

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

Stock Market and the Financing of Small and Medium Enterprises

أ.كروش نورالدين
أستاذ مساعد. جامعة الدكتور يحيى فارس - المدينة
kerrouche_n@yahoo.fr

ملخص

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

الكلمات الدالة: سوق الأوراق المالية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل، فتح رأس المال، الدخول إلى البورصة.

Abstract

The financial stock market executes an important role in modern economies through the collection and mobilization of savings, and sending them towards the productive sectors, which is beneficial to the national economy. In doing so, the stock market mechanisms have been developed to suit the various enterprises; including small and medium enterprises (SME's), which have on its turn a paramount importance for the boost of national economies. In this context, the Algerian Stock-Exchange opened a special container for SMEs to meet their needs for financing and serve the effective role which play in achieving sustainable development.

Keywords : Financial Stock Market -Small and Medium Enterprises

مقدمة

-وبالخصوص المؤسسات الاقتصادية- التي تحتاج إلى الأموال
من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية، بالإضافة إلى أنها
تساهم في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة بما يتماشى
وتحقيق النمو الاقتصادي.

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما في عملية التنمية
الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات
الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي

وتعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بين المؤسسات الاقتصادية

على حد سواء، وذلك لما تقوم به من جمع وتعبئة للمدخرات من أصحاب الفائض المالي، وإعادة توزيعها على أصحاب العجز المالي ضمن مختلف القنوات الاستثمارية بما يحقق النمو الاقتصادي ويزيد من رفاهية الأفراد.

1.1 تعريف سوق الأوراق المالية: يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث يلتقي فيها طالبوا وعارضوا الأموال، فمن أجل تغطية وسد الحاجة للتمويل تقوم الدولة، الجماعات العمومية والمؤسسات بإصدار أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) للحصول على مقابل من قبل الأعوان الاقتصاديين الذين يتميزون بفائض مالي، يوجد له في السوق المالي التوظيف المناسب له.⁽¹⁾

- سوق الأوراق المالية هي السوق التي من خلالها يحصل الأعوان الاقتصاديون، المؤسسات، و الدولة على موارد مالية طويلة ومتوسطة الأجل من خلال البيع العام لمختلف الأصول المالية (أسهم، سندات،... إلخ).⁽²⁾

- كما تعرف أيضا بأنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة.⁽³⁾

2.1 هيكلة سوق الأوراق المالية: تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين متكاملتين، هما السوق الأولية أو سوق الإصدار، والسوق الثانوية أو سوق التداول.

1.1 - 2. السوق الأولية (سوق الإصدار) : تختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها أو مديونيتها، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى الأموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص. وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.⁽⁴⁾

إذا هذه السوق ما هي إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، وتنشأ نتيجة لذلك علاقة ما بين مقدمي الأموال (المكتتبين) وبين تلك المشروعات⁽⁵⁾

وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفرادا أو مؤسسات مالية من أجل بيع الأسهم والسندات المصدرة، وإما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة -عادة مؤسسة مالية- بإصدار هذه الأوراق، وهو الأسلوب الأكثر شيوعا⁽⁶⁾

1.2 السوق الثانوية (سوق التداول): تختص هذه السوق في التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو عن طريق أحد المؤسسات المالية المتخصصة. ويطلق على هذه السوق اسم البورصة⁽⁷⁾

ومما سبق، يتضح مدى الارتباط الوثيق ما بين السوق الأولية والسوق الثانوية، فليس من الممكن أن تكون هناك سوق للتداول من دون أن تكون هناك سوق إصدار. وبالمقابل، فإنه لا يمكن أن

التي تلجأ إلى سوق الأوراق المالية بغية تلبية احتياجاتها المالية على المدى المتوسط والطويل، وهذا بعدما كيفة سوق الأوراق المالية مجموعة من الآليات الموجهة خصيصا لها نظرا للمكانة التي باتت تكتسيها هذه الأخيرة - المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- في الاقتصاديات الحديثة للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، إذ أنها تمثل وزنا ذا أهمية قصوى يعول عليه من أجل القيام بدور كبير في تحقيق التنمية المستدامة.

