

محاولة الاستفادة من تجربة AIM LONDON لتفعيل السوق المالية البديلة في الجزائر

Trying to benefit from the experience of AIM LONDON to activate the alternative financial market in Algeria

صبرينة بوخاري

(مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية بالجزائر) جامعة البليدة 2 علي لونيبي، الجزائر *

boukharisabrina@outlook.com

تاريخ القبول: 2021/04/16

تاريخ الاستلام: 2021/03/16

مستخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم طرق لتفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية عبر الاستفادة من تجربة السوق البديلة للاستثمار AIM بلندن، من خلال استعمال المنهج الوصفي عند تقديم خلفية نظرية حول السوق المالية البديلة ثم استعمال المنهج التحليلي عند دراسة قواعد الإدراج ودراسة أداء كلا السوقيين باستخدام مؤشرات أداء السوق كعدد المؤسسات المدرجة، القيمة السوقية، قيمة وحجم التداول، وخلصت الدراسة إلى ضرورة اقتداء السوق المالية البديلة الجزائرية بتجربة نظيرتها في لندن في بعض المعايير كإعادة النظر في الطابع القانوني للمؤسسات المدرجة لتسهيل جذب المؤسسات للسوق وكذا الارتقاء بنظام تداول ذات معايير عالمية لتحفيز الاستثمار فيها، بالإضافة إلى ضرورة القيام بتعديلات أخرى تلائم خصوصيات السوق والاقتصاد الجزائري على المستوى الداخلي وعلى مستوى كل من الحكومة الجزائرية وقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على حد سواء لتفعيل نشاطها.

الكلمات المفتاحية: السوق المالية البديلة؛ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ السوق البديلة للاستثمار؛ قواعد الإدراج؛ أداء السوق.

تصنيف JEL: D53؛ N20؛ O16

Abstract:

This study aimed to present ways to activate the Algerian SME market by taking advantage of the experience of the Alternative Investment Market (AIM) in London, by using the descriptive approach when presenting a theoretical background on the alternative financial market, then using the analytical approach when studying the listing rules and the performance of both markets using market performance indicators such as the number of

* المؤلف المراسل.

listed companies, the market value, The value and volume of trading. The study concluded that the Algerian alternative market should follow the experience of its counterpart in London in some criteria, such as reconsidering the legal nature of the listed companies to facilitate the entrances to the market, as well as upgrading a trading system with international standards to stimulate investment, in addition to the necessity to make other adjustments that suit the particularities of The market and the Algerian economy at the internal level and at the level of the Algerian government and the small and medium enterprises sector, to activate its activity.

Keywords: Alternative Financial Market; small and medium-sized enterprises; Alternative investment Market (AIM); listing rules; Market performance.

Jel Classification Codes : D53 ; N20 ; O16

مقدمة:

يعتبر مشكل التعثر المالي من بين أكبر العراقيل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة أنها تجد صعوبة في تعبئة الموارد المالية من قبل البنوك والمؤسسات المالية في ظل غياب الضمانات اللازمة، لذلك ظهرت السوق المالية البديلة الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل تمويلي تسمح لها بفتح جزء من رأسمالها وإدراجها في السوق بعد توفير بعض الشروط المرنة التي تراعي خصوصيتها.

ومن بين التجارب الناجحة في هذا المجال نجد السوق البديلة للاستثمار AIM بلندن، حيث مولت عددا كبيرا من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعمل في قطاعات متنوعة، ونظرا لارتفاع عدد المؤسسات المدرجة فيها فهي تسمح بتوفير فرص متعددة للمستثمرين، على عكس التجربة الجزائرية التي على الرغم من كبر القاعدة العددية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيها إلا أنها لم تتمكن من إنجاح السوق المالية البديلة نظرا للعديد من العراقيل المتعلقة بالمناخ الاستثماري في الجزائر، عراقيل متعلقة بالتسيير الداخلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفي الأخير عراقيل متعلقة بسوق الأوراق المالية التي لطالما عانت من ركود ونشاط شبه معدوم.

