

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق الأسواق المالية

د. عبد الحق بوعتروس، أستاذ محاضر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة.

د. العايب ياسين، أستاذ محاضر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة.

ملخص

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في مختلف الاقتصاديات، الا أنها من أكثر المؤسسات التي تجد صعوبة في الدخول إلى سوق التمويل، بفعل عامل عدم تماثل المعلومات والخطر المعنوي moral hazard. تعتبر الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية للوقوف أمام عراقيل التمويل بالاستدانة والضرورية الحتمية للمؤسسات ذات التطور السريع. يهدف هذا البحث إلى إبراز ظروف نشأة الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والايجابيات التي يحققها الدخول إلى هذه المؤسسات.

Résumé

Les petites et moyennes entreprises jouent un rôle important dans toutes les économies ; cependant elles sont parmi les entreprises éprouvant des difficultés d'accès aux marchés de financement et ce, en raison de l'asymétrie d'informations et les risques d'alea moral. De ce fait les marchés financiers spécialisés en financement des p.m.e. sont des mécanismes qui ont pour but de remédier aux contraintes de financement par endettement, et constituent donc une nécessité inéluctable pour les entreprises à croissance rapide. Ce travail a pour but de démontrer les conditions d'émergence des marchés financiers de petites valeurs, ainsi que les avantages dont les p.m.e. peuvent en bénéficier.

مقدمة

تؤدي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في مختلف الدول، إذ تعتبر من أهم روافد التنمية الاقتصادية، ذلك أنها تشكل مجالا خصبا لتطوير المهارات الإدارية، ومركزا لاستقطاب الأيدي العاملة ذات المستويات المتباينة من التأهيل. فضلا عن ذلك، لديها مساهمة فعالة في الناتج الداخلي الخام، وأداة مرنة في معالجة العديد من المشاكل الاقتصادية والاجتماعية.

ورغم ذلك الدور الذي تؤديه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها تعتبر من أكثر المؤسسات التي تجد صعوبة في الحصول على التمويل من مختلف مصادره، نظرا لخصوصيتها المالية تجاه عدم تماثل المعلومات والخطر المعنوي، خاصة إذا تعلق الأمر بالتمويل عن طريق الاستدانة من البنوك؛ حيث يؤدي نقص المعلومات حول نشاط المؤسسة، إلى تقدير المردودية من طرف البنوك عند مستوى أدنى من المردودية المنتظرة من طرف المؤسسة، مما يؤدي بهذه الأخيرة إلى رفع الضمانات لإقناع البنك. إلا أن هذا النوع من المؤسسات، غالبا ما لا يتمكن من توفير الضمانات اللازمة لتعويض النقص في المعلومات، بينما الدخول إلى الأسواق المالية يجنب تلك القيود على اعتبار أن المساهم يشارك في إدارة المؤسسة.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذا الموضوع في حداثة تقنية الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والدور الفعال الذي تلعبه في معالجة قيود تمويل هذا النوع من المؤسسات الذي يتميز بضعف خصائصه التي تحفز الدائنين على تمويله.

أهداف الدراسة

نهدف من خلال هذا البحث إلى إبراز أهم الظروف التي أدت إلى إنشاء أسواق مالية متخصصة في تسجيل وتداول القيم الصغيرة، كما نهدف إلى تسليط الضوء على العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالي من طرف إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا أهداف وعوائق الدخول إلى السوق المالي.

مشكلة الدراسة

نتيجة للقيود التي تفرضها الاستدانة من البنوك وعلى الخصوص ظاهرة تخصيص الائتمان (le phénomène de rationnement de crédit)، عند ارتباطه باستمرار الرغبة في التوسع وزيادة درجة تنويع مصادر التمويل، يصبح التمويل عن طريق الأموال الخاصة بمثابة الممر الحتمي لتحقيق مزايا التوسع. وتعتبر الأسواق المالية إحدى أهم مصادر التمويل بالأموال الخاصة، لما تتميز به من مرونة و توفير المعلومات الضرورية حول نشاط المؤسسة. وعلى هذا الأساس تدور إشكالية هذا البحث حول التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى إمكانية الاعتماد على الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

منهج الدراسة

لوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة اعتمدنا على عدة مناهج، كالمناهج التاريخية لتتبع تطور الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المنهج الوصفي التحليلي، كما دعمنا الدراسة ببعض المقارنات، واعتمدنا تلك المناهج لتماثلها وطبيعة الموضوع.