وفي هذا الصدد، قام المشرع الجزائري كذلك بإنشاء وعاء خاص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر من خلال تخفيف الشروط الواجب توفرها من أجل الدخول إلى البورصة بغية المساهمة في إيجاد حل لمشكلة التمويل التي تعاني منها.

وتسعى هذه الورقة البحثية إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن ذكرها كما يلي:

- إسقاط الضوء على الفرص التمويلية التي تتيحها سوق الأوراق المالية والموجهة لتلبية الحاجيات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- عرض لواقع نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

- توضيح شروط إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر.

ومن خلال ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث كالآتي: كيف تساهم سوق الأوراق المالية في توفير تمويل مناسب للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

وللإجابة على ذلك، سيتم تجزئة البحث إلى العنصرين الرئيسيين الآتيين:

أولا: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية والدخول إلى البورصة؛

ثانيا: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛

ثالثا: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة؛

أولا: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية

تتيح سوق الأوراق المالية فضاء واسعا من الفرص أما مختلف المؤسسات الاقتصادية من أجل تلبية حاجتها للأموال على المدى المتوسط والطويل. إذ تعمل على جمع وتعبئة الادخار من الأعوان الاقتصاديين ذوو الفائض المالي، وتوجيهه إلى الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي (المؤسسات الاقتصادية والحكومة) من دون الحاجة إلى تدخل وسيط مالي ما بين الطرفين. وهو ما يجعلها تتميز بنوع من الفعالية خاصة من حيث التكلفة.

ومن خلال هذه النقطة، سيتم التطرق إلى ماهية سوق الأوراق المالية وكذا الدور الذي تقوم به في الحياة الاقتصادية.

1- ماهية سوق الأوراق المالية: سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية ذات المدى الطويل (الأسهم والسندات). وقد أصبح موضوع السوق المالية يحظى باهتمام بالغ بالنسبة للدول المتقدمة والسائرة في طريق النمو

تكون هناك سوقاً أولية ما لم تكن هناك سوقاً ثانوية متقدمة.

ويمكن تقسيم السوق الثانوية، أو بورصة القيم المنقولة إلى عدة أقسام وفق الأطراف التعامل فيها ومن بينها السوق الثانوية والتي تضم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى المؤسسات الكبيرة التي لا تتوافر فيها شروط التسجيل في التسعيرة الرسمية.

3-1 أهمية سوق الأوراق المالية: تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد بحيث تعمل على ما يلي: (8)

- قناة لتمويل الاقتصاد الوطني من خلال تجميع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو الاستثمار بغية تنشيط حالة الاقتصاد ككل (9)

- من خلال السوق، يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، وهو ما يتيح حماية المستثمرين من تجميد أموالهم.

- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.

- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. فعندما تنخفض الأسعار - وهو ما يعد مؤشر احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يهيب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات اللائمة لتصحيح الأوضاع. كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة و بشأن الترتيبات المقترحة لمواجهةها.

- حماية الوحدات الاقتصادية من تقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.

- إن تعديل بنى الإنتاج يتطلب مبالغ كبيرة من الضروري اللجوء إلى سوق الأوراق المالية من أجل تأمينها. ويحدث هذا اللجوء كثيراً في حالة النمو الداخلي (امتلاك موجودات حقيقية) كما في حالة النمو الخارجي (امتلاك شركات موجودة سابقاً). مما يؤدي حسب الحالة الثانية إلى ظهور شركات ضخمة تجمع العديد من المؤسسات. (10)

- مكان لتداول الخطر حيث إن الابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية، خاصة ما يسمى بالمنتجات المشتقة، جعلت من هذه الأسواق مكان لتسيير الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديين، كذلك التنوع في الأوراق المالية يسمح بالتقليل من الأخطار التي يتحملها المستثمر. (11)

2- الدخول إلى البورصة: تسمح عملية الدخول إلى سوق الأوراق المالية من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام للمؤسسة بتحقيق عدة مزايا، وتجميع مبالغ مالية معتبرة من أجل مواصلة وتوسيع نشاطها، (12) وسيتم من خلال هذه النقطة عرض تعريف الدخول إلى البورصة، الأهداف، المزايا والمساوئ

وكذا أهم طرق الإدراج في البورصة.