وللاستفادة من تجربة السوق البديلة للاستثمار AIM نطرح الإشكالية التالية:

- كيف يمكن الاستفادة من تجربة AIM LONDON لتفعيل السوق المالية البديلة في الجزائر؟

وللإجابة على الإشكالية طرحنا الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي السوق المالية البديلة؟
- ما هي القواعد التنظيمية الخاصة بتجربة السوق البديلة للاستثمار للندن وما هو أداؤها؟
- ما هي القواعد التنظيمية الخاصة بالسوق المالية البديلة للجزائر وما هو أداؤها؟
- ما هي أساليب ووسائل تفعيل السوق المالية البديلة للجزائر؟

على هذا الأساس قمنا بصياغة الفرضية الرئيسية التالية:

- السوق المالية البديلة الجزائرية قادرة على الاستفادة نسبيا من تجربة AIM LONDON لتفعيل نشاطها.

وتتفرع عنها الفرضيات التالية:

- تتمتع سوق AIM LONDON بشروط مرنة للإدراج وتحظى بتطور مستمر في أداؤها.
- تفرض السوق المالية البديلة للجزائر شروطا مرنة للإدراج ومع ذلك لم تتمكن من تطوير أداؤها.
- يجب تعديل القواعد التنظيمية للسوق المالية البديلة للجزائر وفقا لخصوصيتها وخصوصية المناخ الاستثماري في الجزائر.

وتتمثل أهمية الدراسة في:

- معالجة أحد أهم المشاكل التي تواجه قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمتمثلة في مشكل تمويلها.
- تسليط الضوء على سوق الأوراق المالية الجزائرية التي تعاني من الخمول والتهيمش
- البحث عن حلول لتفعيل نشاط السوق المالية البديلة للجزائر من خلال محاولة الاستفادة من تجربة لندن الناجحة.

ونسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- التعرف على السوق المالية البديلة.

- استعراض تجربة سوق AIM LONDON الرائدة في مجال سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- محاولة وضع اقتراحات لتفعيل السوق المالية البديلة للجزائر.

ولتحقيق أهداف الدراسة والتأكد من صحة الفرضيات، اعتمدنا على المنهج الوصفي في إطار التعريف بالسوق المالية البديلة والإلمام بالأسس النظرية للموضوع بالإضافة إلى الاعتماد على المنهج التحليلي من خلال تحليل القواعد التنظيمية وأداء كل من سوق AIM LONDON والسوق المالية البديلة للجزائر .

من بين الدراسات السابقة حول الموضوع نذكر

-سماح طلحي، نسرين عوام، نوفل بعلول: دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة تونس-،هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور وفعالية السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالإضافة إلى تقديم واقع وآفاق ممارسة هذه التقنية في تونس، وبعد دراسة هذه التجربة قدمت بعض الاقتراحات كتشجيع شركات الاستثمار ذات رأس المال المخاطر على تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الإدراج في البورصة واقتراحات لجذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لها، وما يميز دراستنا هو أننا استعنا بتجربة لندن في السوق البديلة للاستثمار AIM وقدمنا اقتراحات إضافية لتفعيل السوق المالية البديلة للجزائر.

-ريم رفيعة لعور: الإطار القانوني لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، المجلد5، العدد 01، جامعة المسيلة، 2020، هدفت هذه الدراسة إلى إبراز مدى توفيق المشرع الجزائري في تنظيم القواعد القانونية التي تحكم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، وتوصلت إلى ضرورة إعادة النظر في شروط الإدراج في البورصة، تشريع نصوص قانونية خاصة بحماية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند لجوئها للبورصة، بالإضافة إلى اقتراحات أخرى متعلقة بالنظام الضريبي الجزائري، وما يميز دراستنا الحالية هو تقديم اقتراحات متعلقة بكيفية تفعيل نشاط كل من سوق الأوراق المالية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانب الاقتراحات القانونية.

وعلى هذا الأساس قمنا بتقسيم الدراسة إلى أربعة محاور، قدمنا من خلالها ماهية السوق المالية البديلة، دراسة تجربة السوق البديلة للاستثمار AIM بلندن، تقديم لمحة عن السوق المالية البديلة للجزائر، ثم عرض بعض الاقتراحات لتفعيل هذه الأخيرة.

