



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



عنوان المذكرة

## دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تجارب بعض الدول

مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر أكاديمي في شعبة العلوم الاقتصادية  
تخصص: نقدي وبنكي

تحت إشراف:  
- لعور سطايجي إلهام

من إعداد:  
- بولشفار حسين

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
بوشنقير فتيحة	أستاذ مساعد "أ"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	رئيسا
سلامات عقيلة	أستاذ محاضر "أ"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	ممتحنا
.....	أستاذ مساعد "أ"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	مقرا

السنة الجامعية: 2023/2022



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ  
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ  
الَّذِي يُخَوِّضُ الْغَوَّاصِينَ  
الَّذِي يُصَوِّرُ الْبَرْنَ  
وَالَّذِي يُنَزِّلُ الْمَطَرَ  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ  
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ  
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ  
الَّذِي يُخَوِّضُ الْغَوَّاصِينَ  
الَّذِي يُصَوِّرُ الْبَرْنَ  
وَالَّذِي يُنَزِّلُ الْمَطَرَ  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ  
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ

١٤٣٨

إهداء:

أهدي هذه المذكرة إلى عائلتي الحبيبة، التي كانت دائما مصدر الدعم والتشجيع والإلهام لي، وإلى أصدقائي الأوفياء، الذين شاركوني السعادة والحزن في هذه المرحلة، وإلى أساتذتي وزملائي الأعزاء، الذين ساعدوني بنصائحهم وخبراتهم وتعاونهم، أشكركم جميعا من كل قلبي على مساندتكم لي في إنجاز هذا العمل.

الشكر :

يسرني تقديم الشكر الكبير لوالدي ووالدتي اللذان تعبوا وسهروا على تربيته وتعليمي منذ الصغر وكذلك كل عائلتي وأقربائي.

وأوجه الشكر للأستاذة المشرفة سطايجي لعور الهام وكذلك كل من درسته أو ساهم في تدريسي من دكاترة جامعة سكيكدة وكل الأساتذة الذين يرجع الفضل إليهم بعد الله عز وجل في تلقيني هذا العلم كما نتقدم بجزيل الشكر الى لجنة المناقشة الموقرة و الى كل يد كريمة امدتنا بالعون وجميع من ساهم من قريب او من بعيد ولو كان بحرف واحد لرفع معنوياتنا و لم يبخل علينا بالنصيحة والتوجيه.

## الملخص :

تهدف هذه الدراسة الى تبيان مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إقتصاديات الدول، وطرح مشكل التمويل الذي تعاني منه والذي يعتبر من أكثر المشاكل التي تواجهها، وتبيان دور السوق المالي في معالجة هاته المشكلة وذلك من خلال إنشاء أسواق مالية خاصة بهذه المؤسسات عرفت بالسوق البديلة أو بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وسنحاول استعراض عدة نماذج من هذه الأسواق سواء في الدول النامية أو المتقدمة والتي يمكن الاستفادة منها مع الإشارة الى التجربة الجزائرية. وتوصلت هذه الدراسة الى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي العصب الرئيسي في إقتصاديات الدول وكذلك السوق المالي هو انجع طريقة لتوفير التمويل الغير تقليدي لهاته المؤسسات، وأيضا تبين لنا أن هناك تجارب دول ناجحة في مجال الاسواق المالية البديلة سواء كانت دول نامية او متقدمة والتي ينبغي على الدول الاخرى كالجزائر مثلا الاستفادة منها.

**الكلمات المفتاحية :** المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، السوق المالي، التمويل، البورصة

## Summary:

This study aims to highlight the importance of small and medium-sized enterprises (SMEs) in national economies and address the issue of financing that they face, which is considered one of the major challenges. It also aims to demonstrate the role of the financial market in addressing this problem by establishing dedicated financial markets for these institutions, known as alternative markets or small and medium enterprises stock exchanges. We will attempt to review several models of these markets, whether in developing or advanced countries, that can be utilized, with a particular emphasis on the Algerian experience.

This study concludes that SMEs are the main backbone of national economies, and the financial market is the most effective way to provide non-traditional financing for these institutions. It also indicates that there are successful experiences in alternative financial markets in both developing and advanced countries, which other countries, like Algeria for example, should benefit from.