1.2 تعريف الدخول إلى البورصة: يمكن تعريف عملية الدخول إلى البورصة على أنها الوصول إلى سوق الأوراق المالية للمرة الأولى والوصول بالتالي على تسعيرة عامة. وهذا يعني توزيع أسهم على مستثمرين جدد، هذه الأسهم يمكن أن يكون مصدرها بيع المساهمين الحاليين لجزء أو كل أسهمهم، أو عن طريق زيادة رأس المال (إصدار وبيع أسهم جديدة). (13)

2.2 أهداف الدخول إلى البورصة: تعمل المؤسسة إلى تحقيق جملة من الأهداف من خلال دخولها البورصة، والتي من أهمها: (14)

- تعتبر عملية جمع الأموال الهدف الرئيسي للدخول إلى البورصة، حيث تعتبر البورصة كأحد بدائل التمويل المتاحة للمؤسسة. إذ تسمح بتلبية حاجة المؤسسة إلى مصادر تمويل طويلة من أجل تنفيذ استراتيجية النمو وتخفيض مديونية المؤسسة.

- ينتج عن عملية بيع أسهم جديدة في سوق الأوراق المالية ارتفاع في عدد حاملي أسهم المؤسسة، وبالتالي ارتفاع في عدد مالكيها. وهو ما يضمن استمرار المؤسسة وتطورها.

- تحسين صورة المؤسسة الخارجية، سواء أمام زبائنها أو المستثمرين، إذ تسمح بتحسين سمعة المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالمصداقية والثقة، وهو ما يسمح بتسهيل علاقاتها التجارية والمالية مع مختلف شركائها (بنوك، موردين،... إلخ).

- يسمح الدخول إلى البورصة للمؤسسة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد، حيث تستفيد من تخفيضات ضريبية مغرية. وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى لحصصهم في رأس المال يكون معفى من كل أنواع الضرائب.

3.2 مزايا ومساوئ الدخول إلى البورصة: تتيح عملية الدخول إلى البورصة العديد من المزايا للمؤسسة، وفي المقابل قد تجعلها تتعرض لجملة من المساوئ، وهو ما سيتم إبرازه كما يلي:

1.3.2 مزايا الدخول إلى البورصة: من بين المزايا التي تتيحها عملية الدخول إلى البورصة ما يلي:

- زيادة سمعة المؤسسة وتحسين صورتها في الداخل والخارج.

- وفاء العمال والمستخدمين من خلال منحهم الفرصة للمشاركة في رأس المال.

- توسيع دائرة المساهمين.

- الحصول على رؤوس أموال خاصة، وبالتالي تغيير هيكل رأس المال من أجل الوصول إلى الهيكل المثلى.

- التسعير المستمر لقيمة أسهم المؤسسة، مما يسمح بتقييم دائم للمؤسسة.

- تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة.

2.3.2 مساوئ الدخول إلى البورصة: من بين مساوئ الدخول إلى البورصة، يمكن ذكر ما يلي:

- القيود التنظيمية الثقيلة.

المؤسسة إلى البورصة تحملها تكاليف مباشرة معتبرة، تكاليف خاصة بالبنك المرافق للمؤسسة، مصاريف التسجيل، مصاريف قانونية، مصاريف محاسبية ومصاريف مدفوعة للمحللين الاختصاصيين. إضافة إلى مصاريف أخرى متعلقة بالمتطلبات القانونية للعملية يجب دفعها من طرف المؤسسة، ومن بينها المصاريف المدفوعة سنويا لمحاظ الحسابات، لأن هذه المصاريف لا ترتفع مع ارتفاع حجم العملية.