1- ماهية السوق المالية البديلة:

والتي تسمى أيضا بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو سوق الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة، والتي نقدمها فيما يلي:

1-1 نشأة السوق المالية البديلة:

أول ما ظهرت الأسواق المالية البديلة كان سنة 1971 بالولايات المتحدة الأمريكية بهدف تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمتع بقدرات عالية على الابتكار والإبداع التكنولوجي ولديها آفاق توسعية واعدة في المستقبل وكذا من أجل تفعيل وتطوير تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، ثم انتقلت هذه الأسواق من أمريكا إلى أوروبا وفي مقدمتها بريطانيا التي قامت بإنشاء السوق المالي AIM Market Investment Alternative سنة 1995 والتي تعتبر أول سوق لرؤوس الأموال متخصصة في تداول وتسعير قيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما تم إنشاء السوق البديلة الفرنسية عام 1983 تبعتها بعد ذلك السوق الجديدة الفرنسية التي أنشئت في 28 ديسمبر 1995 والموجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة الفتية المبدعة ذات القدرة الكبيرة على النمو وكذلك بهدف تطوير مهنة رأس مال المخاطر في فرنسا. كما قامت سوق Euronext بإنشاء السوق الفرعية المعروفة باسم Alternext سنة 2005 من أجل دعم السوق البديلة والسوق الجديدة وإعطائهما دفعة جديدة تتماشى والتطورات الرأسمالية، (طلحي وآخرون، 2020، صفحة 513) والتي تم تغيير اسمها في سنة 2017 إلى euronext growth paris، بالإضافة إلى NASDAQ OMX بالولايات المتحدة الأمريكية التي تم إنشاؤها سنة 2006 حيث حققت نجاحا كبيرا في هذا المجال نظرا لانتشار الثقافة البورصية في و.م.أ من جهة وتوفير المناخ الاستثماري المناسب من جهة أخرى.

وفي نفس السياق من المعروف أن القاعدة العددية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبيرة جدا في مختلف اقتصاديات الدول، وتشترك هذه المؤسسات في نفس العائق والذي يتمثل في نقص الموارد المالية، وبما أن سوق الأوراق المالية يعتر بديلا تمواليا مناسباً لها فقد انتقلت تجربة إنشاء السوق المالية البديلة في العديد من الدول كإسبانيا، إسطنبول، ماليزيا، الهند، نيجيريا، كما انتشرت أيضا في العالم العربي في مصر، تونس، قطر، السعودية، المغرب والجزائر التي بدورها قامت بإنشائها في سنة 2012.

2-1 تعريف السوق المالية البديلة:

يمكن تعريفها على أنها تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأخذة في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة، (مكاوي و بابا حامد، 2017، صفحة 202) التي تفرض شروطا تعجز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن تلبيتها. حيث خففت في شروط الإدراج التالية:

- تخفيض نسبة رأس المال المفتوح عند الإدراج؛
- تخفيض عدد المساهمين مع إمكانية تعويضهم بعدد من المستثمرين المؤسسيين؛
- تحديد راعي رسمي يرافق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة طيلة مدة نشاطها في السوق؛
- عدم فرض تحقيق أرباح في السنة أو السنتين الأخيرتين قبل تاريخ طلب القيد؛
- إصدار القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة لسنة مالية واحدة على الأقل قبل تاريخ طلب القيد؛
- تقديم تحفيزات ضريبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة.

3-1 التحديات التي تواجهها السوق المالية البديلة:

يمكن تلخيص أهم هذه التحديات في: (برهوم، 2016، صفحة 228)

- إحصاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الدخول إلى السوق المالية البديلة؛
- ضعف خبرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكيفية التعامل في السوق المالية البديلة؛
- إحصاء المستثمرين على الإستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2- دراسة تجربة السوق البديلة للاستثمار AIM بلندن:

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

2-1 تقديم السوق البديلة للاستثمار AIM:

تم إطلاق السوق البديلة للاستثمار "AIM" في سنة 1995 أي منذ 25 عامًا مع عشر شركات فقط وبقيمة إجمالية تبلغ 82 مليون جنيه إسترليني. فبعد أكثر من عقدين من الزمن، تطورت AIM لتصبح السوق الأكثر نجاحًا والأكثر رسوخًا في العالم للشركات الديناميكية عالية النمو التي يدعمها مجموعة من الشركات والمستشارين والمستثمرين. (<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim>)

توفر السوق البديلة للاستثمار مجموعة من المزايا والتي تتمثل فيما يلي: (<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim>)

- تحتوي على قاعدة مستثمرين متنوعة وذات معرفة عالية والتي تحرص على توفير رأس المال لدعم الشركات المتنامية، حيث تتمتع الشركات المدرجة في AIM بإمكانية الوصول إلى مجموعة من المستثمرين المؤسسيين والمستثمرين الأفراد.
- تعمل على الترويج لصورة الشركة وعلامتها التجارية على المستوى الدولي.
- تحتوي على شبكة من المستشارين وموفري السيولة الذين يفهمون احتياجات الشركات الصغيرة والمتوسطة وقادرون على دعمهم طوال رحلتهم في السوق.
- تعمل وفقًا لنهج تنظيمي مصمم خصيصًا لتلبية احتياجات الشركات المتنامية.
- تسمح للشركات الصغيرة والمتوسطة استخدام الأسهم كعملة للقيام بعمليات الاستحواذ (شراء الأسهم) وتنمية الأعمال.
- توفر فرصة للشركات لتحسين التزام الموظفين باستخدام الأسهم كحافز لتشجيعهم على المدى الطويل.

2-2 قواعد القيد في السوق البديلة للاستثمار "AIM":

يتاح للشركات الصغيرة والمتوسطة إمكانية القيد في السوق البديلة للاستثمار إما عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وحتى تكون مؤهلة للقيد في السوق البديلة للاستثمار يجب:¹

- أن يكون الطابع القانوني للشركة "شركة عامة محدودة";
- أن تعين مستشارًا متخصصًا يرافقها في كل المعاملات وطيلة مدة الإدراج أو ما يسمى أيضًا بالراعي الرسمي؛ ويجب أن يكون مسؤولًا على تقديم المشورة وتوجيه المؤسسة،

¹London Stock Exchange, AIM Rules For Companies, London, December 2015, p 04.

ويتم تعيين مسؤولياته من قبل سوق AIM. و إذا توقف عن العمل لصالح المؤسسة، ولم تتمكن هذه الأخيرة من تعيين مستشارا جديدا في غضون شهر واحد من تاريخ التوقف، يتم إلغاء قيد المؤسسة في سوق AIM؛

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

أما فيما يخص مصاريف القيد فنقدمها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): مصاريف القيد في السوق البديلة للاستثمار

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

Source: (London Stock Exchange, 2021, p. 08)

London Stock Exchange, Fees For Issuers, January 2021, p 08.

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

2-3 تطور أداء السوق البديلة للاستثمار AIM:

فيما يلي نقدم تطور أداء السوق البديلة للاستثمار في كل من السوق الأولية والسوق الثانوية خلال المدة الممتدة من 2012 إلى 2020:

الجدول رقم (02) : تطور أداء السوق الأولية خلال الفترة (2012-2020)

السنة	عدد الشركات المدرجة			القيمة السوقية	عدد الإصدارات الجديدة		
	المحلية	الأجنبية	المجموع		المحلية	الأجنبية	المجموع
2012	870	226	1096	61747.70	49	24	73
2013	861	226	1087	75928.60	78	21	99
2014	885	219	1104	71414.30	94	24	118
2015	845	199	1044	73076.60	47	14	61
2016	809	173	982	80814.10	55	9	64
2017	808	152	960	106882.30	69	11	80
2018	780	142	922	91253.10	52	13	65
2019	740	123	863	104227.96	20	3	23
2020	707	112	819	131133.20	29	3	32

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع السوق البديلة للاستثمار AIM