**Keywords:** Small and medium-sized enterprises (SMEs), financial market, financing, stock exchange.

الفهرس :

العنوان	الصفحة
إهداء	
الشكر	
الملخص	
الفهرس	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
مقدمة	أ
اشكالية الدراسة	ب
فرضيات الدراسة	ت
مبررات اختيار الموضوع	ت
أهداف البحث	ث
أهمية البحث	ث
حدود البحث	ث
منهج البحث	ث
صعوبات البحث	ج
هيكل البحث	ج
الفصل الأول الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي	11
تمهيد الفصل الأول	12
المبحث الأول : المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي	13
تمهيد المبحث الأول	13
المطلب الأول : المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	14
الفرع الأول : ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	14
1: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتصنيفاتها	14
2: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	16
3: المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	17
الفرع الثاني : أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها	19
1: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إقتصاديا وإجتماعيا	19
2: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	20

22	المطلب الثاني : السوق المالي
22	الفرع الأول : ماهية السوق المالي
22	1: نشأة وتطور السوق المالي
23	2: تعريف السوق المالي
24	3: خصائص السوق المالي الجيد
25	4: أهمية ووظائف السوق المالي
28	الفرع الثاني : هيكل الأسواق المالية
28	1: أنواع الأسواق المالية
29	2: أدوات الأسواق المالية
36	3: العلاقة بين الأسواق المالية والبورصة والفروق بينهما
36	الفرع الثالث : الية عمل السوق المالي
36	1: النظام الداخلي للسوق المالي
38	2: المتعاملون في السوق المالي
40	خلاصة المبحث الاول
41	المبحث الثاني : دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
41	تمهيد المبحث الثاني
42	المطلب الأول : ماهية بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
42	الفرع الاول : تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
42	الفرع الثاني : المزايا التي تحققها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
43	الفرع الثالث : التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
44	المطلب الثاني : دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى البورصة
44	الفرع الأول : أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة
45	الفرع الثاني : طرق وإجراءات الدخول إلى البورصة
46	الفرع الثالث : مزايا ومساوئ تمويل المؤسسات عن طريق البورصة
47	خلاصة المبحث الثاني
48	المبحث الثالث : الدراسات السابقة
48	المطلب الاول : الدراسات المحلية
49	المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية
50	المطلب الثالث : القيمة المضافة
51	ملخص الفصل الأول

52	الفصل الثاني : عرض تجارب بعض الدول
53	تمهيد الفصل الثاني
54	المبحث الأول : تجارب دول متقدمة
54	تمهيد المبحث الاول
55	المطلب الأول : التجربة الفرنسية
58	المطلب الثاني : التجربة الانجليزية
60	المطلب الثالث : التجربة اليابانية
63	خلاصة المبحث الأول
64	المبحث الثاني : تجارب دول نامية
64	تمهيد المبحث الثاني
65	المطلب الأول : التجربة المصرية
67	المطلب الثاني : التجربة التونسية
71	المطلب الثالث : التجربة الجزائرية
77	خلاصة المبحث الثاني
78	ملخص الفصل الثاني
79	الخاتمة
83	قائمة المراجع

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	تصنيف البنك الدولي للمؤسسات حسب حجمها	15
2	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الثانية الفرنسية	55
3	عدد المؤسسات المنتقلة من بورصة AIM الى السوق الرئيسي حسب السنوات	59
4	تقسيم الشركات المدرجة في سوق نيلاكس المصرية حسب طبيعة النشاط	67
5	تطور تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 2010-2023 في الجزائر	75

قائمة الأشكال :

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
25	دور السوق المالي في انتقال الأموال	1
30	أدوات الأسواق المالية	2
57	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق Alternext	3

# المقدمة

## مقدمة :

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورًا حيويًا في تحفيز الاقتصاد وخلق فرص العمل والنمو الاقتصادي في العديد من البلدان، ومع ذلك يواجه هذا القطاع تحديات كبيرة في الحصول على التمويل اللازم لتشغيل الأعمال وتطويرها، وبالرغم من كل الجهود المبذولة بغية توفير مصادر تمويل إلا أنها تبقى غير كافية ولا تصل للمستوى المطلوب سواء في الدول النامية أو الدول المتقدمة ، وهنا يأتي دور السوق المالي في تمويل هذا القطاع الحيوي .

يعد السوق المالي أداة قوية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يمكنها الحصول على رأس المال اللازم لتشغيل الأعمال وتحقيق النمو والتوسع في السوق ومن المهم أن نلاحظ أن السوق المالي ليس مجرد مصدر تمويل، بل يمكن أن يوفر أيضًا الدعم اللازم لتحسين إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحسين قدرتها على التنافس في السوق .

على الرغم من أن السوق المالي يمكن أن يوفر فرصًا متنوعة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإنه يواجه أيضًا تحديات، مثل التضخم والفائدة العالية وقلة الاهتمام بالأعمال الصغيرة والمتوسطة، لذلك يتطلب دعم حكومي ومؤسساتي لتحسين بيئة الأعمال لهذا القطاع الحيوي .