هيكل الدراسة

للإجابة على إشكالية البحث ارتأينا تقسيم البحث إلى عدة محاور. يتناول المحور الأول نشأة وتطور الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أما المحور الثاني فيعالج العوامل المساعدة على اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالي، بينما يتناول المحور الثالث الأهداف التي يحققها الدخول، ويعالج لمحور الأخير معوقات دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى الأسواق المالية.

1. نشأة وتطور الأسواق المالية

التمويل عن طريق الأسواق المالية هو إحدى أشكال التمويل بالأموال الخاصة، إذ يسمح بتحقيق العديد من المزايا كالإشهار وتشتيت سلطة اتخاذ القرار داخل المؤسسة. وغالبا ما اقتصر هذا الشكل على القيم الكبيرة فحسب، لكن التطورات التي شهدتها نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتميزه بالمخاطرة العالية والنمو السريع، أصبحت البنوك عاجزة عن احتواء تلك المخاطر، وبالتالي ظهور الأسواق المالية كبديل يراعي عنصر المخاطرة ويعالج إشكالية عدم تماثل المعلومات، كون المساهمين يشاركون في اتخاذ القرار.

1.1. الأسواق المالية كبديل وضرورة للوقوف أمام قصور التمويل بالاستدانة

حتى نهاية عشرية السبعينيات من القرن الماضي كانت البنوك تلعب دورا حيويا في تمويل كافة المشاريع الاقتصادية، مهما كانت درجة مخاطرتها، 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.

وتجسدت هذه الأخيرة أكثر بقرار لجنة بازل سنة 1988، حيث أرغمت البنوك على توفير نسبة دنيا بين صافي أموالها الخاصة وإجمالي أصولها المرجحة بالمخاطر، وذلك بأن لا تقل عن نسبة 8%. كما تميزت هذه العشرية بتوجيه السياسة النقدية نحو التأثير على حجم الائتمان وتأثيره، فظهرت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بين أكثر أنواع المؤسسات إقصاء من التمويل البنكي، مما أثر ذلك، من زاوية أخرى، على إصدار التشريعات المحفزة للتمويل بالأموال الخاصة وخاصة عن طريق فتح رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. إذ لم تكن تتوفر فيها شروط التمويل البنكي، بسبب ارتفاع حجم المخاطر وشروط الدخول إلى السوق المالي، لندرة الأموال الخاصة، فظهر نوع جديد من الأسواق المالية يراعي خصوصيات هذا النوع من المؤسسات تجاه إشكالية التمويل.

تعتبر الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمثابة أسلوب جديد وبديل للأسواق البنكية، حيث فتحت المجال أمام متعاملين جدد بشروط بسيطة؛ إذ ظهرت كنتيجة لعوائق التمويل البنكي من جهة ومحاولة تقليد النجاح المحقق من طرف السوق المالي NASDAQ الذي أنشئ في سنة 1971، وسمح لشركات رأس المال المخاطر بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بالتطور والإبداع التكنولوجي وإمكانية التوسع الكبير في المستقبل [1].

2.1. التطور التاريخي لأسواق القيم الصغيرة

انتقلت الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1971 (NASDAQ) إلى أوروبا بدءا بإيطاليا في سنة 1978، ثم المملكة المتحدة في سنة 1981، وذلك بإنشاء U.S.M. unlisted securities market، الذي تتداول فيه قيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتوقع منها تحقيق عوائد كبيرة في المستقبل [2]، وفي سنة 1995 ثم إنشاء السوق المالي alternative investment market - A.I.M. - وهو أول سوق لرؤوس الأموال متخصص في تداول وتسعير قيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وعرف هذا السوق تطورا كبيرا بعد سنة 2000 خاصة في سنة 2005، ويرجع مفتاح تطوره إلى تسعيره للعديد من الشركات الأجنبية [3].

أما في فرنسا فكانت المبادرة بإنشاء السوق الثاني في سنة 1983، ثم إنشاء السوق الجديد le nouveau marché في سنة 1996، إلا أن هذين السوقين الماليين لم يرقيا إلى تحقيق نتائج تضاهي تلك المحققة في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة.

مع تطور أنشطة الأسواق المالية وتزايد أهميتها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتغير أنظمتها الأساسية خاصة فيما يتعلق بتخفيض شروط الدخول؛ أنشئ في أوروبا في سنة 2005، الـ EUROLIST و الـ ALTERNEXT، وقبل هذا التاريخ كانت قيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة متداولة بين قيم المؤسسات الكبرى داخل أسواق رؤوس الأموال، مما أدى إلى إضعاف القدرة على ملاحظتها من طرف المستثمرين؛ وهو ما أثر على جاذبيتها أيضا ومن ثم تأثر سيولتها.