4.4.2 تقييم المؤسسة وسعر الدخول إلى البورصة: تعتبر عملية تقييم المؤسسة قبل الدخول إلى البورصة أمرا ضروريا، حيث تخضع جميع أصول المؤسسة المادية، المالية والمعنوية إلى إعادة تقييم من طرف خبراء ومكاتب دراسات معتمدة في هذا المجال، وهذا من أجل ضمان اختيار سعر الدخول الأمثل الذي يضمن نجاح عملية الاكتتاب.

يلاحظ من خلال معظم عمليات الدخول إلى البورصة في مختلف الدول، اعتماد المؤسسة المصدرة على تخفيض في قيمة أسهمها مقارنة بالقيمة الفعلية أو السوقية لها.⁽²⁰⁾

ثانيا: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقوم بدور محوري في الاقتصاديات الحديثة لمختلف الدول المتطورة والسائرة في طريق النمو، وتزايدت أهميتها نظرا لمساهمتها المتزايدة في الناتج الداخلي الخام وعملها على القضاء على البطالة وتحسين الأوضاع الاجتماعية.

هذا وتوجد العديد من المعايير المستخدمة في تصنيف وتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ومن أهم هذه المعايير عدد العمال، رأس المال المستثمر (مجموع الموجودات) وحجم الإنتاج والمبيعات.

1- تعريف المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: يمكن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق ما جاء في القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في عام 2001 والذي يركز على ثلاث معايير وهي: عدد العمال، رقم الأعمال السنوي ومجموع الأصول. وفي هذا الإطار تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها كل مؤسسة إنتاجية أو خدمية توظف من 1 إلى 250 عامل حيث رقم أعمالها السنوي لا يتجاوز 2 مليار دج، وأن إجمالي الحصيلة السنوية لا يتجاوز 500 مليون دج. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (01): أسس تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق القانون الجزائري

مجموع الأصول	رأس المال	عدد العمال	معييار التصنيف نوع المؤسسة
لا يتجاوز 10 ملايين دج	أقل من 20 مليون دج	11 - 110	مصغرة
10-100 مليون دج	أقل من 200 مليون دج	101 - 150	صغيرة
100-500 مليون دج	200 مليون - 2 مليار دج	501 - 1250	متوسطة

المصدر: القانون رقم 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001 والمتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد 77،

15 ديسمبر 2001

موافقة أشخاص خارج المؤسسة، إضافة إلى أن المؤسسة لا تتحمل تكلفة على استخدام هذه الأموال.⁽²⁵⁾

3.2.2.3 **التمويل الخارجي:** هنا تلجأ المؤسسات لتمويل احتياجاتها إلى المدخرات المتاحة سواء في السوق المالية عن طريق طرح أسهم وسندات للاكتتاب العام أو البنوك عن طريق الاقتراض.

3.2.3 **تقسيم التمويل من ناحية الغرض الذي يستخدم لأجله التمويل:** هناك نوعان وهما

3.2.3.1 **تمويل الاستغلال:** يتمثل في استغلال الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساساً بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها كنفقات للشراء للمواد الخام أو دفع أجور العمال وما إلى ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية.

3.2.3.2 **تمويل الاستثمار:** يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي تترتب عنها إنشاء طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كإقتناء الآلات والتجهيزات.⁽²⁶⁾

3.3 **العوامل المحددة لاختيار مصدر التمويل المناسب:** هناك العديد من العوامل الواجب اتخاذها بعين الاعتبار من أجل اختيار بديل التمويل الأمثل الذي يتناسب وحاجيات المؤسسة، والتي يمكن إيجازها في العناصر الآتية: القيود الخاصة بالتوازن المالي، تعظيم المردودية المالية وتكلفة مصادر التمويل.