## 2- إشكالية الدراسة :

بناءً على ما سبق عرضه، تتضح لنا معالم إشكالية البحث التي يمكن تحديدها في السؤال الرئيسي التالي :

هل السوق المالي يعتبر الخيار الأمثل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وإذا كان الأمر كذلك، فما هي الآليات الفعالة التي يمكن استخدامها لتحقيق ذلك؟

وللإجابة على ذلك لابد من طرح التساؤلات الفرعية التالية :

1- كيف يمكن توفير طرق تمويلية جديدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يتماشى مع خططها للنمو؟

2- ماهي الصعوبات التي تحد من إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الرئيسية؟

3- ماهي التجارب الدولية التي يمكن وضعها كنموذج للدول التي ترغب في تطوير سوقها المالي الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

4- ما مدى نشاط السوق المالي الجزائري من حيث عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة بها؟

### 3-فرضيات الدراسة :

على ضوء الإشكالية الرئيسية للبحث ، ومن أجل الإجابة على الاسئلة الفرعية المطروحة فيها ، تم صياغة الفرضيات الأتية والتي سيتم إثباتها أو نفيها وهي :

فرضية 1 : إنشاء سوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يسهل عليها الحصول على التمويل ويزيد من قدرتها على النمو والابتكار.

فرضية 2 :المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تواجه صعوبات في الالتحاق بالبورصة الرئيسية بسبب الشروط والإجراءات الصارمة، مما يحد من خياراتها التمويلية.

فرضية 3 : كانت تجارب الدول المتقدمة أكثر نجاحا في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالي.

فرضية 4 : السوق المالية الجزائرية سوق ضعيفة ولم تشهد أي إدراج للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بها.

### 4-مبررات إختيار الموضوع :

هناك عدة أسباب دفعتني لإختيار موضوع بحث حول دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومنها :

إعتبار السوق المالية البديلة وسيلة تمويلية حديثة وفعالة أثبتت نجاحتها في كثير من الدول، نظرا لما تقوم به من جذب للاستثمارات وتعبئة للمدخرات لتلبية احتياجات قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالي يمكن أن يساهم في زيادة النمو الاقتصادي، وخلق فرص العمل، وتعزيز فعالية السياسات المالية العامة والنقدية، وقد يساهم أيضا في تحقيق الاستقرار المالي.

أسواق رأس المال يمكنها توفير زيادة فرص حصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة على التمويل بعدة سبل مختلفة، وقد تغنيها عن اللجوء الى وسائل التمويل التقليدية الأكثر تعقيدا.

السوق المالي من أهم مؤشرات تحديد مدى نشاط الإقتصاد وتقدمه، وتعتمد الدول عليه بشكل كبير في تمويل مؤسساتها وبالتالي تحقيق النمو الإقتصادي.

### 5-1-أهداف البحث :

ابرار مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهماتها في الإقتصاد.

تبيان الدور المهم الذي يلعبه السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

استعراض التجارب المختلفة للدول في تفعيل السوق المالية البديلة.

إستخلاص طرق وأساليب يمكن تطبيقها على السوق المالي الجزائري بغية تفعيله وجعله نشط.

## 5-2- أهمية البحث :

تكمن أهمية البحث في إنشاء مرجع أكثر حداثة حول موضوع دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإستعراض تجارب دول في هذا المجال لم يتم التطرق إليها في المذكرات والأوراق البحثية الجزائرية.

## 6- حدود البحث :

تتمثل حدود البحث المكانية في دراستنا في دراسة عدة دول من العالم وهي فرنسا، إنجلترا، اليابان، تونس، مصر، وكذلك الجزائر، أما الحدود الزمانية في بحثنا فلم تتعلق بفترة معينة بل نهدف الى دراسة احدث الفترات منذ بداية ظهور الاسواق المالية البديلة الى وقتنا الحالي.

## 7- منهج البحث :

للإجابة على إشكالية البحث والتأكد من صحة الفرضيات، تم اعتماد المنهج الوصفي والتحليلي وهو منهج قائم على وصف ظاهرة محددة من خلال جمع المعلومات المتعلقة بالواقع التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتحديات والمعوقات التي تواجهها في الحصول على مصادر التمويل، كما تم دراسة حالة الأسواق المالية ودورها في تمويل هذه المؤسسات في بعض التجارب الدولية الناجحة والاشارة الى التجربة الجزائرية.

## 8- صعوبات البحث :

إتساع الموضوع وكثرة معالجته مما يؤدي إلى الارتباك والتردد.

عدم قدرة الولوج إلى المصادر من دول عربية أخرى

كثرة تناول الموضوع في المذكرات والبحوث السابقة مما يؤدي الى إمكانية حدوث تشابه في بعض الفقرات، وصعوبة إيجاد مصادر لم يتم إستعمالها في البحوث السابقة، للحصول على بحث يضيف قيمة جديدة.