ولإيجاد حلول مناسبة وقادرة على معالجة تلك الإشكالية، وضعت إصلاحات هيكلية على السوق المالي وعلى كيفية التسعير وشروط الدخول كتلك المتعلقة بالنسبة من رأس المال الواجب اكتتابها وتداولها من طرف الجمهور، أين حددت بقيمة 2.5 مليون أورو كحد أدنى[4]، كما أنشئ في نفس الإطار الـ EUROLIST، وهو عبارة عن سوق مالي منظم ووحيد، ثم أنشئ الـ ALTERNEXT، وهو عبارة عن سوق مالي متخصص في تداول القيم الصغيرة والمتوسطة. وتدخل تلك الإصلاحات في إطار توحيد المعاملات والالتزامات المتعلقة بالمعلومات والتفاوضات حول القيم المنقولة على المستوى الأوروبي؛ إذ تم تجميع قيم مؤسسات السوق الأولى والسوق الثانوي والسوق الجديد في سوق مالي ووحيد (EUROLIST)[5]. يصنف EUROLIST المؤسسات حسب الحجم إلى ثلاثة أصناف، وكل صنف تتداول قيمه داخل إحدى أقسام السوق، يضم القسم الأول القيم الكبرى (Blue chips) التي تتعدى رسمتها 1 مليار أورو، بينما يضم القسم الثاني القيم المتوسطة ذات الرسملة المحصورة بين 150 مليون أورو و 15 مليار أورو، وأخيرا يضم القسم الثالث قيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا تتعدى رسملتها 150 مليون أورو.

فرض التشريع الأوروبي ضرورة توحيد المعاملة في الشروط المتعلقة بالدخول والإفصاح المالي، مما تسبب في إقصاء العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من إيجابيات سوق رؤوس الأموال، وهو ما أدى إلى إنشاء الـ ALTERNEXT بهدف تمكين ذلك النوع من المؤسسات من الدخول لكن بشروط بسيطة، لأنه سوق منظم غير خاضع للتشريع المعمول به في أسواق الأدوات المالية "M.I.F.". إذ تستفيد المؤسسات المنضمة من التخفيض في بعض القواعد والالتزامات المفروضة على المؤسسات المسعرة في ALTERNEXT، كالحد الأدنى للاكتتاب الموجه للجمهور؛ حيث حدد بالنسبة للمؤسسات الكبرى بـ 25% أو بنسبة 5% من رأس المال إذا كانت تمثل 5

مليون أورو، في حين حددت بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بـ 2.5 مليون أورو فقط. أما فيما يخص النشر والإفصاح المالي فإن المؤسسات المسعرة في EUROLIST، مجبرة على نشر رقم أعمالها النصف سنوي وحساباتها السنوية بعد تأكيدها والمصادقة عليها من طرف محافظ الحسابات في الجريدة الرسمية للإعلانات القانونية "B.A.L.O." ، في حين لم يفرض ALTERNEXت سوى نشر الحسابات المدققة في الموقع الإلكتروني لشركة EURONEXت، كما أن السوق المالي لقيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم يفرض عليها اعتماد نظام I.F.R.S. إجبارياً، بينما فرض الـ EUROLIST إجبارية إمساك الحسابات وفقاً لنظام I.F.R.S، مع ضرورة لجوء المؤسسات المسعرة إلى عون متخصص في المرافقة (listing sponsor) عند الدخول وذلك لمساعدتها على احترام الالتزامات القانونية والتنظيمية[6].

3.1. نظرة على بعض الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

عرفت الأسواق المالية المتخصصة في تمويل أنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نجاحات مختلفة، حيث حققت بعض الدول في هذا المجال نجاحات باهرة كالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وفرنسا، إذ يضم السوق المالي A.I.M. 1590 شركة[7] ، منها 1307 شركة بريطانية، 283 شركة أجنبية. تنتمي الشركات المسعرة إلى ثلاثة قطاعات أساسية وهي القطاع المالي، القطاع الصناعي وقطاع الخدمات. وتطمح السلطات القائمة على هذا السوق حالياً إلى جعله سوقاً مالياً دولياً[8]. بينما بقي هذا النوع من الأسواق المالية في العديد من الدول دون المستوى كإيطاليا وألمانيا التي لم تشهد أسواقها التطور إلا بعد عشرية التسعينيات[9]، ومع ذلك فإنها لم تصل إلى المستوى المطلوب من الخدمات المقدمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى إدارة تلك المؤسسات التي فضلت عدم فقدان السيطرة على الرقابة والتسيير مادامت بإمكانها الحصول من مصادر بديلة أخرى على التمويل الملائم بأقل التكاليف والالتزامات [10] ، وكذلك هو الحال بالنسبة للسوق المالي الأوربي ALTERNEXت الذي يضم 102 مؤسسة مسعرة بـ ALTERNEXت لباريس، و عدداً قليلاً من قيم المؤسسات البريطانية، ومؤسسة إيطالية، وقيم ثلاثة مؤسسات مسجلة بـ ALTERNEXت لبروكسل، وقيم مؤسسات أخرى مسجلة بـ ALTERNEXت لأمستردام ولشبونة[11]. وترجع أهم عوائق تطور هذا السوق إلى ضيق حجمه[12].