3.3.1 **القيود الخاصة بالتوازن المالي:** يجب على المؤسسة الأخذ بعين الاعتبار الوضعية المالية قبل اختيار أي بديل تمويلي، ولأجل ذلك يمكن تطبيق مجموعة من القواعد التي يمكن إيجازها كالآتي:

3.3.1.1 **المديونية القصوى:** تنص هذه القاعدة على أن الديون المتوسطة وطويلة الأجل لا يمكن لها أن تتجاوز الأموال الخاصة، والتي يتعبّر عنها من خلال نسبة الاستقلالية المالية كما يلي: الديون متوسطة وطويلة الأجل / الأموال الخاصة، والتي لا ينبغي أن تتجاوز الواحد (1).

3.3.1.2 **القدرة على التسديد:** تنص على أن مبلغ الديون المالية لا ينبغي أن تتجاوز من 3 إلى 4 مرات من قيمة طاقة التمويل الذاتي المتوسطة للمؤسسة.

3.3.1.3 **التمويل الذاتي الأدنى:** أي أن المؤسسة ملزمة بتمويل جزء من استثماراتها بنسبة معينة عادة ما تكون 30% من أجل تحصيل قرض لتمويل الجزء المتبقي.

3.3.2 **تعظيم المردودية المالية للمؤسسة:** أثر الرافعة المالية⁽²⁷⁾: الهدف المحوري الذي تسعى إليه المؤسسة من خلال نشاطها هو تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي العمل على تعظيم نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة، التي تمثل المردودية المالية.

هذه النسبة هي عبارة عن دالة لهيكل المصادر المستعملة في تمويل المؤسسة، أي النسبة بين الديون المالية والأموال الخاصة،

2- **أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** تأخذ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حصة كبيرة في اقتصاديات بلدان العالم المتقدمة والنامية، وهو ما يبرز دورها الكبير في مختلف الاقتصاديات العالمية من خلال:

- رفع مستوى الناتج الداخلي الخام للدولة من خلال القيمة المضافة التي تمنحها هذه المشاريع في مختلف القطاعات، وبالتالي الرفع من رفاهية الأفراد.

- إنشاء وخلق مناصب شغل جديدة، وبالتالي التخفيف من حدة البطالة.

3- **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الأموال كباقي أنواع المؤسسات الأخرى، وهذا من أجل ضمان استمرار نشاطها وتوسيعه.

3.1 **تعريف التمويل:** يمكن تعريف التمويل على أنه: «إمداد المؤسسات بالمال اللازم لإنشائها أو توسيعها أو تزييقها، وهو من أعقد المشاكل التي تواجهها التنمية الصناعية في كل البلدان بشكل عام، إذ لا يمكن قيام أي عمل دون وجود رأس المال، وبقدر حجم التمويل وتسيير مصدره وحسن استثماره يكون العائد أو الربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي»⁽²¹⁾

- كما يمكن تعريف التمويل بأنه «كل الموارد المالية المتاحة والتي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة لتمويل نشاط المؤسسة بالصورة التي تحقق أكبر معدلات لنمو المؤسسة وتعظيم قيمتها عبر الزمن»⁽²²⁾

3.2 **أنواع التمويل:** يمكن تقسيم التمويل اعتماداً على عدة اعتبارات كما يلي:

3.2.1 **تقسيم التمويل من ناحية المدة الزمنية:** هناك ثلاثة أنواع وهي:

3.2.1.1 **تمويل قصير الأجل:** يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال أو شراء بعض الاحتياجات الاستغلالية وغيرها من المدخرات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.⁽²³⁾

3.2.1.2 **تمويل متوسط الأجل:** ينشأ هذا التمويل عن تلك العمليات التي تتطلب استعمالاً للأموال لفترة تتراوح بين سنتين وخمس سنوات قبل استردادها كإجراء آلات ومعدات.⁽²⁴⁾

3.2.1.3 **تمويل طويل الأجل:** ينشأ من طلب على الأموال اللازمة لإجراء التحسينات ذات صبغة الاستثمار طويل الأجل والتي تؤدي إلى زيادة إنتاجية الوحدة المستثمرة في المدى البعيد والتي تزيد فترة احتياجاتها التمويلية عن خمس سنوات فما فوق.