## 9- هيكل البحث :

لمعالجة هذا الموضوع وللإجابة على الأسئلة المطروحة و اثبات أو نفي الفرضيات المعتمدة يتم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين اساسيين :

-الفصل الأول : الإطار النظري للسوق المالي والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وقد تناولنا فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي ودور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذلك الدراسات السابقة.

-الفصل الثاني : عرض لتجارب بعض الدول في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالي مع الاشارة الى التجربة الجزائرية.

والذي ضم تجارب دول متقدمة وتجارب دول نامية في هذا المجال

الفصل الأول:  
الإطار النظري للمؤسسات  
الصغيرة والمتوسطة والسوق  
المالي

## الفصل الأول : الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي

### تمهيد الفصل الأول :

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي عامل رئيسي في تنمية الاقتصادات وخلق الوظائف وتعزيز الابتكار ، ومع ذلك تواجه هذه المؤسسات صعوبات كبيرة في الحصول على التمويل المناسب لنشاطاتها وتوسيعها، خاصة في الدول النامية ومنها الجزائر، حيث يشكل الإقراض المصرفي الطريقة الأساسية لحصولها على التمويل، لذلك يعد تحقيق تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال طرق بديلة أحد التحديات والأولويات الهامة لصناع السياسات في المنطقة، في دراسة هذا الفصل سنتناول في المبحث الأول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي والذي سيعرض في المطلب الأول تعريف وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها وكدى مصادر تمويلها والمشاكل التي تواجهها، والمطلب الثاني ماهية السوق المالي النشأة والتعريف الى الخصائص والأهمية وكذلك التعمق في أنواع الأسواق المالية وأدواتها.

في المبحث الثاني سنتناول دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، حيث سنعرض تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمزايا التي تحققها وكدى التحديات التي تواجهها، وسنعرض أيضا أهمية دخول هاته المؤسسات الى البورصة وكذا طرق وإجراءات الدخول والمزايا والمساوى التي ستنتج ذلك.

وفي المبحث الثالث سنستعرض بعض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي إعتدنا عليها في إنجاز بحثنا.

## المبحث الأول : المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي

### تمهيد المبحث الاول:

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (SMEs) هي شركات صغيرة الحجم تشمل الشركات ذات الموظفين القليلين والإيرادات المحدودة، وتُعتبر هذه المؤسسات أحد أهم أركان الاقتصاد في معظم الدول، حيث تُعزز الابتكار وتسهم في توفير فرص العمل وتعزيز النمو الاقتصادي.

والسوق المالي هو مفهوم يشير إلى المكان أو النظام الذي يسمح للأفراد والشركات بالتداول والبيع والشراء للأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والعقود الآجلة والخيارات والسلع، ويهدف السوق المالي إلى توفير وسيلة للتمويل والاستثمار وتحقيق الربح من خلال تبادل الأوراق المالية.

## المطلب الأول : المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

للتعرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قمنا بتقسيم هذا المطلب لعدة فروع هي :

### الفرع الأول : ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

#### 1 : تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتصنيفاتها

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (SMEs) هي الشركات والمؤسسات التجارية التي تملك حجمًا صغيرًا إلى متوسطًا من العمل والإنتاج، وتعد أحد أهم محركات الاقتصاد في جميع أنحاء العالم، وتشكل نسبة كبيرة من المؤسسات العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية.

يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تكون مفيدة بشكل خاص في الاقتصادات الناشئة، حيث يتوفر الكثير من العمالة غير المؤهلة والموارد المحلية المتاحة كما أنها تساهم في تحسين الدخل وتوفير فرص العمل وتعزيز الابتكار والتنافسية.

ويوجد عدة تعريفات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، نذكر منها :

#### تعريف الأمم المتحدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي ليست مؤسسة تابعة. فهي الشركات المستقلة التي توظف أقل من عدد معين من المستخدمين ويختلف العدد حسب الدولة. فالأكثر شيوعاً للحد الأعلى للمستخدمين في المؤسسات المتوسطة هو 250 مستخدماً كما هو في الاتحاد الأوروبي. ولكن هناك بعض الدول التي تحدده ب 200 مستخدم، بينما الولايات المتحدة حددت عدد المستخدمين فيها بأقل من 500 مستخدم، أما الشركات الصغيرة غالباً ما يكون عدد المستخدمين أقل من 50 مستخدماً. بينما الشركات متناهية الصغر تحدد على الأكثر ب 10 مستخدمين، وفي بعض الأحيان 5 مستخدمين. وتستخدم الأصول المالية أيضاً لتحديد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. في الاتحاد الأوروبي، تم تحديد تعريف بتاريخ 1 كانون ثاني 2005 (يناير) لجميع أنواع الأعمال وبرامج التمويل، كذلك في مجال المساعدات الخارجية حيث يمكن منح الشركات الصغيرة والمتوسطة أعلى كثافة على مستوى وطني وإقليمي أكثر مما هو ممنوح للشركات الكبرى. ويحتوي التعريف على الأبعاد المالية: حركة المبيعات للمؤسسات متوسطة الحجم (50-249) لا يجب أن تتجاوز 50 مليون يورو، أما فيما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة (10-49) لا يجب أن تتجاوز 10 مليون يورو بينما الشركات متناهية الصغر (أقل من 10 موظفين) لا يجب أن تتجاوز 2 مليون يورو. بالمقابل، الميزانيات العمومية للمؤسسات المتوسطة والصغيرة والمؤسسات متناهية الصغر يجب أن لا تتجاوز 43 مليون يورو، و 10 ملايين يورو، و 2 مليون يورو، على التوالي<sup>1</sup>.

