلقة بالسوق البديلة من جهة أخرى التي لم تتمكن من المواصلة في

تطوير أدائها خاصة أن طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتطلب معاملة خاصة للتمكن من التقرب منها وتوجيهها إلى المسار الصحيح.

وفي الأخير، يمكن القول أن البورصة التونسية بذلت جهدا معتبرا لتفعيل نشاطها من خلال تطبيق إستراتيجية 2010-2013، ومن ثمار جهدها تم إدراج عددا معتبرا من المؤسسات، لكنها لم تتمكن من تحقيق النتائج المتوقعة والمحافظة على درجة النشاط نظرا لتوفر بعض النقائص في إستراتيجيتها والمتعلقة بمراقبة المؤسسات المدرجة.

المطلب الثالث: التجربة الفرنسية

خلفت الأزمة المالية لسنة 2008 أثارا سلبية على السوق المالي الأوروبي بما فيها سوق يورونكست، حيث أدت إلى انخفاض السيولة وتدبدب قيمة الأوراق المالية المتداولة وارتفاع درجة المخاطرة، مما جعلها تخطط لإستراتيجيات للنهوض من هذه الأزمة بأقل خسائر.

الفرع الأول: استراتيجية سوق ألترنيكست في تفعيل نشاطها

في إطار إصلاح السوق وإنعاشه وضعت سوق يورونكست إستراتيجية سنة 2009 تسعى فيها إلى استقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر 3 محاور والمتمثلة في :[1]

- **المحور الأول:** تكييف القواعد التشريعية والتنظيمية حسب تخصصات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة، بما في ذلك إطلاق "قانون الأعمال الصغيرة" من قانون سوق الأوراق المالية الأوروبية، والأحكام المتعلقة بإدخال إجراء التحويل من سوق

[1]Gérard Rameix, Thierry Giami, Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier, Ministère de l'économie des finances et de l'industrie, Novembre 2011,p 13.

ألترنيكست إلى السوق الرئيسية يورونكست، وتطوير التحليل المالي وزيادة السيولة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة.

- **المحور الثاني:** تعزيز وجود مؤسسات استثمارية، بما في ذلك صندوق الودائع الذي يستثمر 100 مليون يورو إضافية في هذه الأسواق.
- **المحور الثالث:** توفير المعلومات ودعم أصحاب المشاريع من خلال الفرص المقدمة من طرف سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وفي ظل هذه الإصلاحات شهدت سوق يورونكست إصلاحات عديدة في سنة 2010 والمتمثلة في:

- اتخاذ قرار إنشاء هيئات في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تهتم بمراقبة تمويل هذه المؤسسات عن طريق السوق بالإضافة إلى نشر التقارير السنوية، ومن هذه الهيئات تم إنشاء جمعية خاصة بالمعتمدين في البورصة "ALIST" في ماي 2010 وهي جمعية تلم مجموعة من المعتمدين في البورصة تعمل على توضيح دور والتزامات أعضائها قصد تحسين الخدمة المقدمة للمصدرين.
- إطلاق الاكتتاب الخاص للسندات (EPPB) في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة Alternext، مما يسمح للمؤسسات المدرجة أو غير المدرجة في البورصة للحصول على التمويل عن طريق السندات.

لكن في نفس هذه الفترة اتخذت سوق يورونكست قرارات تتعارض مع الإستراتيجية الموضوعة، حيث تم تخفيض نفقاتها، رفع أسعار التحويل من سوق يورونكست إلى سوق ألترنكست إلى ما يعادل مصاريف الاكتتاب ورفع أسعار التداول على الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة، مما أدى إلى تفاقم أزمة الثقة وبالتالي انخفاض جاذبية السوق المالي بسبب تدهور الأوضاع الاقتصادية وظلت النتائج أقل بكثير من الأهداف المرجوة.[1]

وفي 23 ماي 2013 تم إطلاق سوقا تابعة لمجموعة يورونكست خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتمثلة في أنترنكست "EnterNext"، تهدف إلى تطوير سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال وضع إجراءات جديدة نتطرق لها في الفرع التالي.

الفرع الثاني: إستراتيجية سوق أنترنكست "EnterNext"

لا تعتبر أنترنكست سوقا جديدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإنما هي تابعة لمجموعة يورونكست، تغطي المقصورتين A و B بالإضافة إلى سوق ألترنكست (نظرا لكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق يورونكست مقسمة على المقصورتين A و B وألترنكست)، وتشمل المؤسسات ذات رسملة سوقية أقل من 1 مليار يورو.

وسعيا لتحقيق هدفها تعمل أنترنكست على تمتين علاقتها مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال ما يلي: [2]

- فتح أربعة مكاتب في ليون، مرسيليا، نانت و بوردو، يحتوي كل مكتب على ثلاثة موظفين يعملون على جدب هذا النوع من المؤسسات من خلال تعزيز دور البورصة وتوضيح مهامها.

[1] Gérard Rameix, Thierry Giami, Opcit, p 14.
[2] Rappot enternext, Enternext au service du financement des PME-ETI, 2015, p p 01-02.

- مرافقة رجال الأعمال في اختيار الحلول المناسبة لتمويل مشاريعهم، ففي سنة 2014 شاركت في 210 فعاليات (مؤتمرات، ندوات...) لشرح فوائد وطريقة سير عمل الأسواق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف القطاعات.
- تعزيز الروابط بين المستثمرين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة من خلال التواصل بانتظام والحفاظ على الصلة، من خلال تنظيم اجتماعات مع المستثمرين في فرنسا وفي الخارج على مدار السنة. كما تم اتخاذ الإجراءين التاليين:
  - تخفيض أسعار التداول للوسطاء الماليين الذين يتداولون على القيم المتوسطة.
  - عقد شراكة مع مؤسسة مورنينغستار (Morningstar)* لتغطية التحليل المالي لـ 220 مؤسسة صغيرة ومتوسطة مدرجة في قطاعات التكنولوجيا ووسائل الإعلام والاتصال.
- توجيه ادخار المستثمرين إلى القيم المتوسطة، حيث شاركت أنترنكست في العديد من المبادرات لتعزيز جاذبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بما في ذلك:
  - دعم إطلاق برنامج الادخار في أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة PEA–PME (PME) ، لتوجيه مدخرات الأسر إلى القيم المتوسطة.
  - إنشاء مؤشرات جديدة "Euronext PEA–PME"، كمؤشر "EnterNext PEA–PME 150" الذي أطلق في 17 نوفمبر 2014، ويتألف من 150 سهما.

* morningstar: هي مؤسسة أمريكية تعمل على تسيير وإدارة الأصول المالية على مستوى أمريكا الشمالية، أوروبا، أستراليا وآسيا.

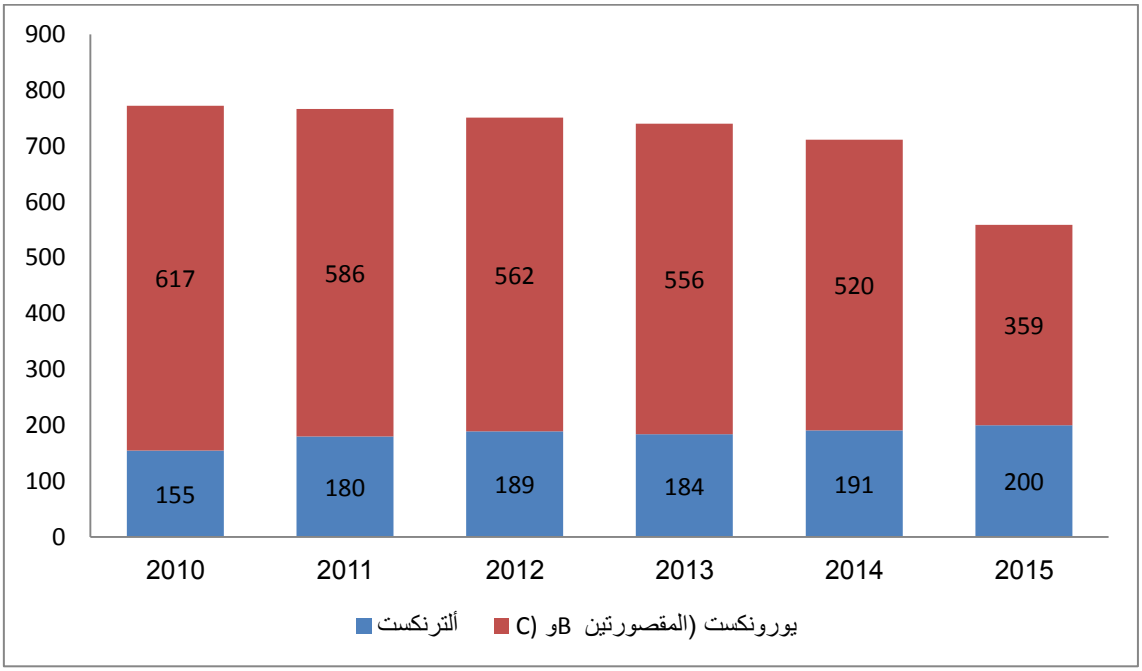
- تنشيط تمويل قطاع التكنولوجيا عن طريق البورصة، من خلال تنظيم مؤتمرا جمع أكثر من 300 ممثل للنظام الإيكولوجي في 17 نوفمبر 2014، حيث أعلنت أنترنكست على العديد من المبادرات لدعم تمويل شركات التكنولوجيا، بما في ذلك:

- تخطيط برنامجا لمرافقة المؤسسات المدرجة التابعة لقطاع التكنولوجيا، من خلال إضافة برنامجا للتحليل المالي، إنشاء موقع خاص بها على شبكة الانترنت وتنظيم فعاليات مستهدفة (ورش عمل، ندوات..)
- إنشاء علامة مخصصة لـ30 –50 من القيم التكنولوجية التي تتمتع بخدمات متميزة (مؤشر مخصص ، نادي ...).

الفرع الثالث: أثر الإستراتيجية على سوق ألترنكست

شهدت سوق ألترنكست خلال الفترة 2010–2015 ارتفاعا مستمرا في كافة الموازين، حيث ارتفع كل من عدد المؤسسات المدرجة، رسملة السوق، قيمة الأوراق المالية المتداولة...، وإن دل هذا على شيء فهو يدل على حرص هذه السوق بصفة خاصة على جدب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وحرص سوق يورونكست بصفة عامة على تطوير نشاطها من خلال تطبيق الإستراتيجيات المذكورة سابقا. ولتوضيح مدى نجاح هذه الاستراتيجيات درسنا تطور حجم السوق من ناحية عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة سواء في سوق ألترنكست أو في سوق يورونكست.

الشكل رقم10: عدد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المدرجة في سوقي ألترنكست ويورونكست خلال الفترة 2010-2015



Source: extrait du:

- Tableau n° 18 ,

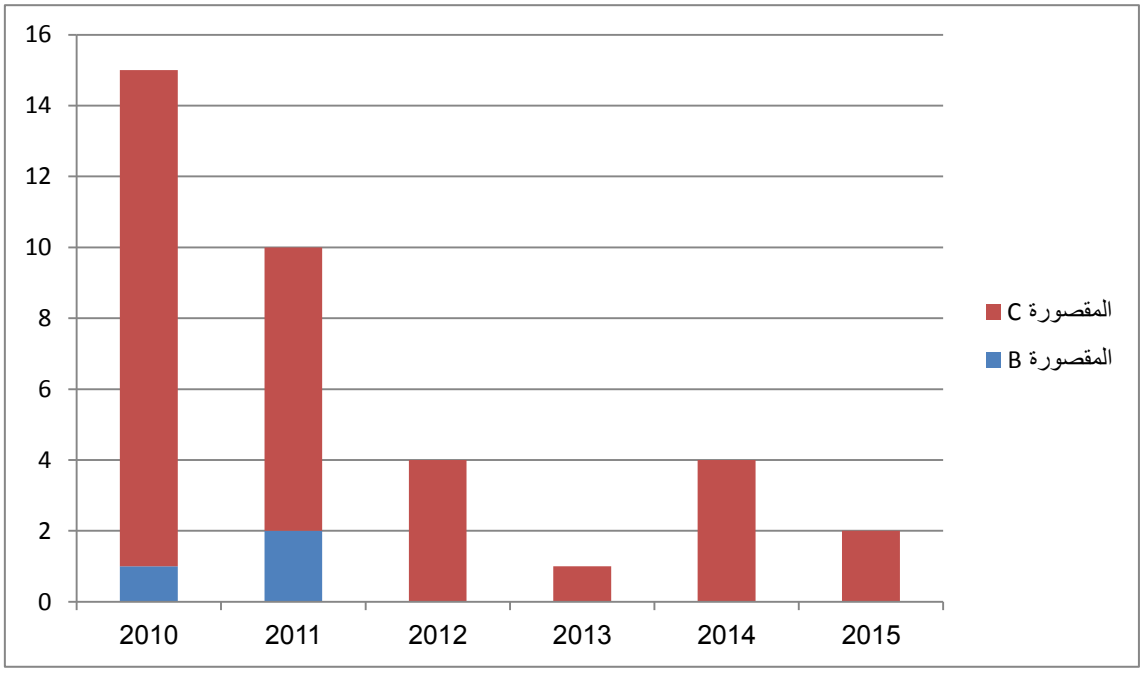
- Rapport annuel 2014 de l'observatoire du financement des entreprises par le marché, Paris, Mai 2015, p 10,

- Tableau de bord 2015 des pme en bourse, disponible sur le site http://www.pme-bourse.fr/tableaux-de-bord.html , consulté le 15/05/2016.

