

بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية مستحدثة للتمويل (حالة الجزائر على ضوء نموذج بورصة لندن وبورصة النيل)

د. إسماعيل صاري

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، ismail.sari@univ-setif.dz

تاريخ الإيداع: 2018/09/25

تاريخ المراجعة: 2020/09/07

تاريخ القبول: 2021/05/23

ملخص

إن أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضرورة ترقية ودعم المحيط المالي لها، حتم على الجزائر إنشاء بورصة خاصة بهذه المؤسسات سنة 2012 للاستفادة من التمويل المباشر. إلا أنه لم تدرج أي مؤسسة في هذه السوق حتى وقتنا الحاضر، ويعود هذا بالأساس إلى غياب الثقافة المالية للمتعاملين، وقلة المحفزات الكافية لذلك. وعليه يمكن للقائمين على البورصة تيسير شروط القيد على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإعفاءها من شروط الإفصاح والشفافية لفترة معينة حتى يتم تأهيلها لذلك، مع الأخذ بالتجارب الدولية في هذه الأسواق كالسوق البديلة في لندن وبورصة النيل في مصر.

الكلمات المفتاحية: مؤسسات صغيرة و متوسطة، سوق مستحدثة للتمويل، سوق مستحدثة في لندن ومصر.

SME Stock Exchange as a new Financing Mechanism

(Algeria's Case in the Light of the London Stock Exchange and the Nile Stock Exchange)

Abstract

The importance of SMEs and the need to upgrade and support their financial environment necessitated the establishment of a special exchange for these institutions in 2012 to benefit from direct financing. However, no institution has been included in this market to date, due mainly to the lack of financial culture of the clients, and the lack of sufficient incentives for it. Accordingly, the bourse operators should facilitate the registration conditions for SMEs, and exempt them from disclosure and transparency requirements for a certain period until they are qualified for this, taking into account the international experiences in these markets such as the alternative market in London and the Nile Stock Exchange in Egypt.

Keywords: Small and medium enterprises, emerging market for finance, new market in London and Egypt.

La bourse des PME en tant que nouveau mécanisme de financement

(le cas de l'Algérie à la lumière de la bourse de Londres et de la bourse du Nil)

Résumé

L'importance des PME et la nécessité de moderniser et de soutenir leur environnement financier ont nécessité la création d'un échange spécial en 2012 pour que ces institutions puissent bénéficier d'un financement direct. Cependant, à ce jour, aucune institution n'a été incluse dans ce marché, principalement en raison du manque de culture financière des clients et de l'absence de mesures d'incitation suffisantes. En conséquence, les opérateurs boursiers pourraient faciliter les conditions d'enregistrement pour les PME et les dispenser des obligations d'information et de transparence jusqu'à ce qu'elles soient qualifiées pour cela, en tenant compte des expériences internationales sur ces marchés comme le marché alternatif de Londres et la Bourse du Nil en Egypte.

Mots-clés: Petites et moyennes entreprises, marché émergent de la finance, marché émergent à Londres et en Égypte.

إن تطوير مكانة وأداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعتبر قضية جوهرية يتوجب أن تركز عليها السياسات الاقتصادية من خلال تبني استراتيجية مثلى لتطويرها، وذلك باعتبارها منطلقاً أساسياً لزيادة الطاقة الإنتاجية، والمساهمة في معالجة مشكلتي البطالة والفقر من ناحية أخرى. لذلك أولت دول كثيرة ومنها الجزائر هذه المنشآت اهتماماً متزايداً، وقدمت لها العون والمساعدة بغية تعزيز قدرتها على الصمود أمام المنافسة المحلية والدولية. ويأتي الاهتمام المتزايد بالمنشآت الصغيرة والمتوسطة، لأنها بالإضافة إلى قدرتها الاستيعابية الكبيرة للأيدي العاملة، تسعى الجزائر من خلالها إلى تنويع الاقتصاد عن طريق زيادة الصادرات وإحلال الواردات، خاصة مع تعمق هشاشة الاقتصاد الوطني وتبعيته الكلية لمتغيرات أسعار المحروقات في الأسواق الدولية.

وبالرغم من هذه المزايا التي تحققها هذه المؤسسات إلا أنها لا تزال تعاني في وقتنا الراهن العديد من المشاكل والصعوبات التي تعترض طريقها إلى النمو والتطور. ومن أهم هذه المشاكل مشكل التمويل، حيث إن هذه المؤسسات لا تكفي مواردها الذاتية لتمويل احتياجاتها وفي العادة فهي تلجأ إلى البنوك للحصول على التمويل إلا أنها لا تحصل عليه في غالب الأحيان بسبب نقص الضمانات وارتفاع التكلفة التمويلية وضعف الوضعية المالية لهذه المؤسسات. وفي ظل هذه الصعوبات ظهرت بدائل تمويل أخرى متاحة لهذه المؤسسات وهي: الائتمان الإيجاري، وعقد تحويل الفاتورة، والتمويل الإسلامي، والتمويل عن طريق فتح رأس المال. وتعد البورصة أحد أفضل هذه البدائل التمويلية للمشروعات الراغبة في التوسع وزيادة رأس المال، ويمكن للشركات الصغيرة والمتوسطة التوسع في رأس المال والدخول إلى أسواق جديدة من خلال القيد في البورصة المخصصة لها، والتي تعتبر ذات مزايا عديدة بالمقارنة مع مصادر التمويل التقليدية المتاحة، وبالتالي يجب الاستفادة من هذه المزايا لتمويل المؤسسات خاصة في الدول النامية التي لا يزال فيها هذا النوع من المؤسسات يركز على البنوك التجارية في الحصول على التمويل.

وفي الجزائر تم فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في 2010 للاستفادة من التمويل المباشر، وهذا قبل إنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012 كبديل مستحدث لتمويل هذه المؤسسات على ضوء البرامج التنموية. من خلال هذا نطرح الإشكالية التالية:

في ظل كثرة الضمانات التي تفرضها البنوك التجارية، هل يمكن لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن

توفر التمويل اللازم لهذه المؤسسات حتى مع قلة أو انعدام الضمانات لديها؟

أهمية البحث:

إن توطد العلاقة بين تنويع التنمية والنمو الاقتصادي ومؤشرات الاقتصاد الكلي، يتحقق بوجود قطاع مؤسسات صغيرة ومتوسطة عصري ومرن. وبهذا تتجلى أهمية هذه الدراسة من خلال حداثتها موضوع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضرورة معرفة مختلف أبعادها وانعكاساته على تنشيط الاقتصاد القومي ودعم القطاعات الواعدة، بالإضافة إلى الاستفادة من تجارب الدول الرائدة ونقل خبراتها، سواء على المستوى العالمي (بورصة لندن) أو الإقليمي (بورصة النيل).

أهداف البحث: نهدف في هذا البحث إلى الوقوف على أهمية التمويل للمؤسسات عن طريق البورصة، وكذا العراقيل التي حالت دون الإقبال على بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من خلال طرح تجربتين رائدتين (بورصة النيل كنموذج إقليمي وبورصة لندن كنموذج عالمي).