## تعريف البنك الدولي:

يميز البنك الدولي عن طريق فرعه المؤسسة الدولية للتمويل ما بين ثلاثة أنواع من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و هي<sup>2</sup>:

أ- المؤسسة المصغرة: وشروطها أن يكون عدد موظفيها أقل من 10 وإجمالي أصولها أقل من 100 ألف دولار أمريكي ونفس الشرط السابق ينطبق على حجم المبيعات السنوية .

ب- المؤسسة الصغيرة: و هي التي تظم أقل من 50 موظفاً و تبلغ أصولها أقل من 3 مليون دولار أمريكي و كذلك الحال بالنسبة لحجم المبيعات السنوية.

ج- المؤسسة المتوسطة: و يبلغ عدد موظفيها أقل من 300 موظف أما أصولها فهي أقل من 15 مليون دولار أمريكي و نفس الشيء ينطبق على حجم المبيعات السنوية.

### جدول 1 : تصنيف البنك الدولي للمؤسسات حسب حجمها

نوع المؤسسة	عدد العمال	إجمالي الأصول	حجم المبيعات السنوية
مؤسسة مصغرة	أقل من 10 عمال	أقل من 100 ألف دولار أمريكي	أقل من 100 ألف دولار أمريكي
مؤسسة صغيرة	أقل من 50 عامل	أقل من 3 ملايين دولار أمريكي	أقل من 3 ملايين دولار أمريكي
مؤسسة متوسطة	أقل من 300 عامل	أقل من 15 مليون دولار أمريكي	أقل من 15 مليون دولار أمريكي

المصدر : تقرير البنك المركزي

### تعريف حسب المشرع الجزائري:

عرفت المادة 05 من القانون رقم: 02/17 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هذه المؤسسات مهما كانت طبيعتها القانونية على أنها: "مؤسسة إنتاج السلع أو الخدمات والتي تشغل من 01 إلى 250 فردا ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 04 ملايين دينار ولا تتجاوز حصيلتها السنوية مليار دينار جزائري وتستوفي معيار الاستقلالية". (الجريدة الرسمية، 2017)

أما المؤسسة المتوسطة فطبقا للمادة 08: "فهي كل مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 250 فردا ورقم أعمالها ما بين 400 مليون إلى 4 ملايين دينار جزائري و مجموع حصيلتها السنوية ما بين 200 مليون إلى مليار دينار جزائري ."

<sup>2</sup>سامية عزيز ، مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية جامعة قاصدي مرباح -ورقلة - الجزائر، مجلة العلوم الانسانية العدد الثاني جوان 2011 ص ص 78-79

أما المؤسسة الصغيرة فقد عرفت المادة 09: "على أنها مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 فرد ورقم أعمالها لا يتجاوز 400 مليون دينار جزائري أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز 200 مليون دينار في حين ."

عرفت المادة 10 المؤسسة الصغيرة جدا: «على أنها مؤسسة تشغل من 1 إلى 09 أفراد ورقم أعمالها اقل من 40 مليون دينار جزائري أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز 20 مليون دينار جزائري".

من خلال ما سبق فان المؤسسات تصنف على أساس عدد العمال ورقم الأعمال والحصيلة السنوية لكن في حالة اختلاف التصنيف بين عدد العمال ورقم الأعمال أو الحصيلة فان المؤسسة تصنف على أساس رقم الأعمال أو الحصيلة<sup>3</sup>.

## 2 : خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

للمؤسسات مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى وهذه الخصائص قد أكسبتها مرونة اتجاه البيئة الاقتصادية التي تتواجد فيها خاصة فيما يخص تخفيض التكاليف وهذا ما زاد من أهميتها في دفع عملية التنمية الاقتصادية ومن هذه الخصائص ما يلي<sup>4</sup>:

### 1- سهولة التأسيس (النشأة) :

تتسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعنصر السهولة في إنشائها نسبياً، حيث أنها تستند في الأساس إلى جذب وتفعيل مدخرات الأشخاص من أجل تحقيق منفعة أو فائدة تلبى بواسطتها حاجات محلية في أنواع متعددة من النشاط الاقتصادي ، وهذا ما يتناسب والبلدان النامية نتيجة لنقص المدخرات فيها بسبب ضعف الدخل .