من خلال الرسم البياني أعلاه نلاحظ أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في سوق يورونكست في المقصورتين B و C أكبر بكثير من عدد المؤسسات المدرجة في سوق ألترنكست، لكنه في انخفاض مستمر خلال الفترة 2010-2015 نتيجة لخروج بعض المؤسسات من السوق أو نقل بعضها إلى السوق الرئيسية عند تحقيقها لرسملة سوقية أكبر من 1 مليار يورو، أو نقلها إلى سوق ألترنكست التي شهدت ارتفاعا مستمرا خلال نفس الفترة.

وللتعرف على عدد المؤسسات التي نقلت من سوق يورونكست إلى سوق ألترنكست، نقدم الشكل البياني التالي:

الشكل رقم11: عدد المؤسسات المنقولة من سوق يورونكست إلى سوق ألترنكست خلال الفترة 2010-2015



Source: extrait du:

- Rapport annuel 2014 de l' observatoire du financement des entreprises par le marché, Paris, Mai 2015, p 10.

- Tableau de bord 2015 des pme en bourse, disponible sur le site de http://www.pme-bourse.fr/tableaux-de-bord.html, consulté le 15/05/2016.

يدل انتقال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من سوق يورونكست إلى سوق ألترنكست على مرونة القواعد التنظيمية التي تحكم هذه الأخيرة والتي تلائم خصوصية هذا النوع من المؤسسات، حيث تمثل عدد المؤسسات المنقولة نسبة 20% من عدد المؤسسات المدرجة في سوق ألترنكست.

المطلب الرابع: التجربة المغربية

عرفت بورصة الدار البيضاء تطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة، لذلك ارتأينا أن ندرسها كتجربة لإرساء سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الرغم من أنها لا تملك بعد هذه السوق، لكنها تسعى إلى جدب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أولا، نظرا لكونها مخصصة قسما من سوقها إلى هذا النوع من المؤسسات.

الفرع الأول: تقديم سوق الأوراق المالية للمغرب " بورصة الدار البيضاء"

تعرف سوق الأوراق المالية للمغرب ببورصة الدار البيضاء، تم إنشائها سنة 1929 وشهدت بعد ذلك عدة إصلاحات لمواكبة التطور الاقتصادي للبلاد وتلبية حاجات الفاعلين في السوق، وأهم هذه الإصلاحات كانت سنة 1993 أين تم إعادة هيكلة السوق ووضع قواعد وقوانين جديدة تنظم سير العمل فيها.

تنقسم بورصة الدار البيضاء إلى 3 أسواق (السوق الرئيسية، سوق التطوير وسوق النمو)، وللتعرف على هذه الأسواق نقدم جدولين يحتويان على شروط الإدراج فيها:

الجدول رقم45: الشروط الأساسية للإدراج في بورصة الدار البيضاء

	السوق الرئيسية	سوق التطوير	سوق النمو
حجم الشركات	الشركات الكبرى	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات ذات النمو السريع
رؤوس الأموال الذاتية الدنيا	50 مليون درهم	لم يتم وضع حد أدنى	لم يتم وضع حد أدنى
رقم المعاملات الأدنى	لم يتم وضع حد أدنى	أكثر من 50 مليون درهم	1 مليون درهم
عدد السنوات المالية المصادق عليها	3	2	1
الحسابات الموطدة	نعم (إذا كان للشركة شركات تابعة)	غير إلزامية	غير إلزامية

المصدر: موقع الدار البيضاء، http://www.casablanca-bourse.com/ar/content.aspx?IdLink=159&Cat=5، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/05/03

الجدول رقم46: الشروط الإضافية للإدراج في بورصة الدار البيضاء

	السوق الرئيسي	سوق التطوير	سوق النمو
عدد الأسهم الأدنى اللازم إصدارها	250.000 سهم	100.000 سهم	30.000 سهم
المبلغ الأدنى للإصدار	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 ملايين درهم
إتفاقية التنشيط	غير إلزامية	سنة واحدة	3 سنوات

المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، http://www.casablanca-bourse.com/ar/content.aspx?IdLink=159&Cat=5، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/05/03.

من خلال شروط الإدراج أعلاه نلاحظ أن سوقي التطوير والنمو يسمحان بدخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة لكن هذا لا يعني أنهما يشكلان السوق البديلة أو السوق الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وفي هذا الصدد بلغ عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء سنة "2015" 75 مؤسسة مقسمة على الأسواق الثلاثة كما يلي:

- 42 مؤسسة مدرجة في السوق الرئيسية.
- 21 مؤسسة مدرجة في سوق التطوير.
- 12 مؤسسة مدرجة في سوق النمو.

فإذا اعتمدنا على عدد المؤسسات كمعيار لقياس حجم السوق، نلاحظ أن حتى إجمالي عدد المؤسسات المدرجة في سوقي التطوير والنمو لا يصل إلى عدد المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسية.

وحسب التجارب الدولية التي درسناها سابقا والتي تخصص سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإن عدد المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسية يكون دائما أكبر من عدد المؤسسات المدرجة في السوق البديلة، وهذا على الرغم من كون عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي يفوق بكثير عدد المؤسسات الكبيرة في مختلف اقتصاديات هذه الدول.

الفرع الثاني: إستراتيجية بورصة الدار البيضاء في إرساء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حسب مقابلة شخصية مع المكلفة بالتدريب في بورصة الدار البيضاء، فقد يعتبر إقامة سوقا خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشروعا يمتد إلى الخمس سنوات القادمة، لكن قبل ذلك تركز البورصة على كسب ثقة هذا النوع من المؤسسات من خلال زيادة كفاءة سوقها وإنعاشها وفقا لعدة إستراتيجيات يتمثل أهمها فيما يلي:

- تعزيز أداء ودقة النظام المعلوماتي للبورصة.
- إنعاش البورصة على المستوى الوطني والدولي؛
- تعزيز أعمال المواطنة والمسؤولية الاجتماعية من خلال تحفيز التربية المالية.

ومن ضمن إستراتيجيات إرساء سوقا بديلة في بورصة الدار البيضاء، عقدت هذه الأخيرة اتفاقا مع سوق لندن للأوراق المالية حول برنامج ELITE في أفريل 2016 والذي يستهدف المؤسسات الواعدة والطموحة التي تعاني من مشكل السيولة ويهدف إلى مساعدتها على الحصول على فرص التمويل على المدى الطويل بما فيها التمويل عن طريق فتح رأس المال في البورصة من خلال وضع مستشارين ومؤسسات تعليمية وخبراء تعِين المؤسسات في مسارها التنموي.

تلقى هذا البرنامج نجاحا كبيرا في إيطاليا التي أطلقته سنة 2012 (ما يفسر تعاقد بورصة الدار البيضاء مع سوق لندن للأوراق المالية وليس بورصة إيطاليا هو كون هذه الأخيرة مشتراة من قبل سوق لندن)، فمنذ 3 سنوات من إطلاقه حقق هذا البرنامج ما يلي:[1]

- أكثر من 320 مؤسسة مختارة من بين المؤسسات الأكثر طموحا.
- أكثر من 150 مستشارا ماليا و خبيرا.
- أكثر من 90 مؤسسة استثمارية.

ويساعد برنامج ELITE المؤسسات وفقا لثلاثة مراحل طوال مدة مشاركتها كما يلي:[2]

[1] Bourse de casablanca, brochure Elite, disponible sur le site https://ma.elite-growth.com/sites/default/files/elite_content_page/7/ELITE_MARKET_COM_BROCHURE.pdf, consulté le 24/04/2016.
[2] Bourse De Casablanca, ELITE "Thinking long term", Casablanca, mars 2016, p de 4 a 6, disponible sur le site https://ma.elite-growth.com/sites/default/files/elite_content_page/7/ELITE_ENTREPRISES_Presentation_Entreprises.pdf
.

المرحلة الأولى: مرحلة الاستعداد Get ready

أي التدريب لتمكين المديرين والمساهمين من إدارة التغييرات التنظيمية والمالية في أعمالهم بشكل أفضل، للوصول إلى الحل الأنسب لتمويل إستراتيجية النمو. وتكون عمليات التدريب في المجالات التالية:

- استراتيجيات نمو المؤسسة؛
- الحوكمة والتنظيم الأمثل للمؤسسة؛
- خطة العمل؛
- أساليب تقييم المؤسسة؛
- مزايا وعيوب مصادر التمويل المختلفة؛
- تقديم الأسهم *Equity story.

المرحلة الثانية: مرحلة التجهيز Get Fit

في هذه المرحلة، يتعين على الشركات تقييم الثغرات في النظم التنظيمية والمالية للمؤسسة، وتقديم كل ما يلزم من تدابير لجدب المستثمرين. وكل النصائح المقدمة تساعد المؤسسات على العمل على رفع رأسمالها والسعي وراء النمو، وتتم هذه المرحلة عن طريق:

- إدخال التغييرات المحتملة في الإطار التنظيمي للمؤسسة؛
- المساعدة على ترسيخ ممارسات التواصل الاجتماعي والمالي للمؤسسة؛
- دعم تطوير خطة العمل وعرض تاريخ الأسهم أو نمو المؤسسة.

* equity story : أي تقديم رؤية و أهداف المؤسسة، وهي استراتيجية تتبعها المؤسسات لجدب المستثمرين.

المرحلة الثالثة: مرحلة الحصول على النتائج Get Value

بمجرد قبول المؤسسة ضمن برنامج Elite تتمكن المؤسسة من الوصول إلى العديد من المزايا والفرص والتي تتمثل في:

- وضوح الرؤية في مجتمع المال والأعمال على المستوى الوطني والدولي؛
- مطابقة الأعمال مع مؤسسات ELITE الأخرى؛
- إمكانية التسجيل في الموقع الالكتروني الخاص بالبرنامج والوصول إلى المستشارين، ذوي الخبرة، المؤسسات والمستثمرين؛
- الحصول على فرص التمويل (أسواق رأس المال، وشركات الأسهم الخاصة ورأس المال المخاطر).

المبحث الثاني: المعوقات المعرقلة لنشاط سوق الأوراق المالية الجزائرية

تعتبر بورصة الجزائر شبه ميتة على الرغم من المجهودات التي بدلتها في الآونة الأخيرة، وهذا راجع إلى عدة أسباب قسمناها في دراستنا إلى أسباب خارجة عن سيطرة بورصة الجزائر والمتمثلة في المعوقات الاقتصادية، السياسية والثقافية، وأخرى داخلية يمكن أن تتحكم فيها كالمعوقات القانونية والتنظيمية، المعوقات المتعلقة بالوسطاء والعمال، كما أبرزنا أيضا المعوقات التي تعرقل نشاط سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: المعوقات الخارجية لسوق الأوراق المالية الجزائرية

لا يمكن تحميل مسؤولية تخلف بورصة الجزائر لها لوحدها، وإنما هناك عوامل أخرى خارجة عن سيطرتها تؤثر على نشاطها ولا تمكنها من التوجه نحو الأمام طالما لا تزال موجودة، وفي هذا المطلب سنبرز هذه المعوقات.

الفرع الأول:المعوقات الاقتصادية

تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للاقتصاد، فإذا كان الاقتصاد سليما ونشيطا فقد ينعكس ذلك على هذه السوق، وفيما يلي أهم الأسباب التي أثرت على نشاط بورصة الجزائر:

1- السوق الموازية

عندما نتكلم على السوق الموازية التي تؤثر على نشاط البورصة في الجزائر، لا نقصد السوق التي يتم فيها إدراج المؤسسات التي لم تكتمل بعد الشروط اللازمة للإدراج في السوق الرئيسية، وإنما نقصد الاقتصاد الموازي أين تنتشر النشاطات التي لا تخضع لمراقبة الدولة والعمل بصفة غير رسمية للتهرب من الضرائب والحصول على الربح السريع.

تكون السوق الموازية في شكل أعمال غير مشروعة كالتجارة في الممنوعات والتهريب أو أعمال مشروعة غير مصرح بها لتفادي دفع الضرائب، وبما أنها تأخذ مكانة كبيرة في الجزائر فهي تؤثر على سوق الأوراق المالية نظرا لكون هذه الأخيرة تعمل على أساس الشفافية والإفصاح.

2-انخفاض قيمة النقود

عرفت الجزائر في الآونة الأخيرة انخفاضا مستمرا في قيمة العملة، وحسب الخبير الاقتصادي عبد الرحمن عية الذي وضح في جريدة الخبر أن العوامل الداخلية تعود أساسا إلى سياسة بنك الجزائر الذي يكرس تخفيض قيمة الدينار، فبعدما كان 1 دولار يساوي 79 دينارا في جويلية 2014، أصبح في مارس 2015 يعادل 95 دينارا في الأسواق الرسمية، ويهدف بنك الجزائر، من خلال عدم السماح لقيمة الدينار بالارتفاع موازاة مع ارتفاع الدولار، مقابل الإبقاء عليها مساوية للأورو الذي سجل تراجعا كبيرا، إلى تقليص العمليات الاستيرادية من حيث الحجم والقيمة، في ظل مخاوف استمرار تراجع المداخيل بالعملة الصعبة، نتيجة لعدم تجاوز متوسط سعر برميل البترول 50 دولارا في بداية هذه السنة، ومن ثمّ الحدّ من استنزاف احتياطي الصرف الذي قد لا يمكن له أن يغطي أزيد من 3 سنوات من الاستيراد .[1]

والسبب وراء تجنب سوق الأوراق المالية في حالة انخفاض قيمة النقود هو تجنب الاستثمار بصفة عامة نظرا لانخفاض القوة الشرائية للنقود التي تؤدي إلى زيادة النفقات وانخفاض قيمة العوائد.