الدراسات السابقة:

- دراسة مكاوي الحبيب، بابا حامد كريمة، بعنوان البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مقال بمجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة الجزائر، العدد 02، سبتمبر 2017، تناول الباحثان إشكالية مفادها كيف يمكن لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة توفير التمويل اللازم لهذه المؤسسات. وتوصلت هذه الدراسة إلى أنه على ضوء المشاكل والصعوبات التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وقيام بورصة الجزائر بفتح صحن أمام هذه المؤسسات من أجل الاستفادة من التمويل المباشر تكون الدولة قد خطت خطوة من أجل النهوض بهذا القطاع الذي له دور فعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، لكن تعدد مصادر التمويل وتنوعها لا يعني توفر بدائل كافية وملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- دراسة بوحادرة عبد الكريم، شريط عثمان، بعنوان دور إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة في تفعيل السوق المالي الجزائري، مقال بمجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 2 الجزائر، العدد رقم 04، المجلد رقم 1 جوان 2017، تناول الباحثان إشكالية مفادها مدى مساهمة إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تفعيل وتنشيط السوق المالية الجزائرية، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن أهم أسباب إحجام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن اللجوء إلى السوق المالية الجزائرية من أجل سد مختلف الحاجات التمويلية والاستثمارية هو نقص الوعي الاستثماري حول أهمية هذه السوق في سد حاجيات التمويل، واعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل الذاتي نتيجة للملكية الفردية أو ملكية العائلات لهذه المؤسسات، مع تسجيل عدم ثقة المستثمرين والمدخرين في النظام المالي الجزائري بصفة عامة والمؤسسات القائمة عليه بصفة خاصة. كما أن تخطي هذه العقبات سيساهم في زيادة نشاط السوق المالي في الجزائر ويعمل على التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال، من خلال توجيهها نحو أصحاب العجز بشكل عام ونحو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص باعتبارها أحد أهم روافد التنمية الاقتصادية.

هيكل البحث:

انطلاقاً من الطرح السابق تم تقسيم البحث إلى:

1- ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر 02-17؛

2- التحديات الأساسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

3- بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛

4- تجربة بورصة لندن وبورصة النيل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة؛

1- ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر 02-17؛

تتعلق معظم الأعمال التي اهتمت بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من فكرة مؤداها أن هذا النوع من المؤسسات متميز وهي أطروحة أكدتها نتائج العديد من الدراسات. فبمجرد ذكر المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تطرح إشكالية تعريفها ومدى اختلافها عن المؤسسة الكبيرة. فمهما كان المعيار الذي نعتمده في تصنيفها فإن الاقتصاديين والمسييرين متفقون على أن التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة له خصوصيات مرتبطة

أساسا بهذه المعايير. والأسس النظرية للبحث في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تنطلق من تيارين مختلفين لكنهما متكاملين هما: تيار الخصوصية وتيار التتويج.

1-1 مفهوم المشاريع الصغيرة والمتوسطة حسب القانون 17-02:

يختلف مفهوم المشاريع الصغيرة والمتوسطة من دولة لأخرى وفقا لاختلاف إمكانياتها وظروفها الاقتصادية والاجتماعية التي تحدد ملامح وطبيعة الصناعات القائمة فيها، ومن بين هذه التعاريف: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. يهدف هذا القانون إلى تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وتحديد تدابير الدعم والآليات المخصصة لها فيما يتعلق بالإنشاء والإنماء والديمومة.

تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/ أو الخدمات⁽¹⁾:

- تشغل من واحد (1) إلى مائتين وخمسين (250) شخصا. عدد الأشخاص الموافق لعدد وحدات العمل السنوية. بمعنى عدد العاملين الأجراء بصفة دائمة خلال سنة واحدة أما العمل المؤقت أو العمل الموسمي فيعتبران أجزاء من وحدات العمل السنوي. والسنة التي يعتمد عليها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تنشط هي تلك المتعلقة بآخر نشاط محاسبي مقفل.

- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي أربعة (4) ملايين دينار جزائري أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية مليار (1) دينار جزائري. هي تلك المتعلقة بآخر نشاط مقفل مدة اثني عشر (12) شهرا.

- تستوفي معيار الاستقلالية. والمؤسسة المستقلة كل مؤسسة لا يمتلك رأسمالها مقدار 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ يشكل تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما هو منصوص عليه في هذا القانون مرجعا لمنح كل أشكال الدعم لفائدة هذه المؤسسات ومرافقتها وكذا لجمع البيانات ومعالجة الإحصائيات⁽²⁾.

1-2 خصائص المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

تحمل المشروعات الصغيرة من الخصائص ما يؤهلها لأن تلعب دورا هاما في عملية التنمية حيث تتميز بـ⁽³⁾:

- انخفاض التكاليف الرأسمالية نسبياً: يتميز المشروع الصغير بأن استثماراته محدودة كما أن تكلفة رأس المال المستثمر في أصوله الثابتة والمتغيرة منخفضة نسبياً، مما يجعل تكلفة خلق فرص العمل فيها متدنية مقارنة بتكلفتها في الصناعات الكبيرة؛

- قلة عدد العاملين في المشروع الصغير: لا يحتاج المشروع الصغير إلى عدد كبير من العمال ليبدأ نشاطه بقدر ما يحتاج إلى مهارة أولئك العمال، وعلى الرغم من قلة عدد العاملين في المشروع الواحد إلا أن تعدادها الكبير وانتشارها الواسع يجعلها كثيفة العمالة ما يميزها في استقطاب الأيدي العاملة، وبالتالي قدرتها على امتصاص الأيدي العاطلة عن العمل مقارنة بالمشروعات الكبيرة التي يستعاض فيها بالآلة عن الإنسان، وبهذا تتميز المشروعات الصغيرة في توفير المزيد من فرص العمل؛

- تواضع المستوى التكنولوجي والآلات المستخدمة: تتسم المشروعات الصغيرة بمحدودية متطلبات التكنولوجيا، فغالبا ما يكون المستوى التكنولوجي المستخدم غير متقدم نسبياً، وتعتمد إلى حد كبير على الإمكانيات المحلية المتاحة فتكون الأدوات والآلات المستخدمة بسيطة والتي بدورها تعتمد على مهارة العمال؛

- الانتشار الجغرافي الواسع: تتميز المشروعات الصغيرة بالانتشار الجغرافي الواسع الذي يجعلها تغطي مناطق مختلفة وأعدادا كبيرة من السكان، وذلك نظراً لانخفاض تكاليف تأسيسها من جهة ومحدودية إنتاجها من جهة أخرى، حيث غالباً ما يكون مستهلكو هذا الإنتاج في إطار وحدود منطقة إقامة المشروع، الأمر الذي يستدعي تلبية احتياجات المجتمع المحلي بتأسيس المزيد من هذه المشروعات، الأمر الذي يساعد على تقليل التفاوتات الإقليمية وتحقيق التنمية المتوازنة؛

- استقطاب العنصر النسائي للعمل فيها: لعل أبرز ما يلاحظ في المنشآت الصغيرة عن غيرها من المنشآت الدور البارز للمرأة فيها، حيث تستقطب نسبة لافتة من النساء للعمل بها سواء كانت صاحبة المشروع أم عاملة في المشروع، ذلك وإن تفاوتت نسبة مشاركتها من قطاع إلى قطاع أو من إقليم إلى إقليم، إلا أنه يتضح أن "طبيعة المشروعات الصغيرة توائم بشكل أكبر متطلبات عمل المرأة سيما في المناطق الأكثر احتياجاً؛

1-3- أنواع المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

ويمكن تصنيف أنواع المشروعات الصغيرة ضمن عدة تصنيفات فأحدها يقسم المشروعات الصغيرة إلى ثلاث مجموعات⁽⁴⁾:

- الأعمال الأولية: وتشمل مختلف الأعمال الزراعية والإنتاج الحيواني؛
 - الصناعات التحويلية: وتشمل المشاريع التي تستخدم المواد الأولية لتحويلها إلى سلع ومنتجات نهائية أو وسيطة بالاعتماد على الآلات والمعدات التي لديها؛
 - مشروعات الخدمات: والتي تشمل القيام بتقديم خدمات وأعمال الأشخاص غير الراغبين أو القادرين على القيام بها بأنفسهم كخدمات الصحة والترفيه والتدريب والتعليم وغيرها.
- وهناك تصنيف آخر يقسم المشروعات الصغيرة من حيث النشاط إلى ثلاثة أقسام وهي⁽⁵⁾:

- المشاريع الإنتاجية: أساسها التحويل أي تحويل المواد الخام إلى منتج نهائي أو وسيط أي تلك المشاريع التي تخلق قيمة مضافة، وبدورها تنقسم إلى نوعين: المشروعات التي تنتج سلعاً استهلاكية مثل الصناعات الصغيرة واليدوية وورش الإنتاج التي تستخدم الموارد المحلية؛ المشاريع التي تنتج سلعاً إنتاجية لأجزاء تساهم في إنتاج سلعة أخرى كالصناعات الوسيطة لصناعات السيارات.
- المشروعات الخدمية: وهي المشروعات التي تقدم خدمة ما لصالح الآخرين مقابل أجر، حيث تقوم نيابة عنهم بتقديم خدمة كانوا سيقومون بها بأنفسهم أو لا يستطيعون القيام بها، مثل خدمات المواصلات والسياحة والإصلاح والتنظيف.