2-الاستقلالية في الإدارة: تتركز معظم القرارات على مستوى مالكة إذ في الكثير من الحالات يلتقي شخص المالك بالمسير وهذا ما يجعله يتسم بالمرونة و الاهتمام الشخصي من قبل مالكة مما يسهل من قيادة هذه المؤسسة وتجديد الأهداف التي يعمل المشروع على تحقيقها كذلك سهولة إقناع العاملين فيها بالأسس والسياسات و النظم التي تحكم عمل المؤسسة

3- سهولة وبساطة التنظيم : تظهر هذه الخاصية أكثر في المؤسسات المتوسطة أين تكون أمام عدد أكبر من العمال ( مقارنة مع المؤسسات الصغيرة و المصغرة ) ، وذلك من خلال توزيع الاختصاصات بين أقسام المشروع و التحديد الدقيق للمسؤوليات وتوضيح المهام والتوفيق بين المركزية لأغراض التخطيط و اللامركزية لأغراض سرعة التنفيذ .

<sup>3</sup>طالب سومية شاهيناز، جعدي شريفة، غزال مريم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر- دراسة استطلاعية- ، مجلة إيليزا للبحوث والدراسات ، المجلد 06/العدد: 02 2021 ، ص205

<sup>4</sup>عبد الله خبابة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة ، طبعة 2013 ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ،

4- **مركزية التدريب الذاتي** : تتسم هذه المؤسسات بقلّة التكاليف اللازمة للتدريب أثناء العمل ، بمعنى أنها تعتبر مركزا ذاتيا للتدريب والتكوين لمالكيها والعامين فيها ، وذلك جراء مزاولتهم لنشاطهم الإنتاجي باستمرار وهذا ما يساعدهم على الحصول على المزيد من المعلومات .

5- **المرونة** : هي القدرة على الانتشار نظرا لقدرتها على التكيف مع مختلف الظروف مما يساعد على توزيع عادل للدخول والثروة وتحقيق التوازن الجغرافي والإقليمي للتنمية<sup>5</sup>.

6- **نظام معلومات داخلي يتميز بقلّة التعقيد** : يسمح بالاتصال السريع صعودا ونزولا بين إدارة المؤسسة وعمالها داخليا أما خارجيا فنظام المعلومات يتميز بالبساطة نتيجة قرب السوق جغرافيا ، وهي في مثل هذه الحالة قليلة الحاجة إلى اللجوء إلى دراسات السوق المعقدة لأن التحولات على مستوى السوق الداخلي يمكن رصدها بسهولة من قبل المسيرين

### 7- جودة الإنتاج:

إن التخصيص الدقيق والمحدد لمثل هذه المؤسسات يسمح لها بتقديم إنتاج ذو جودة عالية ، حيث يعتمد النمط الإنتاجي فيها على مهارات حرفية ومهنية ، مما يجعلها تستجيب بشكل مدشر الأذواق و إحتياجات المستهلكين ، وهو ما يسهل عملية التكيف والتطور ويستجيب بذلك للتقلبات المفاجئة في توفير الإنتاج.

8- **توفير الخدمات للصناعات الكبرى** : ان المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تستجيب لطلبات الصناعات الكبيرة بتوفير مستلزمات معينة ( منتجات محددة ، أيدي عاملة ) ، حيث تتم هذه العمليات وفق التعاقد من الباطن ( المناولة ) .

9- **قصر فترة الاسترداد** وهي عبارة عن الفترة المطلوبة لاسترداد تكاليف استثمار مشروع من واقع تدفقاته النقدية لذا فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة تتمكن من استرداد رأس المال المستثمر فيها في فترة زمنية أقصر من غيرها من الشركات نتيجة لـ :

- صغر حجم رأس المال المستثمر

- سهولة التسويق

- زيادة دورات البيع

- قصر دورة الإنتاج .

### 3 : المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن أن نقسمها الى <sup>6</sup>:

<sup>5</sup>هايل عبد المولى طشطوش ، المشروعات الصغيرة ودورها في التنمية ، ط2012 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، ص3  
<sup>6</sup>بلعابد عبد الرشيد، بوعلي عبد القادر دور و أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر ، مذكرة ماستر، تخصص علوم اقتصادية، جامعة عين تيموشنت، 2020-2021 ، ص14

**مشاكل الائتمان و التمويل :** يعد التمويل عامل الأساسي لنمو و تطور المؤسسة و لكن غالبا لا تحظى المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بنفس الفرص للحصول على الامتيازات والتسهيلات وفرص التشجيع كما تتمتع المؤسسات الكبيرة ، حيث أن صغر حجم المؤسسة يجعل من الصعب حصولها على القروض المصرفية لأسباب عديدة منها ارتفاع احتمالات المخاطرة وعدم وجود ضمانات المناسبة بالتالي تقلص فرص الحصول على الموارد المالية اللازمة من القطاع المالي .