3.2.2 **تقسيم التمويل من ناحية مصدر الحصول على الأموال:** هناك نوعان من المصادر هما:

3.2.2.1 **التمويل الذاتي (داخلي):** وهو الشكل المفضل لتمويل المؤسسات، حيث يتمتع بسهولة استخدامه إذ أنه لا يحتاج إلى

3-3_4 التوقييت: يعد التوقيت من العوامل ذات الصلة الوثيقة باختيار نمط التمويل، حيث إنها مجبرة على مراعاة عامل الزمن وتكلفة الفرصة البديلة عند الاختيار بين البدائل التمويلية، أي أنها مجبرة على استعمال المصدر المناسب في الوقت المناسب.⁽²⁸⁾

وهناك أيضا بعض العوامل الأخرى التي تؤثر على اختيار نمط التمويل كتكلفة الإفلاس التي تؤدي بالمسير المالي إلى الحد من الاقتراض عند بلوغه نسبا معينة. إضافة إلى تكاليف الوكالة الناجمة عن مراقبة المالكين لمسير المؤسسة، إذ أن هذه التكاليف تزداد مع ازدياد حجم القروض.⁽²⁹⁾

4- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: لقد عرف عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ارتفاعا كبيرا في السنوات الأخيرة، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الجدول الآتي :

حيث إن زيادة حجم الديون المالية يؤدي في البداية إلى ارتفاع المردودية المالية، ولكن عند بلوغ الديون لمستوى معين ينعكس التأثير مما يؤدي إلى انخفاض المردودية المالية.

تتمثل وظيفة المدير المالي للمؤسسة في تحديد النسب المثلى لكل من الأموال الخاصة والديون المالية بما يسمح بتعظيم المردودية المالية للأموال الخاصة.

يجب الإشارة إلى أن ارتفاع حجم الديون يضعف من الصلابة المالية للمؤسسة ويعرضها لخطر الإفلاس، لذا يجب مراعاة كل هذه الظروف في تحديد النسبة المثلى لكل منهما.

3.3.3 تكلفة مصادر التمويل: تعد تكلفة مصدر التمويل من بين أهم العوامل المحددة لاختياره من قبل المؤسسة، والتي يمكن تعريفها على أنها المعدل الذي يتساوى من خلاله المبلغ المالي الموضوع تحت تصرف المؤسسة ومجموع المبالغ المسددة فعليا في الجهة المقابلة. وتختلف طريقة حساب تكلفة التمويل من مصدر لآخر.

الجدول رقم (02): تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في الفترة 2003 - 2010

السنة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
المؤسسة خاصة	949 207	225449	245842	269806	293946	392013	408155	606737	391761	420117
عامّة	788	778	874	874	666	626	598	560	120095	130394
حرفية	79850	79850	96072	106222	116347	126887	162085	-	146881	160764
المجموع	288587	312959	342788	376767	410959	519526	570838	607297	658737	711275
نسبة النمو%	-	8.45	9.53	9.91	9.08	26.42	9.88	6.39	8.47	7.97

المصدر: وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمارات.

من خلال الجدول يمكن ملاحظة التطور الكبير في عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث ارتفع من 288587 سنة 2003 إلى 607297 مؤسسة صغيرة ومتوسطة سنة 2010. أي بنسبة نمو إجمالية فاقت 110%، أي نسبة نمو

متوسطة فاقت 10%.

أما فيما يخص عدد العمال الإجمالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيمكن توضيحه من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (03): تطور عدد العمال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نوع المؤسسة	2011		2012		نسبة النمو
	العدد	النسبة	العدد	النسبة	
خاصة					
العمال	1 017 374	58.99	1 089 467	58.95	7.09
أرباب العمل	658 737	38.20	711 275	38.49	7.98
المجموع الجزئي	1 676 111	97.21	1 800 742	97.44	7.44
عامّة	48 086	2.79	47 375	2.56	-1.48
المجموع	1 724 197	100	1 848 117	100	7.19

Source : Bulletin d'information statistique de la PME 2012. p. 12.