- المشروعات التجارية: أساسها شراء وبيع وتوزيع سلعة ما أو عدة سلع مختلفة، من أجل تحقيق ربح، أي هي كل مشروع يقوم بشراء سلعة ثم يقوم بإعادة بيعها أو تعبئتها أو تغليفها ومن ثم بيعها بقصد الحصول على ربح مثل تجارة الجملة والتجزئة.

وهناك تصنيف آخر يصنف المشروعات الصغيرة في مجال الصناعة تحت مسمى الصناعات الصغيرة إلى⁽⁶⁾:

- الصناعات التقليدية الحرفية: التي تستخدم طرق التصنيع التقليدية وتنتج منتجات يدوية وتقليدية تلبي احتياجات المجتمع المحلي البسيط؛

- الصناعات التي تستخدم طرق الإنتاج مابين الحديثة والتقليدية: وتتميز بإنتاج منتجات يكون الطلب عليها أكبر مثل المنتجات الجلدية والأثاث... الخ؛ الصناعات التي تنتج منتجات متطورة: وبمختلف المجالات (الهندسية، الكيماوية، الطبية،... إلخ).

1-4- أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها التنموي:

يتمثل الدور الاقتصادي لهذه المنشآت بأنها تساهم في زيادة الإنتاج الكلي ودفع معدل النمو الاقتصادي وزيادة الطلب الكلي، وتلعب دوراً بارزاً في التشغيل وخلق فرص العمل الجديدة، وتوفر مصدر منافسة محتمل وفعلي للمنشآت الكبيرة، وتشكل فرصة كبيرة لزيادة المنشآت الكبيرة حيث تعتبر بمثابة بذور للمنشآت الكبيرة. وقد أثبتت بعض الدراسات أن المنشآت الصغيرة والمتوسطة أقدر نسبياً ووفقاً لبعض المؤشرات على النمو والتطور من المنشآت الكبيرة⁽⁷⁾. وقد حدد القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الأهداف العامة الآتية⁽⁸⁾:

- بعث النمو الاقتصادي؛
- تحسين بيئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لاسيما المبتكرة منها والحفاظ على ديمومتها؛
- تحسين تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقدراتها في مجال التصدير؛
- ترقية ثقافة المقاول، وكذا تحفيز روح الإبداع وترقية المبادرات الفردية والجماعية⁽⁹⁾؛
- تحسين معدل الاندماج الوطني وترقية المناولة؛

2- التحديات الأساسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تشير العديد من الدراسات إلى أهم التحديات التي تواجه المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة والنامية، وقد خلصت هذه الدراسات إلى مجموعة من التحديات أهمها: ارتفاع تكلفة رأس المال، وارتفاع معدلات التضخم وتأثير ذلك على تكاليف الإنتاج، ومشكلة الحصول على التمويل، والتحديات المتعلقة بالإجراءات الحكومية وبيئة ممارسة أنشطة الأعمال، والضرائب، وحجم السوق والمنافسة، وندرّة المواد الأولية. وأما مجموعة التحديات المشتركة التي تواجه المشروعات الصغرى والصغيرة في غالبية الدول العربية فنبرزها في⁽¹⁰⁾:

2-1- الصعوبات التسويقية والإدارية:

والتي تتمثل بانخفاض الإمكانات المالية، وعدم وجود منافذ تسويقية منتظمة، وتفضيل المستهلك المحلي للمنتجات الأجنبية المماثلة، وعدم توفر الحوافز الكافية للمنتجات المحلية، وعدم اتباع الأساليب الحديثة في الإدارة، ونقص المعلومات والإحصاءات الخاصة بالمشروعات المنافسة وشروط ومواصفات السلع المنتجة وغير ذلك من البيانات والإحصاءات اللازمة لتسيير أعمالها على الوجه المستهدف.

2-2- صعوبات فنية:

حيث إنه عادة ما تعتمد هذه المشروعات على قدرات وخبرات أصحابها في العمل بصفة رئيسية، كما أنها تلجأ عادة إلى استخدام أجهزة ومعدات قد تكون بدائية أو أقل تطوراً عن تلك المستخدمة في المشروعات الكبيرة، أو أن هذه المشروعات لا تتبع أساليب الصيانة أو الأساليب الإنتاجية المتطورة التي تساعد على تحسين جودة منتجاتها بما يتماشى مع المواصفات اللازمة للمنافسة في السوق المحلية والأسواق الخارجية. كما أن اختيار

المواد الخام ومستلزمات الإنتاج اللازمة لأعمال هذه المشروعات لا يخضع في كثير من الأحيان لمعايير فنية وهندسية مدروسة.

2-3- صعوبات تمويلية:

وتتمثل بمحدودية الإمكانات المالية، نظراً لاعتمادها على التمويل الذاتي في غالب الأحيان، وتردد بعض البنوك التجارية في تمويل هذه المشروعات إلا بشروط معينة وتكلفة مرتفعة. في الجزائر، وفي ظل تنامي ظاهرة العولمة ظهرت العديد من التحديات التي تعيق نشاط المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ومن أهمها⁽¹¹⁾:

- التكتلات الاقتصادية العالمية ومنظمة التجارة العالمية التي تزيد من شدة المنافسة أمام المشروعات الصغيرة والمتوسطة؛

- اتفاقيات الشراكة الثنائية مع بعض الدول والتي تقود إلى إلغاء الرسوم الجمركية؛

- مشكلة التمويل والتي تتمثل في ضعف مستوى تمويل البنوك التجارية لهذه المشروعات نتيجة شروط القروض والضمانات المفروضة، بالإضافة إلى عدم وجود تنوع في قنوات الائتمان؛

- عدم وجود سياسة موحدة لتنمية ودعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة؛

- صعوبة إيجاد المكان الدائم والمناسب لإقامة مثل هذه المشروعات بسبب ارتفاع أسعار المباني والأراضي أو انعدامها بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة الحصول على عوامل الإنتاج الأخرى؛

- صعوبة الإجراءات الإدارية والتنفيذية؛

وبالإضافة إلى ما سبق نجد كذلك بعض المشاكل المرتبطة ببيئة المشروع الداخلية أهمها غياب أو ضعف نظام المعلومات وعدم توفر المهارات الإدارية للقائمين على هذه المشروعات مما يجعلها غير قادرة على المنافسة والتعامل مع التحديات والمشاكل التي تكاد تكون يومية، بالإضافة إلى انعدام أو صعوبة الحصول على المعلومة الاقتصادية، والقصور في الجوانب الفنية، واتباع سياسة التوسع غير المخطط، وضعف الخبرة التسويقية، وعدم توافر فرص التدريب الجيد؛

وتلعب المشروعات والشركات الصغيرة والمتوسطة دوراً هاماً في دعم اقتصاديات الدول، حيث لا يخفى أن دعم فرص تطور هذه المشروعات والشركات، من شأنه أن ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الوطني، بما في ذلك المساهمة في تحقيق ما يسمى بالاستقرار الاجتماعي، وذلك من خلال دور هذه المشروعات في تطوير قطاعات اقتصادية قائمة، وخلق قطاعات اقتصادية جديدة، بالإضافة إلى المساهمة في خلق فرص عمل مهمة. ووفقاً لدراسة مؤسسة التمويل الدولية حول خلق فرص العمل سنة 2013، تسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة بأكثر من نصف الوظائف الرسمية في أنحاء العالم⁽¹²⁾. تتوضح أكثر أهمية هذه المشروعات والشركات، في كونها تمثل بصورة تقريبية على المستوى العالمي ما يلي⁽¹³⁾:

- نحو 90 في المائة من المشروعات القائمة في القطاع الخاص؛
- نحو 80 في المائة من القوى العاملة؛
- نحو 80 في المائة من الناتج القومي الإجمالي؛
- نحو 75 في المائة من حجم الصادرات؛
- نحو 10 في المائة من الإنتاج الصناعي؛

الجدول رقم (1): مزايا التمويل من خلال سوق الأوراق المالية مقارنة بالاقتراض من المصارف.