3- الخوصصة

وهي تحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص جزئيا أو كليا بهدف تنشيط الاقتصاد وزيادة الإنتاجية، وفي ظل التنمية الاقتصادية في الجزائر وفتح المجال أمام اقتصاد السوق تم وضع نصوصا تشريعية ابتداءا من سنة 1994 تنظم عملية الخوصصة، لكن فشلت هذه السياسة على خلاف العديد من الدول التي اتبعتها.

[1] حفيظ صواليلي، سياسة بنك الجزائر تكرس تخفيض قيمة الدينار، http://www.elkhabar.com/press/article/11627/#sthash.EkX242eS.dpbs، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/04/03.

ويمكن تلخيص المعوقات الخاصة بالمؤسسات القابلة للخوصصة في الجزائر فيما يلي:[1]

- تعاظم القطاعات العمومية: إن المؤسسات العمومية عامل جذب لطالبي الشغل، وبالفعل فإن الدخول إلى مناصب العمل في هذه المؤسسات يعطي نوعا من تأمين الشغل، مما يؤدي إلى ارتفاع في التعداد، الشيء الذي يطرح مشكلة تسيير الموارد البشرية على مستوى المؤسسة.
- أرضية العلاقات ذات الطابع الزبائني: إن الشمول في تسيير الموارد البشرية في المؤسسات العمومية أدى تدريجيا إلى تشكيل شبكات ذات طابع عائلي وسياسي، وأن النمو العام لهذه الشبكات أفرز معارضة لبرامج الخوصصة التي تشكل خطرا محتملا يكشف هذه الشبكات المشكلة ويفضح ممارساتها.
- الوضعية السيئة للمؤسسات التي سوف تخوصص، وتعود هذه الوضعية السيئة إلى ثلاثة أسباب:

- مؤسسات ملتهمة للميزانية، وهذا راجع إلى غياب الاهتمام بالمردودية، وتترجم هذه الوضعية في أعباء استغلال متزايد، وعجز استغلالي دائم، مما يتطلب تدخل الدولة عبر المساهمات المالية المختلفة (إعانات الاستغلال، إعانات التجهيز، ضمانات مالية، السماح بالسحب على المكشوف...)
- غياب الحافز لدى المستثمرين (المقاولين) المحتملين.
- سوء تسيير الموارد البشرية.

[1] رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 283.

الفرع الثاني:المعوقات السياسية والثقافية

تتمثل المعوقات السياسية الثقافية فيما يلي:

1- التأثر بالأوضاع السياسية

يرتبط تطور أداء أسواق الأوراق المالية بالأوضاع السياسية السائدة في البلاد، وخير دليل عن ذلك هو تأثر البلدان العربية التي شهدت ثورات خلال السنوات الأخيرة والتي سميت بالربيع العربي كمصر وتونس، أين لاحظنا تضاؤل إقبال المؤسسات للسوق وانخفاض كمية المعاملات على الأوراق المالية خلال الفترة 2010-2011، ففي ظل وجود اضطرابات سياسية يغيب الأمن والاستقرار ويخلق نوع من الهلع بالنسبة للمستثمرين مما يؤثر على قراراتهم، ولولا التقيد بتطبيق إستراتيجيات التفعيل لكانت العواقب وخيمة. لكن في حالة الجزائر، حتى بعد مرور أكثر من خمسة عشرة سنة من فترة العشرية السوداء التي تميزت بالانعدام التام للأمن لم تتمكن بورصة الجزائر من تطوير أدائها بالمستوى المطلوب والشائع في أسواق الدول المجاورة، وهذا راجع لعدة أسباب من بينها التقلبات السياسية في البلاد.

2-عدم الانفتاح على الخارج

تسمح أسواق الأوراق المالية للمستثمرين الأجانب بالتعامل على الأوراق المالية المتداولة فيها، وتسمح أيضا بإدراج مؤسسات أجنبية في أسواقها، بينما في بورصة الجزائر، وعلى الرغم من عدم وجود قانون ينص على غير ذلك إلا أنه لا يوجد لا المستثمرين الأجانب ولا المؤسسات الأجنبية ولا حتى الجزائريين المقيمين في الخارج، وهذا بسبب القواعد والقوانين المعقدة التي تعرقل دخول وخروج رؤوس الأموال من وإلى الجزائر.

3- الوازع الديني

إن الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية يعتبر من أولويات المجتمع الجزائري، ومن خصائص أسواق الأوراق المالية أن المعاملات فيها تتم بصفة غير مطابقة للشريعة الإسلامية، كالسندات التي ينجم عنها فوائد أي ربا والتي تعتبر منافية لمبادئ الشريعة الإسلامية، والمشتقات المالية التي قد تكون في شكل استثمارات وهمية بالإضافة إلى المضاربة بهدف الاحتكار من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها للتأثير على الأسعار، مما أثر على إقبال المؤسسات والمستثمرين على هذه السوق.

4- غياب الثقافة البورصية

من أبرز أسباب تخلف بورصة الجزائر هو غياب الثقافة البورصية لدى المستثمرين وأصحاب الفوائض الذين يختارون توجيه أموالهم إلى المصارف في شكل ودائع أو الاكتناز في البيت، ومسيري ومالكي المؤسسات الذين لا يرغبون في فتح رأسمالهم في السوق وإدخال شركاء جدد واختيار الأساليب التقليدية لتمويل مشاريعهم، ولم يتوقف غياب الثقافة البورصية لدى المستثمرين والمؤسسات فحسب بل يشمل حتى المهنيين في البورصة كالوسطاء، حيث نجد أن أغلب الوسطاء في الجزائر هم بنوكا لا يقدمون اهتماما كافيا للمعاملات البورصية ولا يخصصون شباكا في الوكالات لهذا النوع من المعاملات، وبالتالي الموظفين متخصصون في الأعمال البنكية وغير مؤهلون لمزاولة نشاط الوسيط في عمليات البورصة ولا يملكون الخبرات اللازمة لتزويد المستثمرون بالمعلومات وتقديم النصائح.

المطلب الثاني: المعوقات الداخلية لسوق الأوراق المالية الجزائرية

تشوب بورصة الجزائر عدة عيوب لا تمكنها من النهوض و التطور كسائر البورصات الأجنبية، وهذا رغم الإصلاحات التي تبنتها، ومن بين المعوقات المعرقلة لنشاط البورصة نجد المعوقات التنظيمية والقانونية بالإضافة إلى المعوقات المتعلقة بالوسطاء والعاملين في البورصة.

الفرع الأول: المعوقات التنظيمية والقانونية

تتمثل المعوقات التنظيمية والقانونية فيما يلي:

1- الفارق الزمني بين الإطار التشريعي والتطبيق

منذ إنشاء بورصة الجزائر سنة 1990 لم يتم افتتاحها إلا في سنة 1999 بسبب غياب الثقافة البورصية، قلة المتخصصين في هذا المجال وقلة المؤسسات الراغبة في الإدراج، ولجنة تنظيم بورصة القيم ومراقبتها التي تم تأسيسها سنة 1993 وبدأت نشاطها في سنة 1996، بالإضافة إلى طول مدة تطبيق القوانين على أرض الواقع، كالقانون المتعلق بالوسطاء في عمليات البورصة مثلا، الذي تم وضعه سنة 1996 ولم يتم تحديد ولا وسيط إلى غاية سنة 1999، وبقيت بورصة الجزائر على نفس الوتيرة، ففي سنة 2012 تم إعادة هيكلة السوق وإضافة سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولم يتم إدراج و لا مؤسسة إلى حد الآن.

2- مراحل الدخول في البورصة التي تأخذ وقتا كبيرا

بحساب مدة تحضير الملف من قبل المؤسسة المرشحة والمدة المستغرقة من قبل لجنة تنظيم بورصة القيم ومراقبتها في دراسة الملف لمنح التأشيرة (شهرين) والحملة الإشهارية للإعلان عن عملية الإدراج وإنجاحها، من المفروض أن تصل مدة الإدراج إلى 6 أشهر، لكن في الواقع تكون

هذه المدة أطول بكثير فقد تصل إلى سنة ونصف أو سنتين، وفي أغلب الأحيان تتسبب المؤسسات المترشحة في هذا التأخر، لكن للبورصة أيضا مسؤولية في ذلك، ففي ظل ركود النشاط يجب البحث عن الحلول اللازمة لتحفيز المؤسسات على الإدراج، وتطوير الوسائل المستخدمة في العمليات على الأوراق المالية بالإضافة إلى ترقية مهارات العاملين فيها وتمتين العلاقات مع البورصات الأجنبية من أجل الاستفادة من خبراتها.

3- الإمكانيات المادية

نظرا لخمول بورصة الجزائر ونقص عدد المؤسسات المدرجة فهي تفتقر إلى الإمكانيات المادية مما يحد من نفقاتها ولا يمكنها من تحمل مصاريف إضافية، وعلى سبيل المثال بورصة الجزائر لا تستطيع توفير التحفيزات التي تقدمها بورصة الدار البيضاء للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجرد إدراجها في البورصة، والمتمثلة في تقديم مبلغا ماليا قد يصل إلى 500,000 درهما أي ما يعادل 5 ملايين دينار جزائري.

4-عدد المؤسسات المدرجة

أكثر من 80% من المؤسسات الخاصة في الجزائر لا يسمح إطارها القانوني للإدراج في البورصة، لذلك تعتبر عملية إدراج المؤسسات أكبر عائقا يقف أمام بورصة الجزائر، التي لم تتعدى فيها عدد المؤسسات المدرجة 5 مؤسسات منذ إنشائها، مخلفة بذلك العديد من السلبيات الأخرى كنقص الثقة في هذه السوق ونقص كميات التداول على الأوراق المالية، ففي أسواق الأوراق المالية المجاورة كتونس مثلا، نجد أن أيام التداول تكون من الاثنين إلى الجمعة، بينما في بورصة الجزائر تخصص يومين فقط للتداول على الأسهم ويومين للتداول على السندات، وهذا راجع لعدم نشاط السوق، وتجدر الإشارة إلى أنه حتى في ظل قلة أيام التداول إلا أنه هناك حصص لم يتم فيها

التداول، كسنة 2014، من بين 104 حصة تداول 20 حصة لم يسجل فيها أي تداولا للأوراق المالية.

الفرع الثاني: المعوقات المتعلقة بالوسطاء والعاملين في البورصة

تتمثل المعوقات المتعلقة بالوسطاء والعاملين في البورصة في:

1-عدم تنوع الأوراق المالية

تحتوي بورصة الجزائر على ثلاثة أنواع من الأوراق المالية فقط والمتمثلة في سندات رأس المال (الأسهم)، سندات الدين و سندات الخزينة، بينما نجد البورصات الأخرى تعرض العديد من الأوراق المالية، كبورصة تونس التي تضع بين أيدي المستثمرين عدة أنواع من الأوراق المالية كالأسهم العادية، الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الاقتراع، شهادات الاستثمار، سندات الدين والأوراق الهجينة المتمثلة في سندات المساهمة والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كما تقدم البورصة المصرية أيضا بالإضافة إلى الأسهم والسندات المنتجات المشتقة.

2- المهنية والاحترافية في ممارسة النشاط

بعد أكثر من خمسة عشر سنة من النشاط، لا تزال بورصة الجزائر تعاني من الخمول نظرا لعدة أسباب منها نقص المتخصصين في هذا المجال ونقص الخبرة لدى العاملين والمتدخلين في السوق، بسبب قلة الدورات التكوينية المخصصة للعمال والوسطاء في عمليات البورصة، فرغم اتفاقيات الشراكة المنعقدة مع نظيراتها في الدول الأخرى التي تقوم على أساس تبادل الخبرات والمعلومات إلا أنها لا تستفيد منها بما فيه الكفاية لكي تطور نشاطها.

3-غياب صناع السوق

وهم عبارة عن شركات متخصصة تعمل عكس اتجاه السوق، ولا تهدف إلى تحقيق الأرباح، حيث تسحب الأوراق المالية في حالة ما إذا كان العرض أكبر من الطلب من خلال شرائها والعكس صحيح، لكن في الجزائر هناك غياب تام لصناع السوق نظرا لعدم مرونة العرض والطلب على الأوراق المالية.

4- غياب دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية

خصصت السلطة الجزائرية صناديق استثمار ولائية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو مساعدتها على الحصول على التمويل البنكي، حيث نجد ثلاثة صناديق استثمار مقسمة إلى فروع على كافة التراب الوطني والمتمثلة في:

- الجزائر استثمار: ملكيتها مشتركة بين البنك الجزائري للتنمية الريفية والصندوق الوطني للتوفيرو الاحتياط.
- سوفينونس: تعود ملكيتها للدولة.
- فينالاب: ملكيتها مشتركة بين الجزائر وأوروبا.