- تسمح بمجيء أو دخول المستثمرين الإستراتيجيين ليصبحوا مشاركين في المؤسسة أو المشروع وهو ما سيحسن من كفاءة إدارة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة.

- تساعد على تحديد قيمة عادلة للمؤسسة أو المشروع الصغير والمتوسط بالإضافة إلى الحصول على وضع أفضل تجاه الممولين.

3- شروط قيد الأوراق التي تصدرها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:
تتلخص فيما يلي

- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الإيداع والقيود المركزي.

- ألا يتضمن النظام الأساسي للمؤسسة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها.

- أن تكون المؤسسة المصدرة للأوراق المالية قد أصدرت القوائم المالية الخاصة بها لسنة مالية واحدة على الأقل سابقة على تاريخ طلب القيد.

- ألا تقل حقوق المساهمين في السنة المالية السابقة لتاريخ طلب القيد عن 50% من رأس المال المدفوع.

- ألا يقل عدد الأوراق المالية المصدرة والمطلوب قيدها عن 100 ألف سهم.

- ألا تقل الأوراق المالية المطروحة للتداول بالبورصة عن 10% من مجموع الأوراق المالية المصدرة و ألا يقل عدد المساهمين عن 25 مساهم.

و يجوز للجنة قيد الورقة المالية ولو لم يتوافر فيها هذا الشرط على أن تتعهد المؤسسة باستيفاء هذا الشرط خلال سنة على الأكثر من تاريخ العقد.

الخاتمة

من خلال العرض السابق، تم التطرق إلى مختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق الأوراق المالية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا إمكانية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة. ومن خلال هذا، تم الوصول إلى النتائج الرئيسية الآتية:

- تعد سوق الأوراق المالية من بين أهم ركائز الاقتصاد الوطني، وذلك للدور الفعال الذي تقوم به من خلال الملاقة ما بين الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.

- تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية بصفة عامة، وفي القضاء على البطالة بصفة خاصة.

- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشاكل تمويلية

من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة ارتفاع في العدد الإجمالي للعمال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما بين سنتي 2011 و2012 بنسبة تفوق 7%، وهذا راجع دائما إلى الارتفاع المستمر في عدد المؤسسات من سنة لأخرى.

ثالثا: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشاكل متعددة ولعل أهمها تلك المتعلقة بالتمويل وتوفير مصادر مالية من أجل مواصلة النشاط وتوسيعه. ومع ازدياد هذه الحاجات التمويلية لم تعد المصادر التقليدية وخاصة القروض البنكية تفي بالغرض خاصة وأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير قادرة على تقديم ضمانات كافية من أجل الحصول على هذه القروض في ظل محدودية أصولها. ومن هذا المنطلق بات لزاما عليها البحث عن مصادر تمويلية أخرى تراعي ميزاتها وخصائصها (نوع النشاط، هيكل رأس المال،...إلخ).

وفي ظل هذه الظروف، تم اللجوء إلى سوق الأوراق المالية التي تم تكييف آلياتها بما يتناسب والحاجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط والطويل، ويتوافق وخصوصياتها والدور الاقتصادي المنوط بها. وهذا من أجل العمل على ترقيتها وتطويرها إيمانا بالدور الفعال الذي باتت تكتسيه في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول.

1- تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: 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.

أو هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها.

2- مزايا بورصات المشروعات الصغيرة والمتوسطة

1.2 مزايا بالنسبة للاقتصاد القومي: حيث توجد العديد من المزايا للاقتصاد القومي والكلية يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- زيادة تكامل واندماج القطاع الغير رسمي في الاقتصاد الكلي.

- جذب الاستثمارات العربية و الأجنبية في قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

- دعم القطاعات الواعدة والتي تعاني من مشاكل وعقبات التمويل.