أوجه المقارنة	التمويل من المصارف	التمويل من خلال السوق
تكلفة الاقتراض	أعلى	أقل
الحد الأقصى للتمويل	توجد حدود قصوى وفقا للسياسة المصرفية	لا توجد حدود قصوى طالما هناك اقتناع من المساهمين بفرص نمو الشركة
الضمانات والأصول	يشتترط وجود ضمانات	لا يشترط وجود ضمانات أو أصول كضمانات
عمليات الاندماج والاستحواذ	لا يؤثر	زيادة فرص اندماجها واستحواذها من قبل شركات كبرى
تحديد القيمة العادلة	لا يؤثر في القيمة العادلة	تسهم في تحديد القيمة العادلة من خلال القيمة السوقية
دعم فني وإداري	لا يؤثر	يسهل دخول مستثمرين استراتيجيين يساعدون في تنمية الشركة فنيا وإداريا
رفع الكفاءة التنظيمية للشركة	لا يؤثر	التزامات القيد والإفصاح تسهم في رفع الكفاءة التنظيمية

المصدر: حسين الأسرج، دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، MPRA، 2008، ص 10.

4-2- التحديات الأساسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر:

انطلاقا من توزيع هذه المؤسسات وطنيا.

الشكل رقم (1): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب القطاعات.



المصدر: بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي، التقرير السنوي 2015، ص 30.

تبنّت الجزائر برنامجا وطنيا لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يندرج ضمن سعي الدولة إلى تنمية وتحديث هذا القطاع، حيث ينتظر من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تؤدي دور المحرك الأساسي للاقتصاد الوطني على غرار ما يحدث في الدول الناشئة والمتطورة، وقد لقي هذا البرنامج دعما كبيرا من طرف السلطات لكونه يعد من أهم آليات الإستراتيجية الوطنية لتطوير وبناء اقتصاد قوي ومتنوع خارج المحروقات.

ويهدف برنامج تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى مرافقتها وتحسين أداء تنافسياتها أساسا، وينفّرع عن هذا الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف تشمل (14):

- **تأهيل قدرات التسيير والتنظيم:** من خلال التدريب والنصائح والتكوين في التسيير للتعرف على ثقافة المؤسسة المعرضة للأخطار ولاتخاذ القرارات المناسبة؛
- **تأهيل قدرات إتقان المعرفة والابتكار:** من خلال تطوير قدرات استقطاب التكنولوجيات وذلك للحصول على خدمات الإعلام والذكاء الاقتصادي وإنشاء مخابر البحث والتنمية وإنشاء بنوك معلومات ووحدات البقطة التكنولوجية ومراقبة الأسواق؛
- **تأهيل نوعية المؤسسة:** عن طريق دعم نوعية نظام تسيير الإنتاج والمساعدة على الحصول على شهادات المطابقة والحث على وضع مخابر التحاليل والتجارب؛

- دعم الاستثمارات المادية للإنتاجية: يركز هذا الدعم على الاستثمارات التي تريد من الكثافة التكنولوجية للعمليات ومن تكثيف نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتشمل تكنولوجيا الإنتاج وتكنولوجيا المعلومات والاتصال والأجهزة المستخدمة في البحث والتطوير وتعزيز قدرات التصدير والتكامل بين الصناعات؛

- تأهيل الموارد البشرية: يهدف هذا الإجراء إلى دعم ووضع خطة لتطوير الموارد البشرية تناسب إستراتيجية الاستثمار للمؤسسة ودعم التكوين في التسيير وتقنيات التصدير واستعمال تكنولوجيات المعلومات والاتصال.

كما تهدف تدابير مساعدة ودعم ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال القانون التوجيهي 17-02 إلى (15):

- نشر وترقية توزيع المعلومة ذات الطابع الصناعي والتجاري والقانوني والاقتصادي والمالي والمهني والتكنولوجي المتعلقة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
 - تشجيع كل مبادرة تسهل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحصول على العقار؛
 - العمل على وضع أنظمة جبائية مكيفة مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
 - تشجيع وتعزيز ثقافة المقاول وكذا التكنولوجيات الحديثة والابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
 - تسهيل حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأدوات والخدمات المالية الملائمة لاحتياجاتها؛
 - تشجيع الجمعيات المهنية وبورصات المناولة والتجمعات؛
 - تعزيز التنسيق بين أجهزة إنشاء ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المستوى المركزي والمحلي؛
- 3- بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر:**

يعد التمويل عقبة رئيسة لنمو وانتشار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتظهر بيانات مؤسسة التمويل الدولية أن العجز في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة يقدر بـ 1.5 تريليون دولار أمريكي في اقتصاديات الدول الناشئة⁽¹⁶⁾. وتعد السوق المالية أحد الخيارات التمويلية التي يمكن اللجوء إليها كخيار أخير بعد استفاد فرص التمويل من المصادر غير الرسمية ومن القطاع المصرفي. كما أن عملية افتتاح رأس المال من خلال السوق المالي يعني دخول مساهمين جدد في رأس مال الشركة، والتمويل عن طريق هذه التقنية يمكن أن يتم إما عن طريق رأس المال الاستثماري، أو من خلال الاكتتاب العام⁽¹⁷⁾.

هذا، ومن أهم دوافع إنشاء هذه الأسواق أو المنصات أو المجالس في اقتصاديات الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية توسيع نطاق تسهيل حصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة على التمويل الطويل الأجل، وإدماج قسم من الشركات التي كانت تعمل في ظل الاقتصاد غير الرسمي ضمن منظومة الاقتصاد الرسمي، فضلا عن إدراجها لاحقا في سوق الأوراق المالية الرئيسية.

أنشأت الجزائر هذه البورصة عام 2012، تحت اسم بورصة الجزائر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. وتم فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) سنة 2010⁽¹⁸⁾.

- البيئة الملائمة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتمثل في الشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- وجود مستثمرين من المؤسسات ومسيرري الأصول على إثر إنشاء البنوك لشركات الرأسمال الاستثماري؛
- تدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة والعديد من المزايا التي يتيحها هذا القسم؛

كما تم تأسيس العديد من البورصات المتخصصة بالمشروعات الصغيرة في العديد من الدول العالم، وفيما يلي نستعرض أبرز التجارب لدول أنشأت بورصات للمشاريع الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁹⁾:

3-1- تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

هي تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمويل المشروعات الكبيرة والضخمة⁽²⁰⁾. أو هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها.

انطلاقاً من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية كون مشكل التمويل من أكبر العوائق التي تهددها، فإن عملية دخول هذه المؤسسات إلى البورصة له إيجابيات سواء على المستوى الكلي أو الجزئي، وذلك بهدف توفير تمويل مختلف وغير تقليدي لكي تكون قادرة على المنافسة وإتاحة الفرص أمامها للتوسع والنمو، ونظراً لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإن هذه البورصة يجب أن تكون بها شروط وقيود تتناسب وخصوصياتها.