من المفروض أن من أبرز أدوار صناديق الاستثمار هو الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، لكن يعتبر دور صناديق الاستثمار الجزائرية السابقة الذكر منعدم في بورصة الجزائر، على الرغم من أن هذه الأخيرة في أمس الحاجة إليها، نظرا لكون هذه الصناديق تضمن للمدخرين وخاصة الصغار منهم الذين لا يملكون الخبرة الكافية لاستثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: معوقات سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتأثر سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمعوقات السابقة الذكر بالإضافة إلى معوقات أخرى تتمثل في معوقات متعلقة بعوامل خارجة عن سيطرة بورصة الجزائر وأخرى متعلقة بعوامل يمكنها التحكم فيها.

الفرع الأول: المعوقات التنظيمية

تتمثل المعوقات التنظيمية في:

1- المجهودات المبذولة لتطوير السوق

صحيح أن بورصة الجزائر شهدت عدة إصلاحات، سواء على الإطار الهيكلي أو التشريعي، وعقدت اتفاقيات شراكة مع العديد من البورصات الأجنبية، وأجرت ندوات وحملات تحسيسية للتعريف بمزاياها، لكن تبقى هذه المجهودات غير كافية نظرا لوضعها الذي يتطلب مضاعفة المجهودات لإنعاشها من جهة والتمكن من الوصول إلى مستوى البورصات الأخرى من جهة ثانية، كبورصة مصر التي تهتم بعلاقاتها مع البورصات الأجنبية، حيث عقدت اتفاقيات تفاهم مع 21 دولة من بينهم البحرين، اسطنبول، عمان، قبرص، شنغهاي، أبوظبي، تونس والجزائر، بالإضافة إلى المجهودات التي تبذلها بورصة تونس على كافة المستويات بما فيها الشباب، حيث تعمل على غرس الثقافة البورصية في دهون الطلبة من خلال تنظيم دورات استكشافية في مقر البورصة بالإضافة إلى تنظيم مسابقات لتشجيع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية في البورصة.

2- إستراتيجية الحكومة في التمويل

في إطار النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وضعت الدولة الجزائرية برامج تأهيل وقدمت إعانات وخصصت صناديق وهيئات لتمويل هذا النوع من المؤسسات، والتي تعتبر كلها أساليب بديلة للتمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، فعلى الرغم من إعادة هيكلة بورصة الجزائر وتخصيص سوق خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن هذا غير كاف في ظل وجود أساليب أخرى للحصول على التمويل اللازم، وهذا ما يعبر عن تضارب استراتيجيات الدولة وفشلها في حل مشكل التمويل لهذه المؤسسات، فمن جهة ترغب في إنعاش وتطوير سوق الأوراق المالية ومن جهة أخرى تساعد المؤسسات على التمويل من ميادين أخرى والتي كلفتها مبالغا ضخمة، لكن بعد تغير أوضاع الاقتصاد الجزائري جراء انخفاض أسعار البترول سنة 2014 والتي أدت إلى اتباع سياسة التقشف وتقليص نفقات الدولة.

3- تكلفة الإدراج

يترتب عن إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصاريف تعتبر مكلفة بالنسبة لهذا النوع من المؤسسات خاصة أنها لجأت لسوق الأوراق المالية لكونها تعاني من مشكل السيولة، وتتمثل هذه المصاريف في الرسوم المدفوعة لكل من شركة تنظيم بورصة القيم المنقولة، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤتمن المركزي ومرقي البورصة، بالإضافة إلى مصاريف تحضير ملف الإدراج ومصاريف الحملة الإشهارية للإعلان عن دخول المؤسسة في سوق الأوراق المالية وجدب المستثمرين.

الفرع الثاني: المعوقات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتمثل المعوقات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:

1- الطابع العائلي

أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي مؤسسات عائلية يكون المسير فيها هو مالكها، وإطارها القانوني لا يسمح لها بالدخول إلى البورصة، وفي الجزائر حتى المؤسسات الكبيرة عبارة عن مؤسسات عائلية ترفض فتح رأسمالها وإدخال مساهمين جدد، وهذا النوع من المؤسسات يشكل خطرا على المدى الطويل على الاقتصاد من جهة، لأنها مؤسسات غير دائمة، فيمكن زوالها بمجرد وفاة مالكها (في حالة عدم رغبة الورثة في إكمال النشاط)، ومن جهة أخرى يشكل خطرا على المؤسسة بحد ذاتها لعدم ضمان ديمومتها.

2- الإفصاح والشفافية

تلجأ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى أساليب التمويل التقليدية وتتفادى اللجوء إلى سوق الأوراق المالية لما يترتب عنها من التزامات، كالإفصاح، فهي لا تصرح بأرباحها الحقيقية للتهرب من الضريبة، خاصة أنه في الجزائر لا يوجد نظام جبائي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فالنظام الجبائي مبني على أساس الشكل القانوني ويغض النظر عن الحجم، بالإضافة إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمول ذاتيا لا تحظى بتحفيزات جبائية، بينما تستفيد المؤسسات الممولة من قبل أجهزة الدعم (الصندوق الوطني لدعم تشغيل الشباب "أو "الصندوق الوطني لدعم القرض المصغر) من إعفاء كلي على الضريبة على أرباح الشركات لمدة تتراوح بين 3-6 سنوات، مما يزيد من صعوبة استقطاب المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية، على الرغم من أن هذه

الأخيرة تعفي المؤسسات المدرجة من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات، بالإضافة إلى تحفيزات أخرى تتعلق بحقوق التسجيل ونواتج فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم والسندات المماثلة المسجلة في تسعيرة البورصة.

3- أسلوب الإدارة

غالبا ما تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الإدارة التقليدية في نشاطها مقارنة بالمؤسسات الكبيرة التي تخصص جزءا كبيرا للإدارة الإستراتيجية المبنية على أساس تحليل البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، قصد اكتشاف نقاط القوة والضعف الخاصة بها بالإضافة إلى الفرص والتهديدات التي يمكن أن تواجهها خلال نشاطها، وذلك حتى تتمكن من تحديد البدائل الإستراتيجية الملائمة، التي تسمح لها بتحقيق أهدافها وتعظيم أرباحها بأقل التكاليف مع تحقيق الميزة التنافسية، على عكس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتفادى الإدارة الإستراتيجية لتوفير الوقت والجهد والمال، وتعمل بصفة تلقائية مما يستبب لها في عدم التنبؤ بالمخاطر وسوء الإدارة والتخطيط، مما يهدد بقاءها واستمراريتها في ظل الارتفاع المستمر لعدد هذا النوع من المؤسسات.

4- المشاكل المتعلقة بالحوكمة

صدر في ميثاق الحكم الراشد للمؤسسات في الجزائر نوع المشاكل التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي صنفها في الجدول التالي حسب: المؤسسات التي تعاني من صعوبات البقاء والمؤسسات التي تواجه تحديات النمو.

الجدول رقم47: المشاكل العامة للحكم الراشد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعاني من صعوبات البقاء	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تواجه تحديات النمو
العلاقات بين الأطراف الفاعلة في المؤسسة	باعتبار أن ملاك المؤسسة هم أنفسهم المسيرين مما يولد حالة خلط بين الوضعين وهذا يمتد حتى على مستوى العلاقات مع الأطراف الخارجية.	عملية الفصل بين وظيفة المدير والمسير تكون أكثر تحديدا، حتى لو كانت الوظيفتين مجموعتين في شخص واحد وتنجم عن ذلك جودة العلاقات مع الأطراف الخارجية الأخرى.
الوضعية الصحية لنتائج المؤسسة	ضعف قواعد التسيير لا تسمح بضبط دقيق لنتيجة المؤسسة.	وجود قواعد التسيير يسمح بضبط أفضل لنتائج المؤسسة، ولكن السؤال عن مدى صحتها يبقى مطروحا.
حالات الانتقال والخلافة	مشاكل الانتقال والخلافة، غير متوقعة عادة، وعندما تنشأ تجد المؤسسة نفسها غارقة في وضعيات مستعصية يمكن أن تقودها إلى الخطر.	تكون مشاكل الانتقال والخلافة أكثر توقعا، ولكن معالجتها يمكن أن تثير اضطرابا في سيرورة المؤسسة.
التناسق بين الإستراتيجية ومصالح المؤسسة	المؤسسة غير قادرة على توقع المستقبل لأن اهتمامها ينحصر في ضمان بقائها يوما بعد يوم.	تكون للمؤسسة قدرة على وضع استراتيجية ولكن مدى تنسقها، أي هذه الإستراتيجية مع مصالحها تستحق لدعم.

المصدر: ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، الجزائر، ص 23، متوفر على الموقع http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/07/%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%B2%D8%A7%D8%A6%D8%B1.pdf.

المبحث الثالث: اقتراحات لإرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتطلب تطور نشاط سوق الأوراق المالية الجزائرية جهودا واسعة من قبلها وأيضا من قبل الحكومة الجزائرية، فبعد أن درسنا عدة تجارب دولية لأسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبعد أن درسنا الأسباب المعرقلة لنشاط بورصة الجزائر والمعيقة لتدشين سوق

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يأتي الآن دور تقديم اقتراحات للتمكن من إرساء هذه السوق أولا ثم تقديم اقتراحات لتفعيلها في المرتبة الثانية.

المطلب الأول: الجهود المبذولة لتفعيل سوق الأوراق المالية الجزائرية

صحيح أن بورصة الجزائر تشوبها العديد من النقائص وتعاني من الجمود، لكن هذا الجمود لا يرجع لعدم الاهتمام كليا بهذا القطاع، فهذا لا يعني أن الهيئات المسؤولة في بورصة الجزائر والحكومة الجزائرية بقيتا مكتوفة الأيدي، فهناك بعض الجهود التي يترتب علينا توضيحها حتى نتعرف على المتطلبات الواجب تطبيقها لإرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية فيما بعد.

الفرع الأول: الجهود المبذولة من قبل سوق الأوراق المالية الجزائرية

تعمل كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم على تحريك وتنشيط سوق الأوراق المالية خاصة خلال هذه السنوات الأخيرة، وذلك من خلال ما يلي:

- إجراء تعديلات على القواعد التنظيمية لسوق الأوراق المالية للتمكن من مواكبة تطورات التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث نجد أن الأمر رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة قد تم تعديله بموجب الأمر رقم 96-10 الذي سمح بتداول السندات المسعرة في البورصة في الخارج بالإضافة إلى بعض القوانين الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة، ثم جاء تعديل أخر بموجب الأمر رقم 03-04 أين تم إضافة المؤتمن المركزي على السندات ووظائفه، توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، وإضافة بعض القواعد الخاصة بالشركات المدرجة في السوق؛

- إعداد دورات تكوينية للعاملين خاصة بكيفية التسيير، وجلب كوادر أجنبية للاستفادة من خبرتهم وتجربتهم في مجال سوق الأوراق المالية؛ مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة
- العمل على تجديد نظام تداول يتلاءم مع نشاط سوق الأوراق المالية خاصة في ظل زيادة عدد المؤسسات المدرجة للتمكن من الانتقال من نظام التداول الثابت إلى نظام التداول المستمر؛
- إعداد لقاءات مع المؤسسات لاستقطابها نحو سوق الأوراق المالية؛
- إعداد ندوات مع رجال الأعمال والمستثمرين في عدة مناطق من الوطن لتعريفهم بمزايا سوق الأوراق المالية ومهامها وأثرها على المؤسسات والاقتصاد الوطني؛
- إعداد أيام دراسية وأبواب مفتوحة في بعض الجامعات لزرع الثقافة البورصية لدى الطلبة والتقرب منهم؛
- توقيع اتفاقيات شراكة مع البورصات الأجنبية التالية:

  - سوق يورونكست باريس في سنة 2014: لتعزيز التعاون بين البورصتين من خلال الاستفادة من التجربة الفرنسية وتنمية العلاقات بين السوقين مع الاستفادة من خبرات ومهارات المهنيين في مجال التسيير والعمل في سوق الأوراق المالية؛
  - بورصة تونس في سنة 2015: لبناء العلاقات بين السوقين لتوفير فرص استثمارية شفافة.
  - بورصة المملكة العربية السعودية في سنة 2015: لتطوير الإجراءات التنظيمية والفنية والموارد البشرية والتمكن من الاستفادة من تجربتها في مجال

تنويع الأوراق المالية خاصة الصكوك الإسلامية التي تلقت نجاحا كبيرا في المملكة العربية السعودية، وذلك لتشجيع المستثمرين الجزائريين على التعامل في سوق الأوراق المالية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

- تنظيم أول منتدى للبورصة في سنة 2015 بالمشاركة مع البورصة التونسية في انتظار انضمام بورصات أجنبية أخرى سعيا لتعزيز العلاقات وتبادل المعلومات والخبرات.