<https://www.londonstockexchange.com/reports?tab=aim>

يستعرض الجدول أعلاه عدد الشركات المحلية والأجنبية المدرجة في السوق البديلة للاستثمار AIM والقيمة السوقية أو ما يسمى برسملة السوق بالإضافة إلى الإصدارات الجديدة في كل سنة خلال الفترة 2012-2020، وأبرز ما نلاحظه هو انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق البديلة للاستثمار طيلة الفترة المدروسة، لكن على الرغم من ذلك حافظت السوق على صدارتها في مجال توفير فرص التمويل بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة من جهة وتوفير فرص

للمستثمرين من جهة أخرى، حيث لا تزال هناك مجموعة متنوعة من الشركات المدرجة والتي تنشط في العديد من القطاعات للاختيار من بينها.

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

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

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

الجدول رقم (03): تطور أداء السوق الثانوية خلال الفترة (2012-2020)

السنة	قيمة التداول (مليون جنيه إسترليني)	إجمالي عدد الصفقات	حجم التداولات (م)	متوسط التداولات اليومية	متوسط الحجم اليومي (م)
2012	48326,94	7154323	338615,56	28390,17	1343,71
2013	39597,37	6425265	490072,66	25396,30	1937,05
2014	56543,91	8714460	582397,87	34444,50	2301,97
2015	41779,37	7476748	675361,17	29552,36	2669,41

2739,79	31967,07	693168,19	8087668	43540,20	2016
3316,06	45625,05	835646,40	11497512	67819,68	2017
1930,17	44357,92	488333,07	11222554	68863,69	2018
2447,96	40276,32	619333,85	10189908	59532,49	2019
3728,53	67346,10	947046,34	17105909	82965,90	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع السوق البديلة للاستثمار AIM

<https://www.londonstockexchange.com/reports?tab=aim>

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

3- لمحة عن السوق المالية البديلة للجزائر:

تم إنشاء السوق المالية البديلة في الجزائر في سنة 2012 نظرا لنجاح هذه التجربة في العديد من الدول وتلبية لحاجة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنويع مصادر تمويلها، وفيما يلي نقدم هذه السوق وندرس تطور أدائها بدءا من إدراج أول مؤسسة فيها والمتمثلة في شركة أوم أنفست AOM Invest spa.

3-1 تقديم السوق المالية البديلة للجزائر:

في إطار إعادة هيكلة سوق الأوراق المالية الجزائرية في سنة 2012، ووفقا للنظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي سنة 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. تم تقسيم السوق إلى سوق سندات الدين التي تنقسم بدورها إلى سوق السندات وسوق كتل سندات الخزينة العمومية، وسوق سندات رأس المال التي تنقسم بدورها إلى السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي السوق المالية البديلة محل دراستنا.

كما حدد هذا النظام شروط قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق والتي نقدمها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (04): شروط القيد في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجزائر

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

المصدر: (بورصة الجزائر، 2015، صفحة 02)

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

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

وبما أن عدد الشركات المصغرة يقدر بنسبة 97٪ من إجمالي النسيج الاقتصادي وتليه الشركات الصغيرة بنسبة 2.6٪ ثم الشركات المتوسطة بنسبة 0.4٪ (Ministère de l'industrie et des mines, 2020, p. 08)، فإن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية غير مؤهلة قانونيا أن تدرج في السوق المالية البديلة باعتبار أن الشركات المصغرة لا تحقق شرط توفير سبعة (7) شركاء على الأقل وبالتالي فهي لا تحقق شرط الطابع القانوني المفروض من قبل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وإذا رجعنا إلى السوق البديلة للاستثمار AIM نجدها تشترط أن يكون الطابع القانوني "شركة عامة محدودة" وهو مصطلح قانوني يستخدم في المملكة المتحدة (يعبر عليه في القانون الجزائري بمصطلح "الشركة ذات المسؤولية المحدودة")، ولهذا النوع من الشركات إمكانية إصدار أسهم للجمهور وإمكانية الإدراج في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يسهل على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اللجوء إلى السوق المالية البديلة على عكس نظيراتها الجزائرية التي يجب أن تستبدل طابعها القانوني حتى تتمكن من تحقيق شرط الإدراج في الوقت الذي تكون فيه أصلا تعاني من تعثر مالي وترغب في البحث على بديل تمويلي خارج الطرق التمويلية التقليدية.