3-2- مزايا وجود سوق للبورصة مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يشير القيد في البورصة إلى أن الشركة متطورة ومنظمة وتدار بطريقة علمية، وأنه تم تأسيسها تأسيساً جيداً. سينتج عن قيد الشركة في البورصة العديد من المزايا مثل سهولة الحصول على قروض من خلال إصدار سندات أو أوراق مالية، أو من خلال المؤسسات المالية المختلفة. ومع ذلك هناك أيضاً العديد من الالتزامات المفروضة على الشركة المقيدة في البورصة⁽²¹⁾.

لقد شكّل إنشاء سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر موضوعاً لأشغال ومشاورات عديدة بين الفاعلين في المكان، وكان من طبيعتها أن تتقارب مع البورصات الإقليمية والناشئة. وعلى هذا، تتمثل أهداف هذه السوق فيما يلي⁽²²⁾:

- التمويل التكميلي للتمويل المصرفي؛
- إتاحة فرصة استثمارية ومنفذ لشركات رأس المال الاستثماري بدخول مبسط وبأقل تكاليف⁽²³⁾؛
- تغيير هيكلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واعتماد الموارد اللازمة لتنميتها؛
- عامل يعزز روح الانتماء ومشاعر الفخر لدى عمال المؤسسة، وضمان ولاء الموظف لها من خلال صيغ تتيح له المشاركة في رأس المال؛
- تحسين سمعة واستدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الصعيدين المالي والتجاري، وخاصة أن هذا الأمر من العوامل التي تضيف المصداقية في السوق الوطنية والدولية.

3-3- شروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر:

انصبت التعديلات التنظيمية أيضاً على شروط القبول حيث تميّزت بتخفيف شروط الجدارة، وهي التي كانت صارمة نوعاً ما ولا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المرونة لتلبيةها، فصار بالتالي على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن⁽²⁴⁾:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لخمس سنوات، مستشاراً مرافقاً (مراقب البورصة).
- تفتح رأسمالها بنسبة 10 ٪ كحد أدنى في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج في البورصة؛

- تطرح للاكتتاب العلني سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزع على ما لا يقل عن خمسين مساهماً أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات في غضون أجل أقصاه يوم الإدراج؛
- تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. دون الإخلال بأحكام قانون التجارة المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مطلوبة من الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

جدول رقم (2): شروط الإدراج في سوق سندات رأس المال

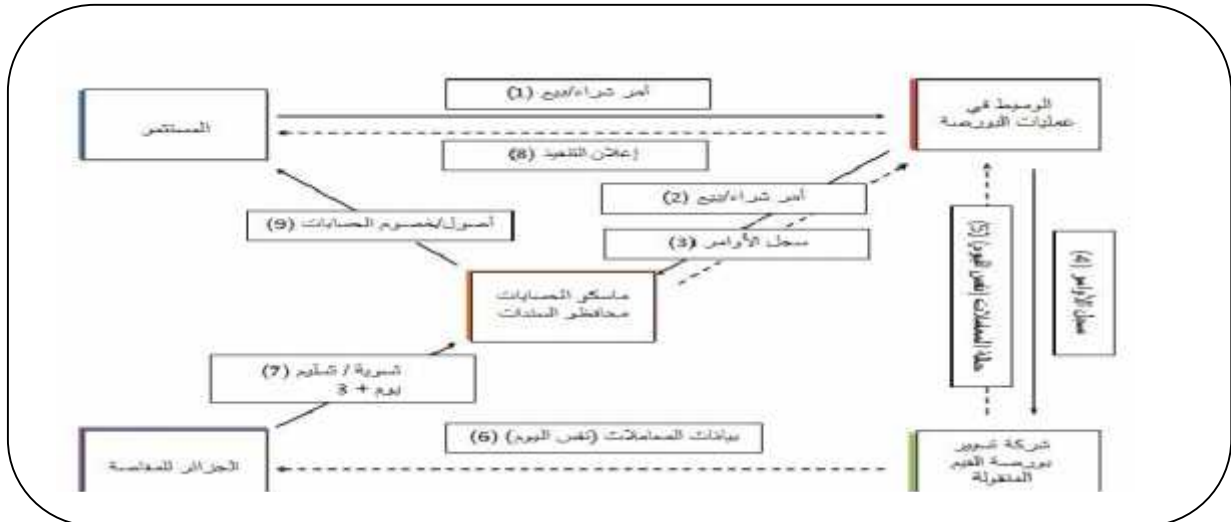
سوق سندات رأس المال		الشروط
السوق الرئيسية	سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة	
شركة ذات أسهم (S.P.A)	شركة ذات أسهم (S.P.A)	الشكل القانوني
500.000.000 دينار جزائري	لا يوجد حد معين	رأس المال الأدنى المدفوع
رابحة	ليست مطلوبة	نتائج السنة المالية الأخيرة
20%	10%	الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى
للسنوات الثلاث الأخيرة، على أن تكون نتائج السنة الأخيرة رابحة	للسنتين الأخيرتين، ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	الكشوف المالية المصدقة والمنشورة
مطلوب	مطلوب تعيين مرقى البورصة	هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي
150 مساهماً	50 مساهماً أو 3 مستثمرين من المؤسسات	عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بورصة الجزائر، ص 9.

3-4- إجراءات الإدخال في البورصة: ينصّ نظام بورصة الجزائر على إجراءين اثنين للإدراج في هذه الحالة:

- **الإجراء العادي:** ويتعلق بالقيام بعملية التسجيل المباشر للقيم المنقولة في جدول التسعيرة حتى يتم التداول عليها وفقاً لشروط التسعيرة المطبقة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك انطلاقاً من سعر الإدراج تُصدّق عليه شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. ويستخدم الإجراء العادي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي كانت سندات محلّ عملية توظيف سابق لدى مستثمرين مؤسساتيين.
 - **إجراء العرض العلني للبيع (OPV):** هو عملية تنطوي على العرض العلني لبيع سندات رأس المال والتي تصدرها الشركات ذات الأسهم وفقاً لشروط محددة تتعلق بالكمية والسعر، ويمكننا أن نميز بين طريقتين لذلك:
 - **العرض العلني للبيع مقابل سعر ثابت:** ينطوي هذا الإجراء على إتاحة كمية من السندات في السوق مقابل سعر للعرض ثابت ونهائي.
 - **العرض العلني للبيع مقابل الحد الأدنى للسعر:** يعتبر سعر العرض المقترح في هذه الحالة هو الحد الأدنى للسعر الذي تقرره الشركة المصدرة للسندات.
- أما التحويل إلى السوق الرئيسية، أي تحويل شركة مدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق الرئيسية فيعتمد على:

- التواجد لمدة سنة واحدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا لم تكن الشركة المصدرة قد تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للدخار، وثلاث سنوات للشركات التي تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للدخار؛
 - الحصول على موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وينشر القرار في النشرة الرسمية للتسعيرة لبورصة الجزائر؛
 - تلبية شروط القبول في السوق الرئيسية المذكورة في جدول شروط الإدراج في سوق سندات رأس المال أعلاه؛
- الشكل رقم (2): عملية شراء وبيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر.