**مشاكل إدارية :** تصطدم كافة الجهود المتعلقة بالحركة الاستثمارية في المؤسسات الصغيرة عة كبيرة من العوائق الإدارية والإجراءات البيروقراطية المعقدة ، التي تتطلب المتوسطة عشرات التراخيص والموافقات والعديد من الوثائق والجهات التي يتطلب الاتصال بها وأصبح محيط المؤسسة غير مساعد فهناك تباطؤ في الإجراءات وتعقيد الشبكات ، نقص تكوين الموظفين ، نقص الإعلام ، الوثائق المطلوبة.

**مشاكل التسويقية :** وهي متمثلة في عدم اهتمام أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدراسة السوق لتصريف المنتجات ، وذلك لنقص الكفاءة والقدرات التسويقية جراء نقص الخبرات والمؤهلات لدى العاملين ، وعدم وجود معرفة أو خبرة بالمفهوم الحقيقي للتسويق وحصر هذا المفهوم بأعمال البيع والتوزيع.

**المشاكل الفنية :** و تتمثل فيما يلي :

- صعوبة الحصول على التكنولوجيا و صعوبة التطوير و التحديث التكنولوجي حيث تواجه المؤسسات مشاكل حقيقية في التحديث ومواكبة التطورات التكنولوجية بسبب نقص المعلومات عن هذه التطورات من جهة وغياب جهات متخصصة يمكن اللجوء إليها في تقديم الدعم والمشورة الفنية أو في تبنى برامج مخصصة لهذا الغرض .

- صعوبة الحصول على المعدات الإنتاجية : تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبة في الحصول على المعدات الإنتاجية الحديثة بسبب ضعف التمويل والدعم اللازم لها .

**نقص كفاءة و مهارة العمالة :** يعد العنصر البشري أحد أهم عناصر الإنتاج و لذلك فإن نقص العمالة الماهرة من أكبر المشكلات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ه غياب التحفيزات الضريبية والجمركية : تتأثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالضرائب والرسوم الجمركية المفروضة عليها مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج و انخفاض الأرباح ويسبب ذلك انخفاض تطور و نمو المؤسسة الصغيرة و المتوسطة.

## الفرع الثاني : أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها

### 1 : أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إقتصاديا وإجتماعيا

إن الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعود إلى الأهمية البالغة لهذا الشكل من المؤسسات ولعل أهميتها تكمن في النقاط التالية<sup>7</sup> :

أولا : توفير مناصب العمل : أصبحت مشكلة البطالة من بين أكبر المشاكل في الدول النامية على الصعيد الاجتماعي والاقتصادي وأخذ حيزا كبيرا من أفكار و احساسات الاقصاديين والسياسيين وبرامجهم الهادفة إلى القضاء على هذا المشكل وإيجاد طرق العلاج ، إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتبر بديل يساعد في القضاء على مشكلة البطالة حيث أنها تتيح العديد من فرص العمل وتستقطب عدد لا بأس به من طالبيه ممن لم يتلقوا التدريب والتكوين المناسبين وتمنع تدفق الأفراد إلى المدن سعيا وراء فرص أفضل للعمل حيث أنها تقام في التجمعات السكنية والقرى و المدن الصغيرة التي تكثر فيها نسبة لبطانة .

ثانيا : تكوين الإطارات المحلية : تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان النامية في تكوين الأفراد وتدريبهم على المهارات الإدارية والإنتاجية والتسويقية و المالية لإدارة أعمال هذه المؤسسات في ظل قلة وضعف إمكانيات معاهد الإدارة ومراكز التدريب ، وقد يكون التدريب داخل المؤسسة ، وهو الكريب الذي يعد للعاملين في مؤسسة ما ، على أن يتم بداخلها وقد تقوم بتصميم برامجه جية خارجية وقد يكون تدريب خارج المؤسسة ، يحتاج التدريب على بعض الأعمال الخروج بالمتدرب عن الموقع الطبيعي للعمل أو موقع التدريب لاكتساب المهارات التي يتطلبها العمل.