والجدير بالذكر أيضا أن شرط الإفصاح على القوائم المالية للسنتين الأخيرتين والالتزام بالشفافية طيلة مدة الإدراج في السوق أيضا يمثل عائقا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فأغلب المؤسسات الجزائرية مصغرة ولا تولي اهتماما كبيرا للإدارة المالية حيث

يتخذ مالك المؤسسة دور المسير، وقد يخلط بين نفقاته الخاصة كشخص طبيعي ونفقات المؤسسة، بالإضافة إلى عدم الإفصاح على الأرباح الفعلية قصد دفع أقل قيمة للضرائب وهو ما يسمى بالغش الضريبي.

2-3 تقديم شركة أوم أنفست (AOM INVEST spa)

بعد 6 سنوات من إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم إدراج أول شركة المتمثلة في أوم أنفست (AOM INVEST spa)، ولتقديم الشركة بتفاصيل إدراجها في السوق نعرض البطاقة الفنية التالية:

الجدول رقم (05): بطاقة فنية لشركة أوم أنفست

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

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

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

- الجزائر استثمار: أول مؤسسة رأسمال استثماري معتمدة من طرف وزارة المالية
(2021, lang=ar&https://www.eldjazair-istithmar.dz/?page=sond)
 - أليانس للتأمينات: شركة تأمين جزائرية مدرجة في سوق الأوراق المالية الجزائرية منذ سنة 2011.
 - البنك الوطني الإفريقي نيابة عن صندوق الولاية الاستثماري.
 - وبلغ إجمالي مصاريف إدراج الشركة في السوق 2090535 دج موزعة على النحو التالي:
(bourse d'alger, 2018, p. 13)
 - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB بقيمة 115830 دج.
 - المؤتمر المركزي للأوراق المالية في الجزائر "الجزائر للتسوية" Algérie Clearing بقيمة 20000 دج.
 - شركة تسيير بورصة القيم SGBV بقيمة 478705 دج.
 - مرقي البورصة "RMG Consulting" بقيمة 476000 دج.
 - الوسيط في عمليات البورصة "Tell Markets" بقيمة 1000000 دج.
- تعتبر هذه الرسوم والمصاريف مرتفعة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن في المقابل تستفيد المؤسسات المدرجة من تحفييزات جبائية، فوفقا للقانون رقم 14 - 10 المؤرخ في 30 ديسمبر 2014 المتضمن قانون المالية لسنة 2015 قد يتم إعفاء من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والأوراق المالية المسعرة في البورصة لمدة خمس سنوات.
- 3-3 تطور أداء السوق المالية البديلة للجزائر:**
- بما أنه تم إدراج شركة أوم أنفست في أواخر سنة 2018، ندرس فيما يلي أداء السوق المالية البديلة خلال الفترة 2018-2020:

الجدول رقم 06: مؤشرات السوق خلال الفترة 2018-2020

عدد الأوامر	حجم الأوامر	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد المعاملات	رسملة السوق
10	14400	11000	330000	04	481109500
2018					

568057000	03	117200	280	18740	36	2019
568057000	00	00	00	00	00	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع سوق الأوراق المالية الجزائرية
http://www.sgbv.dz/?page=bilan_pme&lang=fr

من خلال الجدول أعلاه، نقدم تطور نشاط السوق المالية البديلة للجزائر من خلال عدد وحجم أوامر السوق بالإضافة إلى حجم وقيمة التداول بالإضافة إلى قسمة رسملة السوق، وأبرز ما نلاحظه هو أن في أواخر سنة 2018 (عند إدراج الشركة في السوق) تم إجراء أربعة معاملات فقط، أين تم التداول على 11000 سهما بقيمة 330000 دج، ثم تم إجراء ثلاثة معاملات في سنة 2019 أين تم التداول على 280 سهما بقيمة 117200 دج، وحسب ما وردنا عن إطار في بورصة الجزائر (مكلف باستقبال المتريصين) أن كل هذه المعاملات تمت بين شركة أوم أنفست والثلاثة المساهمين المؤسستين، وأن الشركة وشركائها الجدد لم يطرحوا أسهما للتداول بعد تلك الفترة (أي لا توجد عروض البيع لتلقي عروض الشراء) وهو ما يفسر انعدام المعاملات في سنة 2020.