المصدر: بن شعيب فاطمة الزهراء، بوزاهر سيف الدين، إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء، مجلة المالية والأسواق،

ص 132

3-5- أساليب جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمستثمرين لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

- أساليب جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تتلخص أهم تلك الأساليب فيما يلي:
- جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات معدلات النمو المرتفعة من خلال البنوك ومؤسسات رأس المال المخاطر ومؤسسات تمويل أخرى.
- تنمية الوعي لدى المؤسسات المستهدفة (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) من خلال التأكيد على المزايا والقواعد.
- إعداد تنظيم لقاءات مع المؤسسات المستهدفة لإيضاح المزايا والقواعد من التسجيل في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي جذبهم للدخول في هذا السوق.
- التنسيق مع بعض مؤسسات التمويل الدولية والمحلية لدعم ومساندة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل جذب مجموعة من المؤسسات المستهدفة وتسجيلهم في السوق الجديد.
- أساليب جذب المستثمرين: تتلخص فيما يلي:
- إقامة قنوات اتصال، وبيئة تعامل كفاء تستهدف إيضاح جدوى الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تأسيس نظام لصانعي السوق لتوفير السيولة في السوق الثانوية.
- عمل دليل يوضح أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الجديد.
- العمل على تخفيض رسوم التعامل والمقاصة.

- عمل موقع على الانترنت لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ينطوي على كل معلومات السوق الجديد.

3-6- العراقيل التي تحد من تحقيق الهدف في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

رغم أن هذه السوق قد تؤدي إلى تحقيق العديد من المزايا والمنافع للشركات الصغيرة والمتوسطة لتحديات التمويل في الجزائر. إلا أن هذه الشركات قد تحجم عن الدخول إلى السوق المالية نتيجة شروط الإدراج مقارنة والتكاليف المرافقة لعملية الإدراج والتي تعد مرتفعة نسبيا مع رأس مالها المطلوب، وبالإضافة إلى التحدي المتمثل في التكاليف نذكر أهم العراقيل الأخرى:

- تعد الشركات الصغيرة والمتوسطة أقل جاذبية من الناحية الاقتصادية بالنسبة لمزودي الخدمات (مثل شركات التدقيق والمستشارين القانونيين وغيرهم)، وبالتالي فإنهم لا يدعمون هذه الشركات للاكتتاب والإدراج في السوق المالية.

- يكون المستثمرون أقل رغبة في الاستثمار في هذه الشركات لعدم وجود معلومات كافية عنها أو لحداثتها.

- ضعف خبرتها في كيفية التعامل في سوق الأوراق المالية.

- ضعف الثقافة المصرفية والمالية في الجزائر.

- عدم رغبة العديد من الشركات في تحقيق متطلبات الإفصاح والشفافية وشروط القيد المتبعة في السوق.

ويمكن أن نشير إلى تكاليف المرافقة والإدماج في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إجمالي الامتيازات الضريبية التي منحتها الدولة لهذه المؤسسات بغرض تأهيلها وتحسين قدرتها الإنتاجية والتنافسية وإدراجها في البورصة، حيث أعدت برنامجا وطنيا يهدف إلى تخفيف الأعباء الجبائية وإجراءات محفزة على الاستثمار، وتمثلت أساسا فيما يلي:

- تخفيض الضرائب على أرباح الشركات بنسبة 15% لصالح المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في الولايات القابلة للاستفادة من مساعدة صندوق الهضاب العليا.

- تخفيض الضريبة على أرباح الشركات بنسبة 20% لصالح المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة والمتواجدة في الولايات القابلة للاستفادة من مساعدة صندوق الجنوب.

- تحديد الإعفاءات المؤقتة من الضريبة على أرباح الشركات لمدة 5 سنوات، اعتبارا من بداية النشاط لفائدة مؤسسات رأسمال الخطر وذلك من أجل تطوير هذه الأدوات المالية على مستوى المؤسسات.

- تقليص IRG و IBS بنسبة 50% على الاستثمارات المتواجدة في ولايات الجنوب لمدة 5 سنوات.

- تعديل الاقتطاعات المرخص بها لتحديد الأرباح الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات.

- الإعفاء المؤقت من IRG و IBS و TAP لمدة 5 سنوات، ومنح تخفيض قدره 3% من نسبة الفائدة المطبقة على القروض البنكية للاستثمارات المتعلقة ببعض الفروع الصناعية.

- الإعفاء من جميع الحقوق الجمركية أو من أي رسم يعادله ومن كل إخضاع ضريبي بالنسبة للتجهيزات المتعلقة بالبحث والتطوير التي تم اقتناؤها من السوق المحلية أو المستوردة عند إنشاء مصلحة مختصة في البحث والتطوير من طرف المؤسسة.

4- تجربة بورصة لندن وبورصة النيل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة:

على مدى العقد والنصف الماضيين، تزايد عدد الأسواق المالية المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات النامية واقتصاديات الأسواق الناشئة كمنصات ضمن السوق المالية أو بورصات مستقلة، وتعرف

بأسماء مختلفة مثل: أسواق الاستثمار البديلة (*Alternate Investment markets*) أو "سوق الشركات الناشئة (*enterprises market growth*)"، أو مجلس الشركات الصغيرة والمتوسطة (*SME Board*)... إلخ. ومثال على أسواق الاستثمار البديلة سوق (*AIM*) في المملكة المتحدة و(*TSX Ventures*) في كندا، ومثال عن أسواق الشركات الناشئة سوق (*GEM*) في هونغ كونغ و(*MOTHERS*) في اليابان و(*Catalist*) في سنغافورة و(*Chinext*) في الصين، مع العلم أن سوق ناسداك (*NASDAQ*) كانت بدايتها سوقاً لتداول أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة وفي الهند توجد منصة للشركات الصغيرة والمتوسطة (*SME BSE*)، وفي إفريقيا توجد العديد من الأسواق الخاصة بالشركات الصغيرة والمتوسطة: في تونس (بورصة تونس البديلة) وبورصة النيل (*NILEX*) في مصر وفي المغرب بورصة الدار البيضاء (*BVC*) وفي الجزائر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بداية من 2012 (25).

4-1- بورصة لندن:

منذ عام 1995 تم إطلاق أسواق الاستثمار البديلة (*AIM (Alternate Investment markets)*)، والتي رسخت مكانتها كشركة رائدة في السوق الموجهة خصيصاً لمساعدة الشركات المتنامية إلى الحصول على رأس المال من السوق العام. تشمل *AIM* حتى عام 2015 الشركات العاملة في أكثر من 100 دولة، و40 قطاعاً مختلفاً وبقيمة سوقية مجتمعة تزيد عن 70 مليار جنيه إسترليني. انضمت أكثر من 3500 شركة إلى *AIM* في تاريخها الذي يمتد لعشرين عاماً بعد أن جمعت أكثر من 90 مليار جنيه إسترليني من خلال إصدارات جديدة. وهذا يجعل *AIM* أنجح سوق أسهم عامة لشركات النمو في أي مكان في العالم (26). لقد كان محور تطوير ونجاح *AIM*:

- شبكة من المستشارين ومقدمي السيولة ممن يملكون دراية واسعة باحتياجات الشركات النامية وقادرين على دعمها طوال رحلتها كشركة عامة؛

- نهج تنظيمي يعترف باحتياجات وقدرات شركات النامية؛

- قاعدة استثمارية متنوعة وذات معرفة واسعة يمكنها توفير رأس المال بشكل فعال لدعم الشركات النامية. يمكن لشركات *AIM* الوصول إلى مجموعة من المستثمرين المؤسسين، وهي مجموعة نشطة من المستثمرين الأفراد؛ تستمر بورصة لندن، في تحسين مساهمة *AIM* كمصدر للتمويل طويل الأجل للشركات الطموحة والمبتكرة التي ترغب في زيادة رأس المال لتحقيق طموحاتها وقدراتها.