أما على المستوى العربي فلم تسجل الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أي تطورات معتبرة بسبب ضيق الأسواق المالية المدرجة لقيم المؤسسات الكبرى من جهة، كما هو الحال بالجزائر، وتخوف وجهل المؤسسات لشروط

وقوانين البورصة من جهة ثانية. ومع ذلك حاولت مصر مسايرة التطور القائم في الدول التي حققت أسواقها المالية نتائج جيدة في توفير التمويل الملائم، فقامت بإنشاء بورصة النيل في سنة 2007، وهي عبارة عن سوق مالي داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية، يهدف إلى تعزيز مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يتلاءم ومتطلبات التوسع ورفع القدرات التنافسية في كافة القطاعات ومن كافة الدول. ولعل أهم عائق يحول دون تطور هذا السوق إلى جانب الأسباب سالفه الذكر هو ضيق وقت التداول؛ حيث يتم التداول لمدة ساعة واحدة يومياً، وذلك رغم ما حضي به هذا السوق من تقديم مزايا متعددة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كتلك المتعلقة بالحد الأدنى من رأس المال، عدد المساهمين، عدد الأسهم المطروحة للاكتتاب، كما خفض من قواعد الإفصاح التي لا تخل بسلامة وأمن السوق المالي. إذ تكتفي المؤسسات المسعرة تكتفي بتقديم القوائم المالية السنوية المراجعة من طرف محاسب معتمد، والنتائج السنوية وربع السنوية المعتمدة من طرف مجلس الإدارة، كما فرض السوق ضرورة لجوء المؤسسة إلى الرعاة المعتمدين (listing sponsor) لمساعدتها على احترام قواعد البورصة وطرح الأسهم للاكتتاب [13].

2. العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالي

تتأثر الإجراءات التي تقود المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى الدخول إلى السوق المالي بالعديد من العوامل؛ منها ما يتعلق بالمحيط الداخلي للمؤسسة، ومنها ما يتعلق بمحيطها الخارجي.

1.2. العوامل الداخلية

يمكن تقييم العوامل الداخلية المؤثرة في دخول المؤسسة إلى السوق المالي من خلال تقييم المؤسسة وإدارتها، فنجد العوامل التالية:

أولاً. خصائص المسير

تلعب شخصية المسير دوراً أساسياً في حسم القرار المتعلق بالدخول إلى السوق المالي، وتتمثل أهم العناصر المساعدة له في اتخاذ ذلك القرار الاستراتيجي في النقاط التالية:

- مدى رغبته في التخلي عن الاستقلالية في اتخاذ القرارات والإدارة.
- نسبة ملكيته في رأس مال المؤسسة.

- دوره في إنشاء المؤسسة [14]؛ حيث أن المسير الذي ساهم في إنشاء المؤسسة تتولد لديه الرغبة في مواصلة تحقيق النجاح، ويترجم ذلك من خلال توسيع مصادر التمويل الذي يضمن النمو السريع للمؤسسة.
- تكوين المسير و عمره.

ثانيا. خصائص المؤسسة:

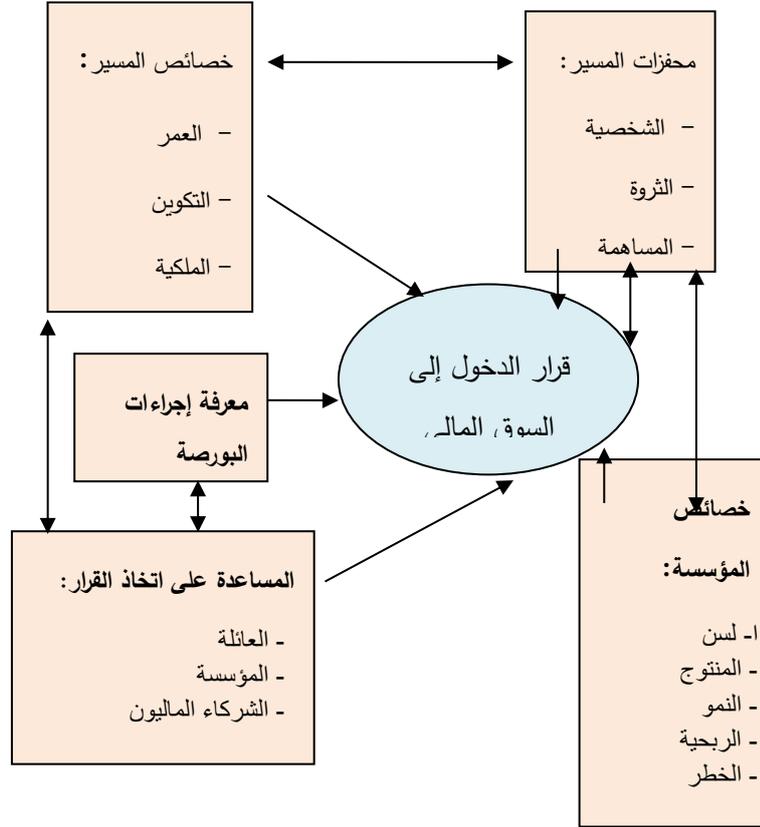
تتمحور أهم الخصائص المتعلقة بالمؤسسة والمساعدة على اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالي، في مدى تأثير نشاط المؤسسة في الغير، حصتها من السوق، طبيعة تنظيمها (خاصة المالي) [15]، هيكلها المالي، وحجمها.

بين Dessertine , P. أن معظم المؤسسات العائلية المسجلة في السوق الجديد le nouveau marche يتراوح عمرها بين 10.2 و 13.3 سنة [16]، وذلك بالرغم من أن هذا السوق أنشئ خصيصا للتغلب على مشاكل تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة. وتعتبر تلك النتائج منطقية، حيث يفسر طول الانتظار بتحسين المركز المالي للمؤسسة من أجل تحسين صورتها أمام المستثمرين الجدد، أما الرغبة في الإسراع إلى الدخول فتفسر بتجنب الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات [17].

2.2. العوامل المتعلقة بالمحيط الخارجي

تدور هذه العوامل بصفة عامة حول تطور التنظيم المتعلق بالانفتاح وكثافة الدخول. ففي الجزائر مثلا ما دامت كثافة دخول المؤسسات الكبرى جد ضعيفة، فإن كثافة دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالي معدومة، ومهما كانت طبيعة السوق المالي فإن الوقت الذي تستغرقه المؤسسة في حسم قرار الدخول يتراوح في المتوسط بين 18 شهر و6 سنوات [18] ، وتفسر تلك المدة بالوقت اللازم للحصول على المعلومات الكافية والتحضير للتغييرات والإجراءات الواجب اتخاذها لملاءمة وضعية المؤسسة مع متطلبات المحيط المالي الجديد. أما Desjardin فيري أن التسعير ليس بعملية سهلة، لأنه يحتاج إلى وقت وجهد وتنتج عنه تكلفة مهمة خاصة بالنسبة للمؤسسة المتوسطة [19]، كما أن اتخاذ هذا القرار الاستراتيجي يجب أن يتم في لحظة معينة، قد تم التخطيط لها مسبقا "windows of opportunity" أو إثر التوقيت "timing" ومعناها أن عملية الدخول تأتي عند تقييم المؤسسات في مستويات عليا، أي في فترة نشاط السوق "hot market".

يمكن تلخيص أهم العوامل المساعدة على اتخاذ قرار الدخول إلى السوق المالي من طرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الشكل البياني التالي:
شكل رقم 1: العوامل المحددة لدخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالي



Source: Belletante, B., Levratton, Paraque, op , cit, p . 324.

ما يلاحظ من خلال الشكل البياني أن قرار الدخول إلى السوق المالي يكون نتيجة لعدة عوامل منها ما يتعلق بالمؤسسة وإدارتها، ومنها ما يتعلق بالمحيط الخارجي للمؤسسة ومحفزات الدخول. ويعبر الشكل البياني بدقة عن علاقة الارتباط بين الحوافز وخصائص الأطراف المساعدة على الدخول، حيث أن النشاط الذي يتميز بالفعالية وكثرة الطلب على المنتج، والتكوين الجيد للمسير، قد لا يتوج باستفادة المؤسسة من الدخول

إذا تميز السوق بالضيق أو كان غير موجود أصلاً أو تردد المسير في اتخاذ القرار خشية فقدان الاستقلالية في اتخاذ القرار.