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

4- طرق تفعيل السوق المالية البديلة للجزائر:

حتى تتمكن السوق المالية البديلة من تفعيل نشاطها يجب القيام ببعض التغييرات في بعض الأنظمة والإجراءات من قبل كل من الحكومة الجزائرية، السوق المالية البديلة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

1- 4 اقتراحات موجهة للحكومة الجزائرية:

- إعادة النظر في النظام الضريبي الجزائري ومحاولة تخصيص نظام ضريبي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يراعي خصوصيتها وبالتالي تجنب التهرب والغش الضريبيين.
- اقتراح إدراج الشركات ذات المسؤولية المحدودة، فهذه الأخيرة يمكنها إصدار أسهم بل رأسمالها عبارة عن حصص، فلا بد من تدخل المشرع الجزائري والنص على تنوع الأوراق المالية الممكن تداولها، و يعتبر الباحثون في الاقتصاد أن التنوع في الأوراق المالية من أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة، إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، واختيار ما يلائم إمكانياتهم و أهدافهم، والتنوع يعمل على تخفيض حجم المخاطر، إذ أن المشرع الجزائري سمح بالتداول بثلاث أصناف من القيم المنقولة فقط، هذا ما يحد من رغبة المستثمرين في استثمار أموالهم في هذه الأنواع المحدودة. (لعور، 2020، صفحة 308)
- إعادة النظر في سياسة التنمية المنتهجة من قبل الحكومة الجزائرية التي عادة ما تدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببرامج وسياسات تمويل تقليدية، في حين يمكنها تسليط الضوء على سوق الأوراق المالية كبديلا تموليا، على سبيل المثال يمكن تخصيص هيئة تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تحضير إجراءات الإدراج وتقديم لها المشورة والنصائح اللازمة أو تقديم لها دعما ماليا لتخفيف مصاريف الإدراج في السوق.

4-2 اقتراحات موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- الفصل بين المالية الخاصة بالمالك والمالية الخاصة بالمؤسسة.
- تعيين متخصصين في الإدارة المالية من أجل التحكم بفعالية في الجانب المالي للمؤسسة.
- الالتزام بقواعد حوكمة الشركات المتمثلة (الإنصاف، الشفافية، المسؤولية والتبعية)

4-3 إقتراحات موجهة للسوق المالية البديلة:

- استعمال أنظمة تداول حديثة وبمواصفات عالمية لكي تمكن السوق لمالية البديلة من تسهيل عملية التداول بالنسبة للمستثمرين (خاصة أن بورصة الجزائر تعمل بنظام تداول بسيط صممه بنفسها)، بالإضافة إلى تشجيع المستثمرين الأجانب على الاستثمار في سوق الأوراق المالية الجزائرية من خلال الاعتماد على نظام التداول الالكتروني كما

هو معمول به من طرف السوق البديلة للاستثمار بلندن AIM والذي يسمى بـ Stock Exchange Electronic Trading Service (SETS)

- تدريب وتكوين العاملين في بورصة الجزائر من أجل تحسين الخدمات المقدمة
- إعادة النظر في نوع المؤسسات التي يمكنها القيد في السوق كما هو مطبق في سوق AIM بلندن التي حددت نوع المؤسسات الأكثر انتشارا في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتسهيل عملية القيد، فعلى الرغم من أن شروط قيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مرنة لكنها تبقى مستحيلة بالنسبة لأغلبية هذا النوع من المؤسسات (شرط الطابع القانوني للشركة الذي ذكرناه سابقا).
- تخفيف مصاريف الإدراج في سوق المالية البديلة.
- نشر الوعي والثقافة البورصية من خلال إعداد دورات تكوينية للراغبين في التعرف على كيفية سير عمل سوق الأوراق المالية، ووضع منشورات مستحدثة موجهة لكل المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ففي موقع سوق AIM مثلا نجد معظم المنشورات مستحدثة في سنتي 2020-2021 وتبين شروط وقواعد مختلف الخدمات التي تقدمها السوق بطريقة مفصلة وبمبسطة.
- التوسع عبر التراب الوطني من خلال إنشاء مكاتب للبورصة أو شباكا خاصا بعمليات الأوراق المالية في البنوك، قصد التقرب من الجمهور وتحفيزهم على الاستثمار في الأوراق المالية.