- **مراحل الاكتتاب العام للشركات في بورصة AIM:** إن إعداد ما قبل الاكتتاب الأولي يساعد على ضمان الخصوصية للشركة المستعدة لمطالب الأسواق العامة، هذه الاعتبارات والأنشطة الرئيسية تشارك في وضع الأساس الذي هو حاسم لتحقيق الاكتتاب العام الناجح من خلال مجموعة مراحل. المرحلة الأولى المعنية بمراجعة الأعمال التجارية والتأكيد على أن الاكتتاب العام هو طريق جذاب لتحقيق أهدافه على المدى الطويل. خلال المرحلة الثانية إدارة الشركة يبني حالة الاستثمار على أساس من الذي سوف يرتكب المستثمرون رأس المال إلى أعمال. هذه الحالة الاستثمارية تشمل السرد بدعم من صورة مالية مفصلة بدقة للشركة. على عكس المرحلتين الأوليين داخلياً تركز المرحلة الثالثة على طرح السوق لقياس الشهية للشركة وإنشاء نطاق التقييم الأولي. من الناحية المثالية، خلال هذه المرحلة ستقوم الشركة بتحديد ما يسميه المستثمرون "حجر الزاوية" الذي سيؤدي وجوده إلى الحد بشكل كبير من المخاطرة بالعملية وزيادة فرص نجاح الاكتتاب العام. المرحلة الرابعة عملية الاكتتاب الرسمية، تبدأ مع الاجتهادات القانونية والمالية المستحقة، متبوعاً بإعداد وثيقة القبول وتوجت مع الحملة

الترويجية التسويق.

المرحلة الخامسة (التوثيق) وتعني وثيقة الصفقة الرئيسية في الاكتتاب العام الأولي وهي وثيقة القبول، حيث تحدد قواعد AIM المتطلبات المحددة للحصول على وثيقة القبول يغطي المستند أربعة مجالات رئيسية: نظرة عامة على العمل، المخاطر المرتبطة بالشركة وأسهمها، المعلومات المالية التاريخية، الإفصاحات القانونية بما في ذلك وصف للعقود المادية للشركة، والملكية الفكرية، الحقوق وعقود العمل. أما المرحلة السادسة (التسويق)، فيحدد من خلالها إستراتيجية التسويق للاكتتاب، حيث يتم تسليم مذكرة بحث الاكتتاب من قبل الوسيط للمستثمرين المحتملين ويعرض وجهة نظر الوسيط للشركة وبداية الحملة الترويجية⁽²⁷⁾.

4-2- بورصة النيل المصرية:

تعتبر بورصة النيل (Nile Stock Exchange) هي أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للشركات الصغيرة والمتوسطة، وهي سوق داخل البورصة المصرية "بورصتي القاهرة والإسكندرية" مخصصة لقيد وتداول الشركات الواعدة متوسطة وصغيرة الحجم لتوفير التمويل اللازم لها للتوسع والنمو بما يسمح برفع قدرتها التنافسية وتوفير المزيد من فرص العمل، وذلك في إطار يجمع بين المرونة في قيد الشركات الواعدة مع توفير الحماية لحقوق كل من الشركات المقيدة والمستثمرين.

وتسعى بورصة النيل لتوفير فرص التمويل والنمو للشركات والمشروعات الواعدة من كافة القطاعات ومن كافة دول المنطقة بما في ذلك الشركات العائلية، وقد نجحت في استقطاب 10 من قطاعات متنوعة ما بين الصناعة وتكنولوجيا المعلومات والتجارة والتعدين بالإضافة إلى الزراعة والكيماويات والصناعات الطبية.

وتضم بورصة النيل 10 شركات وهم "البدر للبلاستيك" و"المصرية للبطاقات" و"تي إن هولدنجز" للاستثمار و"كانتو" للتنمية الزراعية و"بى اى جى" للتجارة والاستثمار، و"يوتوبيا" للاستثمار العقاري والسياحي و"اميكو ميديكال للصناعات الطبية" و"الدولية للأسمدة والكيماويات" و"المؤشر للبرمجيات ونشر المعلومات" و"العروبة للتجارة والتعدين والتوريدات".

- **متطلبات القيد:** تعد متطلبات وقواعد القيد أكثر مرونة إذا ما قورنت ببورصة الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين وعدد الأسهم التي ستطرح للجمهور بالإضافة إلى القوائم المالية للشركة. رسوم أقل للقيد والتداول: يتم خفض رسوم القيد السنوية على المشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى 0.5 لكل ألف جنيه من رأس المال بحد أدنى 500 جنيه مصري وحد أقصى 30,000 جنيه مصري⁽²⁸⁾.

الجدول رقم (3): مقارنة بين قواعد القيد في بورصة الأوراق المالية الرئيسية وبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر.

أوجه المقارنة	البورصة الرئيسية	وبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة
رأس مال الشركة (كحد أدنى)	5 مليون جنيه مصري	500.000 جنيه مصري
حجم الأسهم المعروضة	10 - 30%	10% خلال سنة من القيد
عدد حاملي الأسهم	50 - 150 مساهم	25 مساهما خلال سنة من القيد
رسوم القيد	2 في الألف من رأس مال الشركة	0.5 في الألف من رأس مال الشركة
الراعي المعتمد	----	يلزم وجود راعٍ معتمد من قبل البورصة

المصدر: حسين الأسرج، دور بورصة النيل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مصر، MPRA 2008، ص 13.

- **نظام التداول في بورصة النيل:** يتم التداول في بورصة النيل عن طريق نظام المزايدة التي تعتمد عليها البورصة في التداول على الأسهم وهو نظام مشابه لنظام الجلسة الاستكشافية المطبق بسوق المال الرئيسي، ويعتمد هذا النظام على جمع العروض والطلبات خلال الساعة المحددة للتداول من الساعة الحادية عشر إلى الساعة الثانية عشرة ظهراً، ويتم إغلاق جلسة إدخال العروض والطلبات في أي وقت خلال آخر عشرة دقائق من انتهاء مدة الجلسة، ويتم تنفيذ العمليات على السعر الذي يضمن تحقيق أكبر كمية تداول، فإذا تساوى أكثر من سعر من حيث الكمية القابلة للتنفيذ، يتم الانتقال لمعيار آخر للمفاضلة بين السعيرين، حيث يتم اختيار السعر الذي يضمن وجود أقل كمية غير منفذة، فإذا تساوى في ذلك سعران يتم اختيار سعر متوسط بينهما وبعد الإغلاق يتم تنفيذ الأوامر التي تتوافق مع هذا السعر (من الأوامر التي تم إدخالها خلال الجلسة فقط). وقد كان الهدف من إنشاء تلك البورصة هو تلبية الحاجة لإيجاد بورصة لقيد الشركات الصغيرة والمتوسطة، حيث ستساعد تلك الشركات على التطور والنمو واستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال الحصول على التمويل المتوسط وطويل الأجل من سوق رأس المال، وذلك نظراً لما تمثله تلك الشركات من أهمية في سوق العمل ولما تعانيه من مشاكل أهمها مشاكل التمويل خاصة وأنها لا تحصل سوى على 6% إلى 8% من إجمالي التمويل الممنوح للقطاع الخاص من التمويل البنكي. كما أن بورصة النيل ستفتح المجال لصغار المستثمرين لدخول البورصة لأن حجم الاستثمار فيها قليل ويختلف عن البورصة العامة.

- **الصعوبات التي تواجه عمل بورصة النيل:** الإقبال على التعامل في بورصة النيل ليس كبيراً، وذلك نتيجة لانعدام ثقافة التعامل مع البورصة، خاصة أن معظم ملاك الشركات الصغيرة والمتوسطة من الأفراد أو "مشروعات عائلية" ولا يتقبلون بسهولة فكرة وضع شركتهم بالبورصة وبيع جزء منها للجمهور، هذا بالإضافة إلى إلزامهم بقواعد الإفصاح والشفافية والحوكمة والعديد من المتطلبات التي يعتبرونها من القيود المفروضة عليهم. ومن المعروف أن الشركات المقيدة بالبورصة الرئيسية عليها أن تنشر قوائمها المالية السنوية في جريدين يوميتين واسعتي الانتشار، ولكن نظراً لما سيمثله ذلك من تكلفة كبيرة على الشركات الصغيرة والمتوسطة المقيدة ببورصة النيل، فسيتم الاكتفاء بنشر تلك القوائم على شاشات التداول بالبورصة المصرية كنوع من التسهيل على تلك الشركات وتقليل التكلفة.