3. أهداف الدخول إلى السوق المالي

تهدف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من وراء الدخول إلى السوق المالي إلى تحقيق التوسع [20]، ويندرج تحت هذا الهدف الاستراتيجي عدة أهداف أخرى تستمد جوهرها منه وترتبط نتائجها بآثاره. إذ بينت الدراسات المتعلقة بتحليل الأهداف من وراء الدخول أن الإشهار الناتج عن النشر الدوري للنتائج في المجالات، الجرائد والنشرات الاقتصادية، يعتبر المحرك الأساسي لتحقيق العديد من المزايا [21]، أي أن الإشهار لا يعتبر هدفاً في حد ذاته، بل آثاره الإيجابية على المؤسسة هي الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

3.1. التحفيز الإداري وترشيد القرارات

بمجرد التفكير في الدخول إلى السوق المالي تصبح المؤسسة مجبرة على تغيير إستراتيجيتها بما يتلاءم ومتطلبات المحيط الخارجي والمالي الجديد، وتفرض تلك الإستراتيجية المعدلة أو الجديدة والمبنية على أهداف التوسع ضرورة رفع الجهود من طرف الفريق الإداري لتحقيق تلك المتطلبات واحترام شروط التعامل بالبورصة [22].

فالدخول إلى السوق المالي يحفز الإدارة على رفع مجهوداتها التي تسمح بتحسين مؤشرات أدائها، مما يعكس 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. هذا الأخير محفز أيضاً على رفع مجهوداته بما يتناسب وتحقيق تلك الأهداف بسبب فرض التشريع المعمول به في الأسواق المالية ضرورة النشر والتبليغ الدوري للنتائج المحققة من طرف المؤسسة، وكل ما يتعلق بنشاطها [23] ، وبسبب تغيير سلوك المقاول في تحقيق الشفافية [24]. وفي هذا الإطار فرض التشريع الأوروبي على مجالس إدارات المؤسسات المسعرة ضرورة تبليغ سلطات السوق المالي (A.M.F.) بالمعلومات التي من شأنها أن تؤثر على أسعار قيم المؤسسات [25].

2.3. تحسين صورة المؤسسة

أكدت دراسة لجوسلين وآخرون [26] ، شملت عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الكندية سنة 1991، أن 85% منها تهدف من وراء الدخول إلى السوق المالي إلى تحسين صورتها أمام الموردين للاستفادة من بعض المزايا كزيادة مهلة السداد والحصول على حسم من تكلفة الشراء، بينما كانت تهدف 71% من مؤسسات العينة إلى تحقيق مزايا تتعلق بتسهيل ظروف الحصول على الائتمان البنكي. وبما أن لجان عمليات البورصة تحتم على المؤسسة المسعرة ضرورة تحقيق نسبة مديونية لا يجب أن تتعدى 20% [27] ، فإن الدخول إلى السوق المالي يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة، ومنه تزداد فرص الحصول على التمويل البنكي. وفيما يتعلق بتعزيز فرص الحصول على التمويل عن طريق الأموال الخاصة، فإن الإشهار يلعب دورا فعالا في تسهيل عملية طرح أسهم جديدة للاكتتاب، لأن قيم المؤسسة تصبح متداولة بين عدد كبير من المستثمرين [28]. فتذهب بذلك كل القيود المالية، خاصة تلك المتعلقة بحجم الأموال، وتجد نفسها كمؤسسة كبيرة يمكن لها طلب رؤوس الأموال بحسب تطور درجة الخطر والعائد المنتظر [29].

3.3. السماح بتقييم المؤسسة وزيادة درجة سيولتها

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 وحياسة قيمها من طرف الجمهور، وهو بدوره ما يساعد على رفع درجة تنوع المحفظة المالية، مما يضمن في نفس الوقت استمرارية المؤسسة بعد خروج المساهمين بالأغلبية، كما يسهل دخول مساهمين جدد في حالة توسع المؤسسة. وفي هذا الإطار يرى Belletante وآخرون [30] ، أن هذا الهدف يتحقق إذا كانت ميولات المسير مالية محضة، خاصة فيما يتعلق بالمساهمة، كما أن قرار الاحتفاظ أو بيع حصته يكون نتيجة للتحكيم بين العائد والمخاطرة، لا برغبته في الحفاظ على السلطة في اتخاذ القرار.

4.3. الحوكمة la gouvernance

تعتبر الرقابة الإضافية التي يمارسها السوق المالي من بين أهم آثار التسعير على علاقات الوكالة، إذ أنه يحث المسير على اتخاذ قرارات إستراتيجية تهدف إلى تحسين الأداء الاقتصادي للمؤسسة، فهو بذلك يعتبر بمثابة آلية لتوجيه سلوك المسير من خلال الشفافية التي يفرضها السوق والرقابة المستمرة على الاختيارات الإستراتيجية. وبما أن تعظيم قيمة المؤسسة تقع على عاتق المسير، فإن المساهم في حالة عدم رضاه

بالعوائد المحققة، فإنه قد يهدد ببيع حصته في المساهمة، مما يؤثر على قيمة المؤسسة، وهو بدوره ما يؤثر سلبيا على المسير إذا كان مساهما، أو كانت مداخيله مرتبطة بسعر الأسهم، كما أن قيمته تنخفض في سوق العمل.