الفرع الثاني: الجهود المبذولة من قبل الحكومة

تساهم الحكومة الجزائرية في التشجيع على الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

1- التحفيزات الجبائية

تساهم الحكومة في تشجيع المؤسسات على الإدراج في سوق الأوراق المالية من خلال منح تخفيضات في الضريبة على الدخل والضريبة على أرباح الشركات بمقدار نسبة فتح رأس المال لمدة 5 سنوات، وهي نفس التحفيزات المقدمة سواء للمؤسسات الكبيرة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبما أن نسبة فتح رأس المال بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقدر بـ10% فقد تعتبر هذه التخفيضات ضئيلة مقارنة بالتخفيضات التي تمنحها البورصة التونسية من جهة والتي تقدر بنسبة 20%، ومقارنة بتحفيزات وسائل الدعم التي تقدمها الحكومة الجزائرية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على سبيل المثال الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب أين تستفيد المؤسسات الصغيرة بإعفاء كلي من الضريبة على أرباح الشركات، إعفاء كلي من الضريبة على الدخل الإجمالي، إعفاء من الدفع الجزافي وإعفاء من الرسم على النشاط المهني، وذلك لمدة ثلاثة سنوات أو ستة سنوات بالنسبة للمؤسسات الواقع مقرها في مناطق خاصة.

2- سندات الخزينة العمومية

سبق وأن ذكرنا أن سوق سندات الدين في الجزائر تنقسم إلى سوق السندات وسوق سندات الخزينة، يتم إصدار هذه الأخيرة من المديرية العامة للخزينة لتغطية العجز في الخزينة من جهة وتشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، وفيما يلي جدولا لسندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر:

الجدول رقم48: سندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر

الفئة	تاريخ الإدراج	تاريخ الاستحقاق	حجم الإصدار 1مليون دج	نسبة الفائدة %
O.A.T 7 ans	2013/05/08	2020/05/12	5.000	3
O.A.T 10 ans	2011/05/04	2021/05/05	5.000	3,5
O.A.T 10 ans	2013/01/17	2017/01/18	16.201	4,5
O.A.T 15 ans	2006/07/12	2021/07/12	27.000	5
O.A.T 15 ans	2007/01/17	2022/01/17	16.000	5
O.A.T 15 ans	2008/01/16	2023/01/16	6.000	5
O.A.T 10 ans	2013/03/12	2018/03/14	1.999	4,5
O.A.T 7 ans	2010/03/03	2017/03/05	15.000	3
O.A.T 7 ans	2011/04/06	2018/04/08	5.000	3
O.A.T 7 ans	2012/03/21	2019/03/24	10.000	3
O.A.T 10 ans	2009/02/18	2019/02/20	28.900	3,5
O.A.T 10 ans	2010/03/17	2020/03/18	14.999	3,5
O.A.T 10 ans	2012/04/18	2022/04/20	15.000	3,5
O.A.T 10 ans	2013/06/05	2023/06/09	5.000	3,5
O.A.T 15 ans	2008/12/10	2023/12/11	1.000	3,75
O.A.T 15 ans	2009/03/18	2024/03/18	15.000	3,75
O.A.T 15 ans	2010/04/07	2025/04/07	19.900	3,75
O.A.T 15 ans	2011/06/01	2026/06/01	5.000	3,75
O.A.T 15 ans	2012/05/02	2027/05/03	15.000	3,75
O.A.T 15 ans	2013/07/03	2028/07/07	5.000	3,75

O.A.T 7 ans	2014/01/26	2021/01/26	37.692	3
O.A.T 10 ans	2014/02/23	2024/02/23	41.232	3,5
O.A.T 15 ans	2014/03/23	2029/03/23	48.177	3,75
O.A.T 7 ans	2015/07/05	2022/07/05	21.382	3,25
O.A.T 15 ans	2015/07/15	2030/07/19	19.360	4
O.A.T 10 ans	2015/07/08	2025/07/12	14.333	3,75

المصدر: موقع بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/?page=oat، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/04/07.

تتراوح مدة استحقاق السندات الشبيهة بالخزينة بين 7، 10، و 15 سنة، ويتراوح معدل الفائدة فيها بين ثلاثة وخمسة بالمائة وهي نسبة منخفضة إذا قارناها بالسندات الأخرى كسند سونلغاز مثلا الذي تراوحت معدل فائدته قبل استحقاقه بين ستة وسبعة بالمائة.

وحسب التقرير السنوي لسنة 2015، تمثل قيمة التداول الإجمالية الأغلبية في سوق سندات الخزينة بنسبة 93,09% مقارنة بسوق الأسهم الذي يمثل 6,86% فقط.

المطلب الثاني: استراتيجية إرساء سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لإرساء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يجب أن تتحد الحكومة الجزائرية وسوق الأوراق المالية، حيث يجب العمل على تفعيل بورصة الجزائر أولا، بالإضافة إلى معالجة العوامل الخارجية التي تؤثر على نشاط البورصة ثم الانتقال إلى معالجة سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفرع الأول: اقتراحات موجهة لسوق الأوراق المالية

تتمثل الاقتراحات الموجهة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في:

1- التدريب والتكوين

يحتاج الموظفين في سوق الأوراق المالية إلى دورات تدريب وتكوين من قبل أسواق الأوراق المالية الأجنبية للتطلع على التطورات والتكيف مع التغيرات الحادثة في هذا المجال وتزويدهم بالمعلومات والمهارات الجديدة، وهنا يأتي دور اتفاقيات التعاون والمشاركة لتسهيل تبادل الخبرات، وبالتالي على بورصة الجزائر أن تستغل هذه الاتفاقيات وتستفيد منها. والتكوين هنا لا يشمل الموظفين في شركة تسيير بورصة القيم فقط، وإنما يشمل كافة المتدخلين في السوق لخلق التكامل في الأداء كالوسطاء في عمليات البورصة وحتى المستثمرين من خلال إعداد دورات تكوينية للراغبين في التعرف على كيفية سير عمل سوق الأوراق المالية.

2- الإطار التشريعي

إن ثقل الإجراءات المفروضة على المؤسسات عند الإدراج في سوق الأوراق المالية تعد عائقا كبيرا عليها في ظل وجود أساليب تمويل أخرى بإجراءات أقل، حيث تأخذ عملية تقييم المؤسسات وقتا كبيرا من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة خاصة في ظل عدم تفاعل المؤسسات المرشحة لفتح رأسمالها من خلال سوق الأوراق المالية وعدم توفرها على الطابع القانوني المناسب، وبالتالي على بورصة الجزائر إما أن تخفف من الإجراءات أو تضع هيئات تساعد المؤسسات في إنهاء إجراءات الإدراج وتقديم النصائح والمشورة اللازمة خاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تملك الإمكانيات اللازمة لتوفير الإجراءات المطلوبة.

3- تعديل الأنظمة الضريبية

للتمكن من جدب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى سوق الأوراق المالية، يجب على السلطات المعنية أن تعيد النظر في الإعفاءات الضريبية التي تمنحها لهذا النوع من المؤسسات سواء على مستوى بورصة الجزائر التي تمنح نفس التخفيظات للمؤسسات الكبيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو على مستوى أجهزة الدعم التي تعفي كليا المؤسسات من الضريبة خلال مدة معينة ما يجعلها مغرية بالنسبة للمؤسسات خاصة أنها لا تتطلب أي تكلفة وأي التزامات كالإفصاح وضرورة فتح رأس المال للجمهور في سوق الأوراق المالية.

4- الانضمام إلى الاتحادات الدولية

عند الانضمام إلى الاتحادات الدولية تفتح لسوق الأوراق المالية أبوابا للتعريف بنفسها وفرصا لتطوير الاستثمارات والتعاملات بين البورصات وكذا تعزيز العلاقات وتبادل المعلومات، لكن قبل الانضمام إلى هذه الاتحادات يجب على بورصة الجزائر أن تحقق المعايير التي تتماشى مع المعايير العالمية.

للانضمام إلى الاتحادات الدولية نذكر على سبيل المثال عضوية البورصة المصرية في العديد من الاتحادات والمتمثلة في:[1]

- عضوا بالاتحاد العالمي للبورصات؛
- عضوا باتحاد البورصات الإفريقية؛
- عضوا مؤسسا في اتحاد البورصات العربية؛

[1] موقع البورصة المصرية، العلاقات الدولية، http://www.egx.com.eg/arabic/International_Relations.aspx، تم الغطلاع بتاريخ 2016/04/30.

- رئيس اتحاد البورصات اليورواسيوية؛
- عضوا منتسبا للمنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية.

الفرع الثاني: اقتراحات موجهة للحكومة

تتمثل الاقتراحات الموجهة للحكومة في:

1- الصيرفة الالكترونية

تشهد الصيرفة الالكترونية في الجزائر نموا بطيئا في الوقت الذي تتسارع فيه دول العالم على استحداث طرقا أكثر تطورا في عصر الاقتصاد الرقمي، ويرجع تماطل الجزائر في مواكبة التطور الحاصل في الصيرفة الالكترونية لعدم تماشي أساليب السحب والدفع الالكتروني مع واقع الجهاز المصرفي نظرا لكونها مستمدة من تجارب دول بعيدة كل البعد على وضعية الاقتصاد الجزائري، بالإضافة إلى عوامل أخرى كانتشار الفساد والبيروقراطية.

للصيرفة الالكترونية أهمية كبيرة على المستوى الاقتصادي لكونها تساهم في تقليص الوقت والجهد وتساهم في تطوير التجارة الالكترونية التي تعرف تطورا هائلا في وقتنا الحاضر في معظم دول العالم، لذلك على الحكومة الجزائرية أن تركز عليها من أجل النهوض بالاقتصاد الوطني من خلال تأطيرها قانونيا وتفعيل وسائل الدفع الالكترونية المعروضة من قبل المصارف.

ويتأثر نشاط سوق الأوراق المالية بتطور الصيرفة الالكترونية في الجزائر من خلال زيادة فرص عمليات التداول على الأوراق المالية عند تسهيل عمليات شراء وبيع الأوراق المالية من قبل المستثمرين الذين لطالما عانوا من مشكل التنقل إلى الوسطاء في عمليات البورصة.

2- القضاء على السوق الموازية

يمثل الغش الضريبي ظاهرة من ظواهر الاقتصاد الخفي وعاملا مؤثرا على تطوير سوق الأوراق المالية، فعلى الرغم من مجهودات الجزائر في مكافحته إلا أنه لا يزال منتشرا وبقوة، وهذا دليل عن فشلها في هذه المهمة، مما يستوجب عليها الامتثال بتجارب الدول الناجحة في هذا المجال، واتخاذ تدابير صارمة لمحاربته من جهة والعمل على تخفيف –الأعباء الجبائية من جهة أخرى وتخفيف كافة الأعباء التي يمكن أن تعرقل الاستثمار وتؤدي إلى استفحال السوق الموازية، ومن بين الإجراءات التي تعالج مشكل السوق الموازية نذكر الصيرفة الالكترونية التي تساعد على جدب الأموال إلى الجهاز المصرفي.

3- إعادة النظر في سياسة التنمية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

في ظل انخفاض أسعار البترول ونقص السيولة، على الحكومة أن تمنح لسوق الأوراق المالية الفرصة لتكون بديلا تمويليا لأساليب التمويل المتبعة، حيث سبق وأن تكلمنا في المبحث السابق على تضارب سياسة الدولة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ورغبتها في تطوير سوق الأوراق المالية، فسياسات الدعم وبرامج التأهيل التي وضعتها الجزائر لمساعدة هذه المؤسسات تحفزها على الابتعاد عن بورصة الجزائر كأداة للتمويل.

وعلى هذا الأساس، يمكن أن تغير الحكومة سياستها في إعانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إحلال محل بعض أجهزة الدعم القائمة بأجهزة تقدم المساعدة للمؤسسات من خلال توجيهها إلى سوق الأوراق المالية ومرافقتها طيلة مدة نشاطها في السوق كمساعدتها في إعداد ملف الإدراج وتوفير المصاريف اللازمة.

4- إنعاش برنامج الخوصصة

بما أن برنامج الخوصصة لم يحقق الأهداف المرجوة، وبما أن الدولة تعاني من نقص في السيولة وتدهور في الأوضاع الاقتصادية جراء انخفاض أسعار البترول في سنة 2015، فيجب العمل على إنعاش هذا البرنامج ومحاولة عدم الوقوع في نفس الأخطاء، كما أن الخوصصة الجزئية أين تكون الملكية مختلطة بين القطاع الخاص والقطاع العام قد تعود على الدولة بالإيجاب، فمنها تتحصل على السيولة من خلال بيع جزء من حصصها ومنها تبقى تتحصل على الأرباح ولا تنقطع كما لو كان الحال في الخوصصة الكاملة.

5- تهيئة المناخ الاستثماري

على الرغم من مجهودات الحكومة الجزائرية في تهيئة المناخ الاستثماري من خلال دعم المشاريع الاستثمارية وتخصيص التحفيزات الجبائية، إلا أنها لم تتجح في ذلك بسبب صعوبة الحصول على التراخيص نتيجة سوء التسيير الإداري، صعوبة الحصول على التمويل البنكي وتعقده وعدم الاستغلال الأمثل للخيرات التي تزخر بها الجزائر.

ومن المعروف أن من أهم مقومات إنشاء أسواق الأوراق المالية هو توفر المناخ الاستثماري الملائم الذي يشمل ظروفا مستقرة في كافة الميادين سواء إن كانت اقتصادية، سياسية، ثقافية أو اجتماعية، لذلك لإرساء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يجب معالجة البنية التحتية أولا.