2.2 مزايا بالنسبة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة: تنطوي على العديد من المزايا لعل أهمها:

- تتيح مصادر تمويل إضافية لتلك المشروعات.

Jacuiilat, Marché financier: gestion de portefeuille et de risque, DUNOD, 1989

11-Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op-cit, P 38.

12-Geraldine Broye et Alain Schatt, «Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse ?», La revue des sciences de gestion, Direction et Gestion, No : 196, Octobre 2002, p 32.

13-Thouraya Gherissi Labben et autres, L'opportunité d'introduction en bourse des petites et moyennes entreprises hôtelières suisses : une nouvelle solution de financement pour la branche, Projet déposé dans le cadre du programme Réserve Stratégique de la HES-SO, Rapport Final, Juillet 2009, p: 14.

14-Le guide de l'introduction des sociétés en bourse de Tunis, Novembre 2008, p p: 24-

15-Patrick Sentis, « Introduction en Bourse: Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », Revue française de gestion, 2005/ (no 158), Lavoisier, P 235.

16-Éric Stéphane, Op-cit, 2003, p: 187.

17-Patrick Sentis, Op-cit, 2005, p: 235.

18-Idem, p: 235.

19-Tarek Miloud, introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur, presses universitaire de louvain, 2003.p:88189.

20-Géraldine BROYE et Alain SCHATT, « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », Revue Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 2, juin 2003, p 68.

21-براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالته مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية - فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص: 40.

22-عبد المطلب عبد الحميد، التمويل المحلي والتنمية المحلية، الدار الجامعية للطبع، النشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001، ص: 22.

23-توفيق جميل أحمد، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، بدون سنة نشر، ص: 340.

24-نفس المرجع أعلاه، ص 341 .

25-نفس المرجع أعلاه، ص: 6.

26-نفس المرجع أعلاه، ص 7.

27-Conso Pierre et Hemici Farouk, Gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 11eme édition, 2005, pp: 272- 273.

28-النعيمي عدنان تايه والخرشه ياسين كاسب، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 204.

29-عمار موسى وعلي مصطفى، الإدارة المالية للشركات، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2005، ص 492.

عديدة تعيق نموها وتطورها.

- فتح بورصة الجزائر لوعاء خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من شأنه أن يعطي حلا لأكثر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل التغلب على مشاكلها التمويلية.

وعلى ضوء النتائج السابقة، يمكن تقديم الاقتراحات الآتية:

- توعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية العامة منها والخاصة على الدخول إلى البورصة، من خلال تنظيم ندوات وملتقيات لهذه الأخيرة لتعريفها بالخصائص والمزايا التي تتيحها سوق الأوراق المالية للمؤسسة، وبالبدائل التمويلية التي توفرها لها.

- تحسين المناخ الاستثماري واعتماد التوجه نحو الأسواق المالية من أجل ضمان التمويل على المدى المتوسط والبعيد لمختلف الأعوان الاقتصاديين.

- تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الدخول لبورصة الجزائر من خلال منح إعفاءات ضريبية وتسهيل شروط القيد في بورصة الجزائر.

الهوامش

1-J.BARREAU & J.DELAHAYE , Gestion financière, (Paris : DUNOD , 4^{ème} édition , 1995), p. 85.

2-Pierre CONSO et HEMICI Farouk, *Gestion financière de l'entreprise*, Dunod, Paris, 11^{ème} édition, 2005, p. 519.

3- رمضان زياد، البدائى الاستثمار المالى والحقيقى، دار وائل للنشر، عمان، 2002، الطبعة الثانية، ص: 124.

4-عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 281.

5-عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 10.

6-عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 281.

7-عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 281.

8- ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات، منشورات الجزائر، الطبعة الأولى، 1998.

9- Alain Choinel et Gérard Rouyer, Le marché financier : structures et acteurs, Banque éditeur, Paris, 7^{ème} édition, 1999, P35.

10- عمار موسى وعلي مصطفى، الإدارة المالية للشركات، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2005، ص 239، نقلا عن B. Solnik & B.