وهناك العديد من الدراسات التي أثبتت الأثر الإيجابي للحاكمية على المؤسسات المسعرة، وذلك من خلال مقارنة الأداء قبل وبعد الدخول كدراسة CAI و WEI في سنة 1997، ودراسة Kutsuma في سنة 2002 بالنسبة للسوق الآسيوي، ودراسة Sentis التي طبقتها على السوق الأوروبي، وأثبتت تلك الدراسات أن الأداء يرتفع بعد الدخول إلى السوق المالي.

إضافة إلى الأهداف السالفة الذكر هناك أهداف أخرى، إلا أنها قد تختلف حسب اختلاف أهداف المسيرين وحسب طبيعة النشاط، كما قد تختلف من دولة إلى أخرى، كالامتيازات الضريبية، وتسهيل عملية خروج شركات رأس المال المخاطر، كما يعتبر السوق مكانا ملائما لتحميل ونقل الخطر من المؤسسة إلى المساهم [31].

4. عوائق الدخول إلى السوق المالي

على غرار الإيجابيات التي تحققت عملية إدخال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الأسواق المالية، فإن هذه الأخيرة لا تخلو من الصعوبات والقيود، حتى وإن تميز محيطها المالي بالحيوية والنشاط. إذ يعتبر الحجم من أهم العوائق التي تحول دون دخول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالي، لأن تكاليف الإصدار تتضمن جزء ثابتا يوزع على المبلغ المصدر مهما كانت قيمته، وبما أن هذا المبلغ غالبا ما يكون بسيطا في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى، فإن التكاليف الثابتة المتعلقة بالإصدار على السهم الواحد تكون أكبر. وعليه فإن التكاليف الإجمالية للمعاملات تزداد عكسيا مع حجم المؤسسة [32]، ولتعويض تلك العمولة الزائدة يطالب المساهم بعائد أكبر، قد لا تتمكن المؤسسة من تحقيقه. وفي هذا الإطار يري Laboueix و Laurin أن أغلب المؤسسات الفرنسية لا تقبل على فتح رأسمالها بسبب صغر حجمها [33]. بينما أكد Belletante وآخرون أن العوائق متعددة، ووجد من خلال دراسة شملت عينة من المؤسسات الفرنسية النتائج التالية [34]:

عوائق دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالي الفرنسي:

أسباب عدم الدخول	نسبة المؤسسات %
ظروف غير ملائمة	60
حجم غير كافي	45
ارتفاع تكاليف الدخول	45
التخوف من تقييم المؤسسة بأقل من قيمتها	26
التخوف من فقدان الاستقلالية	39

Source : Belletante et al, op cit, p. 327.

وإضافة إلى العوامل السابقة يري Wtterwulghe أن قلة خبرة هذا النوع من المؤسسات ونقص المعلومات حول الإجراءات الواجب اتخاذها قبل الدخول تمثل أهم عوائق الدخول إلى السوق المالي في بلجيكا [35] ، لذلك تلجأ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قبل إعلانها فتح رأسمالها للاكتتاب والتداول بالسوق المالي، إلى اللجوء إلى مؤسسات أخرى تفي بغرض المشاركة والإشهار بشروط أقل، كالتحويل عن طريق رأس المال المخاطر.

خاتمة

خلصت الدراسة إلى أن ظروف نشأة الأسواق المالية المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كانت نتيجة حتمية لمواجهة عدم قدرة البنوك على تلبية حاجياتها المالية، بفعل عامل عدم تماثل المعلومات وخطر تحويل الإدارة للأموال المقترضة إلى مشاريع غير تلك التي خصصت لها. كما كانت نشأتها نتيجة للتغيرات التشريعية الرامية إلى التحرير المالي مع بداية عشرية الثمانينات من القرن الماضي.

تتميز الأسواق المالية للقيم الصغيرة بتكليف شروط التسعير والدخول مع مميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي لا تمكنها قلة رؤوس أموالها من الدخول إلى الأسواق المالية للقيم الكبيرة، مما يمنح لها قدرة على الإشهار والتحفيز الإداري في ترشيد قراراتها.