الفرع الثالث: اقتراحات للمستثمرين

تتمثل الاقتراحات الموجهة للمستثمرين فيما يلي:

1- التعليم البورصي

لنشر الثقافة البورصية في المجتمع أنشأت بورصة الدار البيضاء "مدرسة البورصة" التي تنظم دورات تكوينية مجانية للطلبة والمدخرين وأصحاب المهن الحرة من طرف مختصين وخبراء في مجال أسواق الأوراق المالية، حيث تنظم حوالي 50 دورة تكوينية في السنة. وعلى هذا الأساس يمكن اتباع هذا الأسلوب في الجزائر للتعريف بالبورصة وتوضيح صورتها من خلال تدريس أساسيات العمل فيها، ويمكن عقد اتفاقيات مع الجامعات لتنظيم دورات تكوينية لأصحاب التخصص.

كما خصصت بورصة مصر بدورها ركنا تعليميا في موقعها الالكتروني يسهل للجمهور فهم كيفية الاستثمار، يتضمن حملات التوعية، كتيبات تعليمية، الأوراق البحثية المنجزة من قبل المهنيين في البورصة، برنامج البورصة خطوة X خطوة الذي يقدم ندوات تعليمية مجانية تحت إشراف الخبراء والمتخصصين في هذا المجال، ولعبة ستوك رايدرز التي تمكن المشاركين من التداول على الأسهم المتوفرة في السوق وبأسعارها الحقيقية لكن بشكل افتراضي (دون تحقيق أرباح أو خسائر) مما يكسب اللاعبين مهارات التعامل بالأوراق المالية ويجهزهم للاستثمار الحقيقي.

ووضعت بورصة تونس برنامج أنفستيا الذي يمثل نفس فكرة لعبة ستوك رايدرز المصرية، وينظم مسابقة بين اللاعبين، حيث يقدم لهم 50.000 دينار تونسي لتمكينهم من تشكيل محفظة استثمارية افتراضية لأسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، على أن تقدم في الأخير لأفضل ثلاثة محافظ مبلغا ماليا يقدر بـ 2.000، 1.000 و 500 دينار تونسي.

وفي نفس السياق يمكن لبورصة الجزائر أن تصمم هذا النوع من الألعاب إما على موقعها الالكتروني للتداول على أسهم المؤسسات المدرجة، أو عن طريق إنشاء تطبيق على الهواتف الذكية

للتداول على أسهم الشركات المدرجة أو أسهم شركات إفتراضية، بهدف تنمية الثقافة البورصية لدى الجمهور وتمرينهم وتنمية قدرتهم على الاستثمار في سوق الأوراق المالية قبل الاستثمار بصفة حقيقية، وتجدر الإشارة إلى أن بورصة الجزائر قد وضعت تطبيقا خاصا بها تنشر فيه بيانات السوق ومستجداتها في سنة 2016 و الذي يعتبر خطوة أولى نحو التقرب من المستثمرين خاصة أن هذا النوع من التطبيقات تستهدف صغار المدخرين وفئة الشباب الذين يقضون وقتا كبيرا على هواتفهم النقالة.

2- استحداث وسائل للاتصال بالمستثمرين:

لزيادة ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية يجب أن توفر لهم قنوات للاتصال بها والتي يمكن أن تكون كما يلي:

- **توفير مكاتبا للبورصة في بعض ولايات الوطن:** على الرغم من أن المستثمرين يتعاملون مع الوسطاء في عملياتهم في البورصة إلا أن فتح مكاتبا خاصة ببورصة الجزائر أو متخصصة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يساعدهم على الاستفسار والحصول على النصائح اللازمة والتنقل إلى المؤسسات القريبة منها لتحفيزها على الدخول في البورصة، كسوق Enternext التابعة لبورصة باريس Euronext التي فتحت مكاتبا في أربعة مناطق في فرنسا لتنشيط الاستثمار في الأوراق المالية.
- **توفير شباكا خاصا بعمليات الأوراق المالية في البنوك:** ونقصد هنا البنوك الحاصلة على الاعتماد كوسيط في عمليات البورصة، حيث يتم توفير شباكا في بعض وكالات البنوك خاصا بالعمليات على الأوراق المالية يشغله موظفين مختصين في هذا المجال. وتجدر

الإشارة إلى أنه تم تدشين أول شباك للبورصة في بنك الفلاحة والتنمية الريفية في 17 ماي 2016.

المطلب الثالث: استراتيجية تفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتطلب تفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الجهات المعنية أن تضاعف مجهوداتها في مجال تفعيل بورصة الجزائر من جهة ثم النظر في كيفية تفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة أخرى.

الفرع الأول: اقتراحات موجهة لتفعيل سوق الأوراق المالية

تتمثل الاقتراحات الموجهة لتفعيل سوق الأوراق المالية في:

1- تحديث نظام الإفصاح

تلزم بورصة الجزائر المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسية على نشر كشوفها المالية الفصلية والسنوية، و المؤسسات المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على نشر كشوفها المالية النصف سنوية والسنوية، وفي نفس الوقت تصدر تقارير شهرية، فصلية وسنوية لنشاط السوق. ولزيادة كفاءة الشفافية في البورصة يمكن إعداد نشرات أسبوعية ملخصة لبيانات السوق ومستجداتها.

وفيما يخص نظام الإفصاح فقد أطلقت البورصة المصرية في سنة 2015 نظام جديد للإفصاح وهو نظام إلكتروني للإفصاح مباشرة على شاشات التداول، مما يسهل عملية الإفصاح على

المؤسسات المدرجة ويقلل من وقوع الأخطاء من جهة ويسرع وصول المعلومات للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية من جهة أخرى.

2- تشجيع الاستثمار الأجنبي

لتشجيع المستثمرين الأجانب بما فيهم الجزائريين المقيمين في الخارج على الاستثمار في بورصة الجزائر يجب العمل على تطويرها من خلال الاعتماد على تجهيزات حديثة كالتداول الالكتروني وبالإضافة إلى ذلك يجب على البورصة أن تحرص على:

- **حماية المستثمر:** كإنشاء صندوقا لحماية المستثمر المعمول به من قبل العديد من البورصات الأجنبية، كبورصة مصر التي أنشأت صندوقين، واحد لضمان التسوية الذي يسوي العمليات غير المكتملة من خلال دفع قيمة الأوراق المالية لصالح الطرف المتضرر وآخر لحماية المتعاملين في السوق من الأخطاء الناجمة عن شركات الأوراق المالية، ونفس الشيء بالنسبة لبورصة تونس التي أنشأت صندوق ضمان عمليات السوق الذي يهدف إلى حماية المستثمر من مخاطر عمليات التداول ويموله الوسطاء، بالإضافة إلى صندوق ضمان المتعاملين في البورصة الذي يغطي خطر عدم التزام الوسيط بواجباته مع المستثمرين.
- **العمل وفقا للمعايير الدولية:** كتوحيد الكشوفات المالية الخاصة بالمؤسسات المدرجة وفقا للمعايير المحاسبية الدولية لتسهيل الفهم بالنسبة للمستثمرين الأجانب.

3- تحديث نظام التداول

تعمل بورصة الجزائر اليوم بنظام تداول بسيط صممته بنفسها، في حين هناك أنظمة تداول حديثة متطورة تعمل بها أسواق الأوراق المالية الأجنبية، كنظام X-Stream الذي أنشأته سوق Nasdaq سنة 2002 وطورته فيما بعد ليصبح تحت اسم X-Stream INET وهو نظام معمول به من قبل أكثر من 80 سوقا، يتميز بالمرونة في معالجة المعلومات والسرعة في تنفيذ الأوامر وقدرة استيعاب كبيرة للأدوات المالية بمختلف العملات بالإضافة إلى تنفيذ عمليات المقاصة والتسوية.

4- تنويع الأوراق المالية المتداولة

يتم التعامل في بورصة الجزائر بثلاثة أنواع من الأوراق المالية والمتمثلة في سندات رأس المال، سندات الدين والسندات الشبيهة بالخزينة، وهو ما يعتبر قليلا جدا مقارنة بالأنواع العديدة للأوراق المالية المتوفرة، فيمكن أن تتعامل بالعقود الآجلة، الخيارات، عقود المستقبليات بالإضافة إلى الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن أن تتلقى نجاحا كبيرا نظرا لطبيعة المجتمع الجزائري الذي يرفض الخروج عن ضوابط الشريعة الإسلامية، كالصكوك الإسلامية التي تمثل ملكية حصص لموجودات قائمة فعلا، حيث تصدر بفئات متساوية القيمة ويتحصل حاملوها على الأرباح المتفق عليها في العقد والعكس في حالة حدوث خسارة فقد يتحملوها حسب ما يملكونه من حصص.

5- تفعيل الاتفاقيات الدولية مع البورصات

عقدت بورصة الجزائر اتفاقيات تعاون مع بورصات أجنبية كبورصة باريس، بورصة مصر وبورصة تونس لكن تبقى هذه الاتفاقيات قليلة مقارنة بالاتفاقيات التي أبرمتها البورصة المصرية

التي يبلغ عددها 21 اتفاقية، كما أن بورصة الجزائر لا تستغل هذه الاتفاقيات للاستفادة منها خاصة في مجال تكوين العاملين لتحسين الأداء، لذلك يجب العمل على إبرام المزيد من الاتفاقيات مع أسواق الأوراق المالية الناجحة مع الحرص على الاستفادة منها.

6- إنشاء سوق عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

في ظل الانفتاح الاقتصادي والعولمة وفي ظل تشجيع قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يمكن إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تعتبر صعبة التحقيق في الوقت الحالي نظرا لعدم تماثل قواعد وقوانين الدول العربية، لذلك حتى يتم إنشاء هذه البورصة لابد من إصدار قوانين موحدة، إعداد نظام معلومات موحد وفعال يعمل على تجميع وتخزين واسترجاع المعلومات بين البورصات العربية، والعمل على نشر الثقافة البورصية في المجتمعات العربية التي غالبا ما تفتقر إلى الوعي الاستثماري وتتجه نحو الادخار.

الفرع الثاني: اقتراحات موجهة للمستثمرين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لا تستطيع سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تفعل نشاطها بدون أن يكون هناك تعاون مع كل من المستثمرين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لكونهما عنصرين أساسيين في مختلف العمليات على الأوراق المالية.

1- اقتراحات موجهة للمستثمرين

يساهم المستثمرون في تفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا بدلوا المجهودات التالية:

- **إجراء لقاءات بين المستثمرين والمؤسسات المدرجة:** قصد زيادة ثقة المستثمرين في المؤسسات وتمتين العلاقات بينهما يجب إعداد ندوات يتم فيها التقاء المستثمرون والمؤسسات، وتطرح فيها انشغالات المستثمرين من جهة، وتعرف المؤسسات بنفسها من جهة أخرى لاستقطاب مستثمرين جدد.
- **نشر الوعي الاستثماري:** ونقصد بالوعي الاستثماري مدى إدراك المستثمرون لأخطار الاستثمار في الأوراق المالية، فلا يمكن أن تنجح سوق الأوراق المالية وتتطور إلا بوجود مستثمرين قادرين على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

2- اقتراحات موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تفعيل السوق الخاصة بها إذا بدلت الجهود التالية:

- **تكوين مسيري ومالكي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** يلعب المالك في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا كبيرا في تحديد مسار المؤسسة لكونه غالبا ما يكون هو المسير فيها وبالتالي يملك سلطة اتخاذ القرار لذلك يجب أن يكون على دراية حول كيفية التسيير الناجح للمؤسسة وطبقا للتطورات الحاصلة في مجال عمله وبالتالي عند إعداد دورات تكوينية تمكنه من تنمية مهاراته وقدراته.
- **تعيين متخصصين في مجال الإدارة المالية:** من أهم عناصر نجاح المؤسسات هو القدرة على التحكم في العنصر المالي، وبما أن من خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أنها تواجه صعوبة في التحكم في العنصر المالي خاصة أنه كما ذكرنا سابقا أنه مالك المؤسسة هو المسير والمقرر الأخير يجب أن تعين متخصصين في مجال الإدارة المالية

للتمكن من البحث عن الأساليب المثلى للحصول على الأموال وكذا الأساليب المثلى لاستخدامها.

- **الالتزام بقواعد حوكمة الشركات:** تعتبر تجربة الجزائر في مجال الحوكمة جديدة، حيث ظهرت في سنة 2009 عند صدور ميثاق الحكم الراشد للمؤسسات والذي يركز على أربعة معايير رئيسية والمتمثلة في : [1]
  - **الإنصاف:** توزيع الحقوق والواجبات بين الأطراف الفاعلة وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بها بطريقة منصفة؛
  - **الشفافية:** يجب أن تكون الحقوق والواجبات وكذا الصلاحيات والمسؤوليات الناجمة واضحة وجلية للجميع؛
  - **المسؤولية:** مسؤولية أي فرد محددة بأهداف دقيقة وليست مقسمة؛
  - **التبعية:** كل طرف فاعل مسؤول أمام الآخر فيما يمارس من خلاله المسؤوليات المنوطة له.
- **التطور التكنولوجي:** حتى تتمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مواكبة تغيرات الاقتصاد العصري والتنافسي، يجب عليها أن تعمل على تحديث طريقة عملها لضمان استمراريتها وبقائها وتوفير ميزة تنافسية لمواجهة نظيراتها.

[1] ميثاق الحكم الراشد، مرجع سبق ذكره، ص 27.