الخلاصة:

إن نجاح السوق البديلة للاستثمار AIM يستدعي الاقتداء بها، لاسيما من خلال الشروط المرنة التي تفرضها لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتقنيات المستحدثة التي تستعين بها لتسهيل التعامل بالأوراق المالية، والسوق المالية البديلة الجزائرية أيضا بدورها تفرض شروطا مرنة للإدراج مع تقديم بعض الإعفاءات الضريبية لكن مع ذلك لم تتمكن من تحقيق الأهداف المرجوة.

والجدير بالذكر أنه لا يمكن تطبيق تجربة سوق AIM كليا على سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر نظرا لاختلاف اقتصاديات الدولتين (المملكة المتحدة والجزائر) وعلى هذا الأساس استخلصنا أنه لتفعيل السوق المالية البديلة الجزائرية يجب:

- تدخل الحكومة الجزائرية لتوفير المناخ الاستثماري المناسب للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتشريع قوانين تلائم خصوصية هذه المؤسسات في المجال الضريبي، مجال الطابع القانوني للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى إعادة النظر في سياسة التنمية المنتهجة من خلال تسليط الضوء على السوق المالية البديلة.
- التزام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمعايير حوكمة الشركات.
- تفعيل سوق الأوراق المالية الرئيسية في المرتبة الأولى من خلال تحسين أداء العاملين فيها والخدمات التي تقدمها، بالإضافة إلى استحداث تقنيات لتداول الأوراق المالية بمعايير عالمية، ثم تفعيل السوق المالية البديلة في المرتبة الثانية، من خلال جذب كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمستثمرين عبر نشر الوعي البورصي وتخفيف مصاريف الإدراج في السوق.

قائمة المصادر والمراجع:

- الكتب:
- 1- برهوم أسماء، 2016، *البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة تجارب/جنوبية-*، الطبعة الأولى، دار الوفاء القانونية، مصر.
 - *المقالات في مجلات علمية:*
 - 1- طلحي وآخرون، 2020، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس. *مجلة العلوم الإنسانية*، المجلد 31، العدد 2، جامعة بسكرة، ص 513.
 - 2- لعور ريم رفيعة، 2020، الإطار القانوني لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، *مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية*، المجلد 05، العدد 1، جامعة المسيلة، ص 308.
 - 3- مكاي الحبيب، كريمة بابا حامد، 2017، البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، *مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي*، العدد 2، جامعة المسيلة، ص 202.
 - *المواقع الإلكترونية:*
 - 1- بورصة الجزائر، 2015، *منشورات بورصة الجزائر*، <file:///D:/article%20c2/document1004543706.pdf>.
 - 2- مؤسسة الجزائر استثمار، *الجزائر*، <https://www.eldjazair.istithmar.dz/?page=sondlcss>.
 - **Site Electronique:**
 - 1- bourse d'alger, 2018, *notice d'information* ,
file:///D:/article%20C/AOM/Notice%20AOM%20INVEST%20%20TM
26112018.pdf

- 2- COMMISSION D'ORGANISATION ET DE SURVEILLANCE DES OPÉRATIONS DE BOURSE , 2018, *fiche technique d' AOM INVEST SPA*, <https://www.cosob.org/poste/aom-invest-spa/>.
- 3- London Stock Exchange, January 2020, *Fees For Issuers*, <https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/fees-for-issuers.pdf>
- 4- London Stock Exchange, 2021, January, <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim>.
- 5- Ministère de l'industrie et des mines, 2020, *bulletin d'information statistique de l'entreprise*, http://www.mdipi.gov.dz/IMG/pdf/bulletin_PME_36_VFF.pdf