خاتمة

إن الأهمية البالغة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جعل الجزائر تقدم على تبني استراتيجيات وطنية وبرامج بالتعاون مع القطاع الخاص لتشجيع ثقافة ريادة الأعمال وتسهيل عملية إنشاء الشركات بالنسبة لحاملي الأفكار الجديدة. في سبيل ترقية ودعم المحيط المالي لهذه لمؤسسات، قامت الجزائر بإنشاء هيئات تمويلية خاصة، مع استحداث مجموعة من البرامج والآليات الداعمة لتلبية احتياجات هذه المؤسسات. وفي ظل صعوبة الحصول على التمويل من طرف البنوك بسبب نقص الضمانات وارتفاع التكلفة التمويلية وضعف الوضعية المالية لهذه المؤسسات، قامت الجزائر بتخصيص موارد مالية مهمة في إطار صناديق تقدم التمويل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، ذلك إما مباشرة لأصحاب تلك المشاريع عند استيفائها للشروط المحددة، أو بشكل غير مباشر من خلال تقديم قروض ميسرة للمؤسسات المالية التي تمول المشاريع الصغيرة والمتوسطة. كما شكّل الحساب الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي عدل مؤخراً من خلال المرسوم التنفيذي 17- 193 في جوان 2017 ومنح الكثير من التسهيلات لهذا القطاع. كما

أنشأت الجزائر بورصة خاصة بهذه المؤسسات عام 2012، تحت اسم بورصة الجزائر للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. ويمكن أن نجمل أهم نتائج هذه الدراسة والتوصيات في العناصر التالية:

- بالرغم من أن الجزائر أعدت الكثير من صيغ التمويل الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهمها إنشاء سوق مالية لهذه المؤسسات، إلا أننا لم نشهد أي إدراج لأي مؤسسة في هذه السوق، ويعود هذا بالأساس إلى غياب الثقافة المالية للمتعاملين الاقتصاديين الجزائريين.

- تهدف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أو بآخر إلى إدماج شريحة كبيرة من المشروعات في القطاع الرسمي، بينما لا نجد المحفزات الكافية لذلك من شروط القيد وتكاليف الإدراج. وبالتالي يمكن منح هذه المؤسسات بعض الحوافز مثل: الإعفاءات الضريبية لفترة معينة، تخفيض الرسوم الجمركية على مستلزمات الإنتاج، تخفيض رسوم التسجيل بالبورصة.

- من أهم شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة هو شرط الإفصاح والشفافية وتطبيق معايير الحوكمة، وهي شروط تتناسب مع الشركات الكبيرة التي تملك كوادرات فنية وإدارية قادرة على تنفيذ هذه المتطلبات بجانب القدرة المالية. وبهذا يمكن للقائمين على البورصة تيسير شروط القيد على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإعفاءها من شروط الإفصاح والشفافية لفترة معينة حتى يتم تأهيلها لذلك، مع مراقبة هذه المؤسسات لحماية حقوق المساهمين.

- ضرورة ربط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمراكز البحث والتطوير وكذا الجامعات ومختلف مؤسسات التعليم العالي.

بالإضافة إلى ترقية الابتكار التكنولوجي وتشجيع هذه المؤسسات على ضرورة الاعتماد على تكنولوجيا الإعلام والاتصال في معاملاتها.

- ضرورة التنسيق المحكم بين مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والجهات الوصية على تأهيل هذه المؤسسات، بوضع خطة تنموية تعمل على ربط أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمؤشرات الاقتصاد الكلي (البطالة، النمو الاقتصادي، الحساب الجاري،...) وفق أرقام مستهدفة محددة بشكل مسبق.

قائمة المراجع:

- 1- المادة 5، القانون رقم 02-17 مؤرخ في 10 يناير سنة 2017 يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 2- المادة 14، القانون رقم 02-17 مؤرخ في 10 يناير سنة 2017 يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 3- ميساء حبيب سلمان، 2009، الآثار التنموية للمشروعات الصغيرة الممولة في ظل إستراتيجية التنمية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية العربية المفتوحة الدنمارك، ص 32-34.
- 4- حسان خضر، تنمية المشاريع الصغيرة، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد التاسع، 2002، ص 04.
- 5- بوابة كنانة أونلاين، تعريف المشروعات الصغيرة، موقع <http://www.kenanaonline.com/page/2643>
- 6- ميساء حبيب سلمان، مرجع سابق، ص 36.
- 7- إيهاب مقابلة، بيئة الأعمال والمنشآت الصغيرة والمتوسطة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 1، المجلد 17، يناير 2015، ص 33.
- 8- المادة 2، القانون رقم 02-17 مؤرخ في 10 يناير سنة 2017 يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 9- بوحادة عبد الكريم، شريط عثمان، دور إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة في تفعيل السوق المالي الجزائري، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 4، المجلد 1، جامعة قسنطينة 2 الجزائر، جوان 2017، ص 243.

- 10- إيهاب مقابلة، دراسة تحليلية لأبعاد التحديات التي تواجه المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة ودور مؤسسات الدعم الفني، سلسلة دراسات تنموية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 52، يناير 2017، ص 14.
- 11- إيهاب مقابلة، دراسة تحليلية لأبعاد التحديات التي تواجه المشروعات الصغرى والصغيرة والمتوسطة ودور مؤسسات الدعم الفني، مرجع سابق، ص 16.
- 12- صندوق النقد الدولي، 2014، تحسين مناخ الأعمال لدول التحول العربي: متاح على الموقع <http://www.imf.org/external/arabic/np/seminars/2014/act/pdf/s4a-climate.pdf>
- 13- صندوق النقد العربي، ملخص عن المؤتمر الإقليمي حول تعزيز فرص التمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية - دور السلطات الإشرافية-، أبو ضبي 14-15 يناير 2015، ص 3.
- 14- khoudri Mohammed, Programme national de mise à niveau, Journée d'information :programme national de mise à niveau, Bordj Bou Arreridj, Le 25 septembre 2011, p 15-16.
- 15- المادة 15، القانون رقم 02-17، مؤرخ في 10 يناير سنة 2017، يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 16- Alison Harwood and Tania Konidaris, SME Exchanges in Emerging Market Economies A Stocktaking of Development Practices, World Bank Group., 2015, p 6.
- 17- Fadoua Anairi, Saïd Radi, Sources De Financement Des Petites Et Moyennes Entreprises (PME) Et Contraintes De Survie, European Scientific Journal September 2017 edition Vol.13, No.25, p 329.
- 18- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بورصة الجزائر، ص 5.
- 19- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، مرجع سابق، بورصة الجزائر، ص 8.
- 20- نور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة بورصة الجزائر، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 11، جوان 2014، ص 66.
- 21- الجمعية المصرية لشباب الأعمال، 2017، دليل الشركات الصغيرة والمتوسطة للحصول على تمويل، ص 70. متاح على الموقع: <http://www.cipe-arabia.org/files/pdf/Final%20ARABIC%20as%20printed.pdf>
- 22- مكايي الحبيب، بابا حامد كريمة، البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 02، الجزائر سبتمبر 2017، ص 207.
- 23- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، التقرير السنوي 2010، بورصة الجزائر، ص 18.
- 24- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بورصة الجزائر، ص 8.
- 25- رشا سيروب، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في سورية سوق الأوراق المالية كخيار تمويلي، مركز دمشق للأبحاث والدراسات، سوريا، 2018، ص 30.
- 26- London Stock Exchange, A Guide to AIM, London 2015, p 5.
- 27- London Stock Exchange, A Guide to AIM, London 2015, pp 14- 21.
- 28- الجمعية المصرية لشباب الأعمال، مرجع سابق، ص 42- 43.