خلاصة الفصل:

نستخلص من التجارب الدولية في تفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أنها عملت أولا على تفعيل سوقها الرئيسية لزيادة ثقة المستثمرين والمؤسسات، ثم انتقلت إلى تفعيل السوق البديلة عن طريق جدب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتمتين علاقاتها مع الأسواق الأخرى لتبادل الخبرات والمعلومات، مع التركيز على نشر الوعي الاستثماري والتقرب من الجامعات، أما فيما يخص إرساء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فتعد تجربة الدار البيضاء مثالا مناسبا بعد أن عقدت اتفاقية مع بورصة لندن لتطبيق برنامج "إليت" الذي يهدف إلى مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتوجيهها إلى سوق الأوراق المالية للحصول على التمويل اللازم.

وعلى ضوء استراتيجيات البورصات التي درسناها سابقا، نستنتج ضرورة تفعيل السوق الرئيسية في المرتبة الأولى ليأتي بعدها دور إرساء وتفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أنه لا يمكن أن تحقق سوق الأوراق المالية الأهداف المرجوة لوحدها، وإنما يجب أن تتدخل الحكومة من جهة عبر معالجة المعوقات الاقتصادية، السياسية والثقافية كتطوير الصيرفة الإلكترونية، إعادة النظر في أساليب دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والقضاء على السوق الموازية، ومن جهة أخرى يجب أن تبذل كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمستثمرون بعض المجهودات، كالاستفادة من دورات تكوينية وتطوير الوعي الاستثماري.

خاتمة

الخاتمة

سعينا من خلال هذه الدراسة إلى إيجاد حلولا لإرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم إنشاؤها سنة 2012 والتي لم ترى النور بعد، وبالاستعانة بالتجارب الدولية استخلصنا أنه لإرساء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يجب تفعيل السوق الرئيسية أولا لكسب ثقة المستثمرين والمؤسسات، ويتحقق ذلك بمعالجة بعض العوامل الداخلية لسوق الأوراق المالية، وأخرى خارجية تؤثر على نشاطها من خلال وضع إستراتيجيات محكمة من قبل سوق الأوراق المالية كتمتين العلاقات مع البورصات الأجنبية، الانضمام إلى المنظمات العالمية، تحديث أجهزة التداول ووضع تطبيقات لألعاب الأوراق المالية على الهواتف الذكية لخلق روح التعامل في البورصة، كما يجب على الحكومة أيضا أن تساهم في إرساء وتفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال السيطرة على السوق الموازية، إعادة النظر في برنامج الخوصصة وسياستها في تمويل هذا النوع من المؤسسات.

ولقد تمكنا من اختبار صحة الفرضيات المقدمة، وتبين ما يلي:

الفرضية الأولى: يعتبر العنصر المادي العائق الرئيسي الذي يقف أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تواجه هذه المؤسسات عدة مشاكل في مختلف دول العالم نتيجة عدم كفاية رأسمالها وصعوبة الحصول على التمويل اللازم من مختلف مصادر التمويل، وهذا ما يبرر صحة الفرضية.

الفرضية الثانية: يعد مبدأ التعامل في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو نفس مبدأ التعامل في السوق الرئيسية لكن يختلفان في بعض الشروط كضرورة الاستعانة براعي رسمي يرافق المؤسسات خلال نشاطها في السوق، بالإضافة إلى فرض شروط إدراج ملائمة لخصوصية

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كتخفيض نسبة رأس المال المفتوح وتخفيض عدد المساهمين وكمية الأسهم المصدرة، وهذا ما يعبر عن صحة الفرضية.

الفرضية الثالثة: بدأ انتشار سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الآونة الأخيرة، لكنها لم تحظى باهتمام كبيرا من قبل هذه المؤسسات، بغض النظر عن بورصة لندن التي نجحت في هذا المجال وأصبحت قدوة للبورصات الأخرى، بينما نلاحظ أن كل من بورصة النيل، تونس وفرنسا لم تحقق الأهداف المرجوة ولا تزال تعمل على تحقيقها، حيث يفوق عدد المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسية بكثير عدد المؤسسات المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية.

الفرضية الرابعة: تتشابه معظم شروط الإدراج والشروط المنظمة لسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين كل التجارب الدولية في هذا المجال، وتختلف فقط في بعض الشروط المرتبطة بطبيعة المؤسسات وطبيعة سوق الأوراق المالية في كل دولة، و إن ذل هذا على شيء فهو يدل على الاستعانة بالتجارب السابقة عند الإنشاء، ونفس الشيء بالنسبة للجزائر التي وضعت شروطا مشابهة لشروط البورصات الأخرى مع إدخال بعض الاختلافات البسيطة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية.

الفرضية الخامسة: وضعت لجنة تنظيم بورصة القيم ومراقبتها في الجزائر شروطا وقواعدا بسيطة لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ووفرت تحفيزات جبائية للمؤسسات المدرجة، وعلى الرغم من ذلك لم يتم إدراج أي مؤسسة بعد مرور أربعة سنوات عن إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا راجع إلى عدة أسباب أهمها عدم رغبة هذه المؤسسات لفتح رأسمالها حتى بنسبة 10% وعدم تقبل المالكين فكرة أن هذه النسبة لا تؤثر على ملكيتهم وسلطتهم في المؤسسة، وهذا

نظرا لغياب الثقافة البورصية في المجتمع الجزائري وفقدان الثقة في بورصة الجزائر التي تعتبر شبه ميتة.

كما مكنتنا الدراسة من التوصل إلى نتائج أخرى ندرجها فيما يلي:

- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من صعوبة الحصول على الأموال اللازمة من قبل البنوك بسبب عدم ثقة هذه الأخيرة فيها.
- غالبا ما يكون المسير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو مالكها، وهو ما يفسر سوء التسيير في هذه المؤسسات.
- تم انتشار أسواق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ابتداء من سنة 1995 من قبل بورصة لندن، أما بالنسبة للعالم العربي فمصر هي أول دولة في هذا المجال وذلك في سنة 2007.
- قواعد الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرنة ومخففة عن قواعد الإدراج في السوق الرئيسية.
- تتشابه كل من بورصة النيل، السوق البديلة لتونس، سوق ألترنكست باريس، السوق البديلة للاستثمار للندن، سوق ناسداك OMX فيرس نورث وبورصة الجزائر في بعض قواعد الإدراج، والمتمثلة عدم فرض تحقيق أرباح من قبل المؤسسات المدرجة في السنوات المالية الأخيرة مع اشتراط الإفصاح عن التقارير المالية بالإضافة إلى ضرورة تعيين راعي رسمي يرافقها طيلة نشاطها في سوق الأوراق المالية، كما تختلف هذه الأسواق في شروط أخرى كقيمة رأس المال الأدنى المدفوع عند القيد والنسبة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال وعدد المساهمين المفروض يوم الإدراج.

- من بين التجارب الدولية المدروسة لا يُمنح للمؤسسات المدرجة تحفيزات جبائية إلا في الجزائر وتونس، وعلى الرغم من ذلك تعاني كلا السوقين من صعوبة في جدب المؤسسات.
- يتعلق نجاح سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنجاح السوق الرئيسية.
- تهتم الحكومة الجزائرية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث توفر لها أجهزة تدعمها ماديا ومعنويا.
- من أسباب خمول بورصة الجزائر غياب الثقافة البورصية في المجتمع الجزائري، عدم ثقة المؤسسات والمستثمرين في بورصة الجزائر، استفحال ظاهرة السوق الموازية للتهرب من الضريبة، بالإضافة إلى عدم كفاءة العاملين في البورصة.
- من أسباب تخلف سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على القيام بالدور المنوط بها والمتمثل في تمويل هذه المؤسسات عدم مساندة الدولة لهذه السوق خاصة في ظل سياسات الدعم التي تقدمها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما يؤثر على إقبالها على البورصة.
- تبنت بورصة مصر إستراتيجة تمتد للفترة "2014-2017" لاستعادة كفاءتها، وتضمنت هذه الإستراتيجية إعادة هيكلة منظومة القيد والإفصاح من الناحية التشريعية، تحديث أجهزة التداول، تعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، تخفيض مستندات القيد، الترويج والتوعية المجتمعية وتمتين العلاقات على المستوى الدولي. ونتج عن هذه الإستراتيجية بعد مرور سنة واحدة من تطبيقها إدراج تسعة مؤسسات صغيرة ومتوسطة جديدة وارتفاع كمية التداول بثلاثة أضعاف مقارنة بالسنوات السابقة.

- تبنت البورصة التونسية إستراتيجية امتدت فترتها من 2010إلى 2013 حول نشر الثقافة المالية، إثراء عملية الإدراج في البورصة، تطوير نظام المعلومات وتحسين مهارات العاملين، مما أثر على السوق البديلة بارتفاع عدد المؤسسات المدرجة وارتفاع رسملتها السوقية بنسبة 83% خلال الفترة "2010-2014".
- لإرساء سوق خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الدار البيضاء تم التعاقد مع سوق لندن للأوراق المالية لتطبيق برنامج إليت الذي يهدف إلى مساعدة هذه المؤسسات من خلال توجيهها إلى سوق الأوراق المالية.

بناء على النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذا البحث، يمكن تقديم التوصيات التالية للنهوض ببورصة الجزائر من حالة الخمول التي طالت مدتها، وإرساء وتفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- اتحاد سوق الأوراق المالية الجزائرية والحكومة والعمل على تفعيل السوق الرئيسية أولا، من خلال إجراء دورات تدريبية للعمال للتطلع على التطورات الحاصلة في هذا المجال، إعادة النظر في الإعفاءات الجبائية التي تمنح للمؤسسات الكبيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على حد سواء، القضاء على السوق الموازية وإعادة النظر في سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بدلا من أساليب التمويل الأخرى.
- إنشاء مدرسة البورصة التي تعد دورات تكوينية مجانا لكل فئات المجتمع.
- تصميم الألعاب المتعلقة بالتداول على أسهم الشركات المدرجة أو أسهم شركات افتراضية لتنمية الوعي الاستثماري خاصة لدى فئة الشباب.

- توفير مكاتبا للبورصة في بعض ولايات الوطن للتقرب من المستثمرين وإعداد لقاءات بين المستثمرين والمؤسسات المدرجة.
- تحديث أنظمة التداول والإفصاح وفقا لتلك المعمول بها دوليا.
- تشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال إعادة النظر في قانون الاستثمار الأجنبي لمحافظ الأوراق المالية بالإضافة إلى توفير صناديق لضمان حماية المستثمرين والعمل على توحيد أنظمة الإفصاح لتسهيل الفهم للمستثمرين الأجانب.
- إضافة الأوراق المالية الإسلامية نظرا لطبيعة المجتمع الجزائري الذي يحرص على عدم الخروج عن قواعد الشريعة الإسلامية.
- إنشاء بورصة عربية موحدة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما يسهل انتقال الخبرات والمعلومات بين البورصات العربية، ويزيد من ثقة المستثمرين في البورصة.
- إنشاء صندوق يدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويخفف عنها المصاريف خلال مسيرتها في القيد في سوق الأوراق المالية.

ركزنا في هذا البحث على الجوانب المتعلقة بسوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعلى التجارب الدولية في هذا المجال، ولم نقم بالإلمام بجميع جوانبه نظرا لكونه موضوع واسع، حيث نستطيع اقتراح المواضيع التالية:

- دور السلطات العمومية في التأثير على تفعيل بورصة الجزائر.
- أثر سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الاقتصاد.
- دور الوسطاء في عمليات البورصة في إرساء وتفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولا: المراجع باللغة العربية

أ-الكتب:

1- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.

2- أحمد رحموني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في إحداث التنمية الشاملة في الاقتصاد، الطبعة الأولى، المكتبة المصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2011.

3- أحمد محمد لطفي، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية-دراسة فقهية مقارنة-، دار الفكر والقانون، مصر، 2006.

4- إدارة البحث العلمي، الحدائق العلمية ومناطق التقنية، الطبعة الثانية، جامعة الملك عبد العزيز، وكالة الجامعة للدراسات العليا والبحث العلمي، ، جدة 2004.

5- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

6- اسماعيل محمد الزيود، دور المشروعات الإنمائية الصغيرة في التنمية الريفية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الأردن.

7- الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب، مصر، 2003.

8- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للنشر والتوزيع، مصر، 2006.

9- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.

10- جلال ابراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2003.

11- حازم شحادة، محمد الجيوسي، رياض الحلبي وآخرون، إدارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.

12- حسن سمير عشيش، التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض والتوسع النقدي في البنوك، الطبع الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

13- حمدي الحناوي، تنظيم المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006.

14- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2001.

15- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.

16- رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008.

17- رشدي صالح عبد الفتاح صالح، التمويل المصرفي للمشروعات، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 2006.

18- سعاد نايف البرنوطي، إدارة الأعمال الصغيرة أبعاد للريادة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.

19- سعاد نائف برنوطي، إدارة الأعمال الصغيرة-أبعاد للريادة-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.

20- صلاح الدين حسن السيسي، بورثات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار علا الكتب، مصر، 2003.

21- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

22- عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2010.

23- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.

24- عبد الغفار حنفي، رسمية قرباقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005.

25- عبد الله خبابة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013.

26- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدار الجامعية، مصر، 2009.

27- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

28- فتحي السيد عبده أبو سيد أحمد، الصناعات الصغيرة ودورها في تحقيق التنمية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.