وعلى هذا الأساس فإن للأسواق المالية المتخصصة في تسعير القيم الصغيرة دورا فعالا في معالجة إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لأنها تحد من مخاطر عدم التماثل في المعلومات، كون المساهم يشارك في اتخاذ القرار داخل المؤسسة، تجنب

المخاطر المعنوية، لأن قواعد السوق المالي تفرض على المؤسسة الإفصاح المالي والشفافية. كما أنها تعزز من سبل الانفتاح على مصادر التمويل بالاستنادة كما تشير إلى ذلك نظرية الإشارة بالأسهم المحازة والمتداولة بالسوق.

بالرغم من المزايا التي تحققها الأسواق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن معظم دول العالم لم تتمكن من الوصول إلى النجاح المحقق في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وذلك نتيجة لعدة عوائق ترجع أهمها إلى قيود المحيط التشريعي، والتخوف من فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة.

الهوامش والمراجع

1. www.natixis.com/fr/aspx/lexique.aspx?page=N, (تاريخ الاطلاع: 04 جانفي 2009).

2. Keasey K., Guinness Mc P., prospectus earnings forecasts and the pricing of new issues on the unlisted securities market, Accounting and business research, vol 21, N 82, 1991, P 133.

3. CHERTOK G., DE MALLERAY p., le financement des pme, conseil d'analyse économique, paris, octobre 2008, p34.

4. MANSION Y., DEMARTINI A., MEKIOUS S., les pme et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux, bulletin de la banque de France , n° 165 , septembre 2007, p97.

5. IBID, p 96.

6. IBID, p 97.

7. الإحصائيات متعلقة بسنة 2007 ومأخوذة من الموقع الإلكتروني لشركة المحاماة:

MASCRE HUGUY Associés

أنظر موقع الواب التالي:

..... LEMAC..... مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة.

www.mascre-huguy.com/htm/fr/conseil_comparaison_aim_alternext_marches_boursiers_pme.htm

8. CHERTOK g., DE MALLERAY p., op cit, p34.

9. LABOUREIX D. , LAURIN A., Le risque PME, Bulletin de la Banque de France, 4°trimestre, Supplément Etudes,1994, p77.

10. CADRES CFDT, Italie: complexité et cohérence, bulletin N° 375-376, DÉCEMBRE 1996-JANVIER 1997, p3.

11. www.mascre-huguy.com/htm/fr/conseil_comparaison_aim_alternext_marches_boursiers_pme.htm

تاريخ الاطلاع 11 نوفمبر 2008.

12. CHERTOK G., DE MALLERAY p., op cit, p 71.

13. www.arabproject.net/vb/forumdiplay.php?f=45 ، تاريخ الإطلاع 21 ديسمبر 2008 ،

14. BELLETANTE B., LEVRATO N. PARANQUE B., diversité économique et modes de financement des PME, L'HARMATTAN, PARIS, 2001, p321.

15. IBIDEM.

16. DESSERTINE P., Le Nouveau marché : rencontre de l'entreprise familiale et de la logique boursière, Finance Contrôle Stratégie – Volume 3, N° 1, mars 2000, p125.

17. IBID , p125,126.

18. BELLETANTE B., LEVRATTO N., PARANQUE B.,OP CIT, p325.

19. DESJARDIN, C., S'introduire en Bourse: Combien ça coûte? , *option Finance*, n°565, 1999, pp.12-17.

20. DESROCHES, J. , JOG V., *La PME & le financement public*, Montréal, Institut de recherches politiques,1991, p.110.

21. BELLETANTE B., LEVRATTO N., PARANQUE B., op cit, p329.

22. WTTTERWULGHE R., op cit, p145.
23. ALBOUY M., l'apport de fonds propres et l'ouverture du capital des PME, revue française de gestion Janvier- Février, 1984, p9.
24. WTTTERWULGHE R., la PME une entreprise humaine, DE BOECK université,1998 , p145.
25. Articles 621 et 222 du règlement général de l'AMF, commission européenne, 2002.
26. JOCELYN J., DESROCHES Y., VIJAY M., GHISLAIN F., la PME et le financement public, I.R.P.P., 1991,p81.
27. ALBOUY M., l'apport de fonds propres et l'ouverture du capital des PME, op cit, p9.
28. WTTTERWULGHE R., op cit, p145.
29. BELLETANTE B., LEVRATTO N., PARANQUE B., op cit, p319.
30. Ibidem.
31. Albouy M., L'actionnaire comme apporteur de ressources financières, Revue française de gestion 2002/5, n° 141, p.19.
32. WTTTERWULGHE R., op cit, p145.
33. LABOUREIX D., LAURIN A, op cit, p 12.
34. BELLETANTE B., LEVRATTO N., PARANQUE B., op cit, p327.
35. WTTTERWULGHE R., op cit, p145.