29- فريد راغب النجار، شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.

30- فيصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية_الأسس النظرية والعلمية-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.

31- ماجدة العطية، إدارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.

32- مارك دودجسون، ديفيد جان، الابتكار-مقدمة قصيرة جدا-، ترجمة زينب عاطف سيد، الطبعة الاولى، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، مصر، 2014.

33- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الدار الجامعية، مصر، 2007.

34- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011.

35- محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013.

36- محمد هيكل،مهارات إدارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.

37- مصطفى كمال السيد طايل ،البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي ،الطبعة الأولى ،دار أسامة للنشر والتوزيع ،الأردن، 2012.

38- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.

39- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.

40- موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

41- مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار اثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

42- هيا جميل بشارات، التمويل المصرفي الاسلامي، الطبعة الأولى، دارالنفائس لنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

ب- الأطروحات:

43- أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية، تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة، أطروحة لينل شهادة دكتوراه في العلوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2013.

44- بن اعمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية الدولية في الدول النامية-دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.

45- جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة لدول مصر،تونس والجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

46- حسن عبد العزيز يحي، الصيغ الاسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في المصارف الاسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2009.

47- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.

48- سهام عبد الكريم، دور تكنولوجيا المعلومات والاتصال في تأهيل المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة عينة من المؤسسات (نادي المقاولين والصناعين لمتيجة)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014.

49- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية سلامية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، سطيف،2014.

50- لطفي شعباني، دور التحفيز الجبائي والادخال البورصي في تنشيط المؤسسات الصغيرة والموسطة مع دراسة حالة الجزائر الفترة 2005-2011، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014.

51- محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة مجموعة من مؤسسات الجنوب الجزائري خلال الفترة (2011-2012)-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في إدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.

52- ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.

ت-المجلات والدوريات والمؤتمرات:

53- الياس بن ساسي، ذهيبة بن عبد الرحمن، قرار الرفع في رأس المال نقدا تحت تأثير الأداء المالي و البورصي –دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.

54- الياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم- دراسة عينة من الشركات الأردنية المساهمة-، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 8، 2012.

55- دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، مجلد 41، العدد 96، 2009.

56- شوقي جباري، مصطفى قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-مع الإشارة إلى حالة الجزائر، العدد 05، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، جانفي 2014.

57- عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2010.

58- كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،-دراسة حالة بورصة الجزائر-، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية،جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 11، 2014.

59- محفوظ جبار، سامية عمر عبده، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 3، 2008.

60- محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 9، 2011.

61- محمد رزقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 8، 2010.

62- هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010.

63- وهاب نعمون، ساسية عناني، دور العناقيد الصناعية في تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى وطني حول دور التجمعات والعناقيد الصناعية في تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفي دعم تنافسيتها، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، يومي 29-30 ماي، 2013.

64- أحمد قايد نور الدين، استخدام أساليب جديدة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الصناعات التقليدية والحرفية في الجزائر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة: واقع وآفاق، ملتقى وطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة واقع وآفاق يومي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، يومي 13-14 نوفمبر 2012.

65- الزين منصوري، آليات دعم ومساندة المشروعات الريادية والمبدعة لتحقيق التنمية -حالة الجزائر-، الملتقى الدولي حول الابداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، جامعة سعد دحلب، البليدة، يومي 12 و 13 ماي 2010.

66- السعيد بريبش، سارة الطيب، دور حاضنات الأعمال في تطوير ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تحليلية تقييمية، الملتقى الدولي حول استراتيجيات تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 18-19 أفريل 2012.

67- الشريف ريحان، إيمان بومود، بورصة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحدث مصدر لتمويل المؤسات الصغيرة و المتوسطة-تسليط الضوء على فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول استراتيجيات تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 18 و 19 أفريل 2012.

68- سليمان ناصر، تمويل البنوك الإسلامية للرأس المال العامل للمؤسسات الاقتصادية بالصيغ الإسلامية، المؤتمر الدولي السابع حول منظمات الأعمال المعاصرة من منظور إسلامي،عمان، أيام 23-24-25 نوفمبر 2010.

69- لمياء دالي علي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 20-21 نوفمبر 2006.

70- محمد بوقمقوم، جزيرة معيزي، إضاءات على بعض التجارب العالمية في تطوير وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول استراتيجيات تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ،يومي 18-19 افريل 2012، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

71- محمد عبد الحليم عمر، التمويل عن طريق القنوات التمويلية غير الرسمية، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، يومي 25-28 ماي 2003.

72- ميلود زيد الخير، التمويل الإسلامي الأسس والمبادئ، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي واقع و تحديات، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 9 ديسمبر 2010.

ث-وثائق ومنشورات صادرة عن جهات رسمية:

73- البورصة المصرية، دليل إستراتيجية البورصة المصرية 2014-2017، مصر.

74- البورصة المصرية، قواعد مؤشر النيل، مصر، أوت 2015.

75- المنظمة العربية للتنمية الإدارية، تطوير إدارة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الوطن العربي،غريب جبر جبر، دراسة تحليلية للجوانب المالية والمحاسبية في المشروعات الصغيرة، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2008.

76- بورصة الجزائر، منشورات بورصة الجزائر، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

77- بورصة النيل، دليل بورصة النيل فرصتك في النمو، مصر، 2011.

78- بورصة تونس للأوراق المالية، دليل الإدراج، تونس، أكتوبر 2012.

79- ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، الجزائر.

80- وزارة التجارة الخارجية، تعريف المشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة، مصر، 2004.

81- وزارة الصناعة والمناجم، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2014، العدد 26، الجزائر، أفريل 2015.

82- وزارة الصناعة والمناجم، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2015، العدد 28، الجزائر، ماي 2016.

83- وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمارات، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2010، العدد 18، الجزائر، 2011.

84- وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمارات، نشرية المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2012، العدد 22، الجزائر، أفريل 2013.

ج-النصوص القانونية:

85- الفصل الأول، من القانون رقم 2478 المؤرخ في 1999/11/1 والمعدل بالأمر 1678 المؤرخ في 2007/07/05 ، المتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة، هيئة السوق المالية لتونس.

86- الفصل 23 من القانون رقم 117 المؤرخ في 1994/11/14، المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية،، هيئة السوق المالية لتونس.

87- الفصل 12، قرار وزارة المالية المؤرخ في 1997/02/13 و المعدل في 2007/09/24، المتعلق بالترتيب العام لبورصة الأوراق المالية لتونس، بورصة الأوراق المالية لتونس.

88- المادتين 82 و83، القسم الأول، النظام رقم 97-03، المؤرخ في 06 ديسمبر 1997، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 41.

89- المادة 09 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 المؤرخ سنة 2014، المتعلق بقواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.

90- المادة 07، المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد34 .

91- المادة 04، الأمر رقم 03-78، المؤرخ في 25 فيفري 2003، الذي يتضمن القانون الأساسي لمشاتل المؤسسات، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 13.

92- المادة 01، الأمر رقم 82-11 المؤرخ في 21 أوت 1982 المتعلق بالاستثمار الاقتصادي الخاص الوطني، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 28.

93- قرار رئيس هيئة العامة للرقابة المالية رقم 738 المؤرخ في 2011/10/27، المتعلق بقواعد التداول و التسوية والرقابة لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة بجداول البورصة المصرية.

ح-المواقع الالكترونية:

94- أسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، http://www.noorsa.net/files/file/d3e9_48.pdf.

95- حفيظ صواليلي، سياسة بنك الجزائر تكرس تخفيض قيمة الدينار، http://www.elkhabar.com/press/article/11627/#sthash.EkX242eS.dpbs

96- طارق عبد العظيم أحمد، بورصة الأوراق المالية، http://www.olc.bu.edu.eg/olc/images/sec-7%20(1).pdf.

97- محمد النوري، فقه البورصة بين الجائز والمطلوب-رؤية منهجية للحالة الإسلامية بأوروبا، https://www.google.dz/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q%D8%A8.

98- موقع البنك الدولي، http://www.doingbusiness.org/rankings.

99- موقع البورصة المصرية، http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx.

100- موقع الدار البيضاء، http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx.

101- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، http://www.andi.dz/index.php/ar/a-propos.

102- موقع الوكالة الوطنية للقرض المصغر ANGEM، http://www.angem.dz/ar/article/chiffres-cles/.

103- موقع بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/.

104- موقع بورصة النيل، http://nilex.egyptse.com/ar/Listing_Why_Joining.aspx.

105- موقع بورصة تونس للأوراق المالية، http://www.bvmt.com.tn//.

106- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، http://www.cosob.org/ar/cosob/.

107- موقع وزارة الصناعة والتجارة الخارجية لمصر،

http://www.mti.gov.eg/SME/index.htm.

108- هلا السعيد، المشاريع الصغيرة و المتوسطة في مصر، الفرص والتحديات،

http://www.smeadvisorarabia.com/%D8% D9%81/.

109- يوسف بن عبد الله الشبيلي، الاستثمار في الأسهم و السندات،

http://www.shubily.com/books/asohomandsandat.pdf.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

A-Ouvrages:

110- Nelly DESBARIERE, La Bourse et ses Back-offices, 3eme édition, ECONOMICA, paris, 2001.

111- Philippe Spieser, La Bourse , 3eme édition, Librairie Vuibert, Paris, 2007.

112- Sahnoune Djamel Eddine, , Le marché alternatif et son role dans le développement des PME-le cas de la Tunisie-, revue des économies Nord Africaines,Université de Chlef, 2009, N° 06.

B-**Rapports**:

113- Gérard Rameix, Thierry Giami, Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier, Ministère de l'économie des finances et de l'industrie, Novembre 2011.

114- Nasdaq first north, rapport annuel 2010.

115- Nasdaq first north, rapport annuel 2011.

116- Nasdaq first north, rapport annuel 2012.

117- Nasdaq first north, rapport annuel 2013.

118- Nasdaq first north, rapport annuel 2014.

119- Nasdaq first north, rapport annuel 2015.

120- Rapport annuel 2014 de l' observatoire du financement des entreprises par le marché, Paris, Mai 2015.

121- rapport sur l'evolution des PME, France, 2014

122- Rappot enternext, Enternext au service du financement des PME-ETI, 2015.

C-Documents et publications par des organismes officiels:

123- Article 2, decision SGBV 02/99 Regles de gestion des seances de négauciations a la bourse des valeurs.

124- Bourse de Casablanca, brochure Elite, mars, 2016.

125- Bourse De Casablanca, ELITE "Thinking long term", Casablanca, mars 2016.

D- textes juridiques:

126- Eurofund, restruturing in SMEs: United kingdom, European foundation for the Improvement of Living ana Working, 2013.

127- Euronext Paris, regle des marchés Alternext, france, 2016.

128- London Stock Exchange , Price water house Coopers, Listing in London: A guide to premium and standard listings of equity and flotation on AIM, 2013.

129- London Stock Exchange, A Guide To AIM, London, 2015.

130- London Stock Exchange, AIM Rules For Companies, London, December 2015.

131- London Stock Exchange, Fees For Companies And Nominated Advisors, April 2015.

132- London Stock Exchange, Introduction to London Stock Exchange Capital Markets, London, 2015.

133- Nasdaq First North, Guide To Listing On Nasdaq First north, Nasdaq OMX Group, 2015.

E-Site internet:

134- Brent Fields, Proposed National Market System Plan to Implement a Tick Size Pilot Program on a One-year Pilote Basis, https://www.sec.gov/comments/4-657/4657-93.pdf.

135- EURONEXT Pris, http://www.boursedeparis.fr/.

136- Government of United Kingdom, STATICAL REALEASE, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/467443/bpe_2015_statistical_release.pdf.

137- London Stock Exchange, http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm.

138- Nasdaq OMX First North, http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/firstnorth.

الملخص باللغة الأجنبية

الملخص باللغة الأجنبية:

Le Résumé:

Les petites et moyennes entreprises jouent un rôle important dans le développement économique, étant donné leurs énorme capacité de contribuer au PIB, créer la valeur ajoutée et contribuer à la fourniture d'emplois, et pour diversifier le financement de ces institutions qui ont longtemps souffert de la difficulté à obtenir du financement à partir du secteur bancaire, il a été créé un marché des titres de petites et moyennes entreprises comme un moyen alternatif pour leur financement, et en raison de son succès à Londres, qui est considérée comme un leader dans ce domaine, le marché alternatif a été créer dans de nombreux pays, dont l'Algérie.

Cette étude vise à rechercher les moyens de mise en place d'un marché des valeurs mobilières pour les petites et moyennes entreprises en Algérie, car il n'est encore que d'encre sur papier après quatre années de sa création, puis chercher des moyens pour l'activer à l'avenir sur la base des expériences internationales dans ce domaine, comme l'expérience de l'Egypt dans "Nilex" qui est la première au niveau arabe, l'expérience de la Tunisie dans "le marché alternatif", l'expérience de la France dans "Alternext", l'expérience de Londres dans le marché alternatif des investissements "AIM" et l'expérience des Pays Scandinaves avec le Nasdaq sur le marché "Nasdaq OMX First North".

Les Mots Clés:

Les Petites Et Moyennes Entreprises, Le Marché Boursier, La Bourse Des Petites Et Moyennes Entreprises, Le Marché Alternatif.