ثالثا : التخفيف من المشكلات الاجتماعية : ويتم ذلك من خلال ما توفره هذه المؤسسات من مناصب الشغل سواء لصاحب المؤسسة أو لغيره ، وبذلك تاهم في حل مشكلة البطالة وما تنتجه من سلع وخدمات موجهة إلى الفئات الاجتماعية الأكثر حرمانا وفقرا ، وبذلك توجد علاقات للتعامل مما يزيد الإحساس بأهمية التازر و التاخي بصرف النظر عن الدين واللون والجنس . إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اقدر على احتواء مشكلات المجتمع مثل البطالة و التهميش والفراخ و ما يترتب عليهم من آفات اجتماعية خطيرة عن طريق منحهم مناصب عمل قارة توس لهم الاستقرار النفسي والمادي . ثالثا : إشباع رغبات واحتياجات الأفراد : إن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فرصة للأفراد لإشباع حاجاتهم ورغباتهم من خلال التعبير عن ذواتهم واراتهم وترجمة أفكارهم وخبراتهم وتطبيقها من خلال هذه المؤسسات فهي أداة لتحقيق الذات لدى الأفراد وتحقيق الإشباع النفسي وتحقيق القوة والسلطة رابعا : تقوية العلاقات والأواصر الاجتماعية : إن الاتصال المستمر بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعملائها وزينتها يتم في جو من الاخاء والود والتالف والعمل على استمرارية مصالح الطرفين وتحقيق المنافع المشتركة وعادة ما يكون عملاء المؤسسة هم أنفسهم الأصدقاء والأهل مما يسهل التعامل ويزيد الترابط الاجتماعي بينهم.

<sup>7</sup>سامية عزيز ، مرجع سبق ذكره، ص88، 90

وكذلك يمكن أن نذكر النقاط التالية التي تدخل ضمن حيز فوائد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>8</sup> :

- 1 -استيعاب القدرة الكامنة لدى الأفراد خاصة منهم ذوي الكفاءات والمهارات .
- 2 إحداث التوازن الجهوي ذلك أن هذا النوع من المؤسسات سهل إنشائها في المناطق المعزولة والنامية .
- 3 تدعيم النسيج الاقتصادي وخلق بعض التكامل لأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تنشط في مجالات مختلفة فلاحية و خدماتية ما يجعل الاقتصاد الوطني يتسم ببعض التوازن
- 4 تساعد على الاستقرار الاجتماعي لكثير من الأفراد عن طريق خلق مناصب عمل ففي الولايات المتحدة الأمريكية نصف اليد العاملة توظفها هذه المؤسسات .
- 5 تدعيم المؤسسات الكبرى في نشاطها عن طريق ما يعرف بالمناولة.
- 6 تفاعلها المباشر مع المستهلك يجعلها قادرة أكثر على توفير وتلبية رغباته الأساسية .
- 7 الإبداع والابتكار .

## 2 : مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

هناك عدة أنواع للتمويل تختلف باختلاف المعيار الذي تم من خلاله التصنيف فالتمويل من الوظائف التي اختلفت فيها وجهات النظر خاصة من ناحية التصنيف وتعدد الأنواع مع وجود عوامل تعد من عملية اختيار التمويل المناسب و الملائم لطبيعة ونشاط المؤسسة ، و الذي يمكن يحافظ على الاستمرار ، وبالتالي يمكن أن تصنف إلى عدة أنواع وهذا حسب المعايير التالية<sup>9</sup> :

### أولاً : من حيث المدة التي يستغرقها التمويل

1- **التمويل قصير الأجل** : يقصد به تمويل العمليات لمدة لا تزيد عن 12 شهرا ، يتم الدفع مع نهاية العملية ويوجد هذا التمويل لتغطية الاحتياجات التي تبرز على مستوى حسابات الموردين وعادة ما يتم تسديد التكاليف من إيرادات السنة .

2 - **التمويل متوسط الأجل** : هو تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة سواء في صورة أموال نقدية أو أصول والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح بين 2 إلى 7 سنوات وتعتبر وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار التشغيلي للمنشأة حيث ينتظر من ورائه استخدام الأرباح لتسديد هذا القرض . 3 - تمويل طويل الأجل : هو التمويل الذي يشمل جميع الأموال المستحقة الدفع خلال مدة لا تتجاوز 7 سنوات و تكون موجهة لشراء أصول جديدة لزيادة

<sup>8</sup>خبايا عبد الله ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة ، 2013 ، ص35  
<sup>9</sup>فاديه بن بمقاسم، محمد رضا التميمي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، مذكرة ماستر ، شعبة الحقوق ، تخصص: قانون أعمال ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي ، 2013-2014 ، ص ص 30-33

الاستثمار ، وكذا زيادة الإنتاجية أو تطوير نشاطها . فالتمويل طويل الأجل يتعارض مع هدف الربحية لأنه قد لا يكون باستطاعة المؤسسة إعادة الأموال إلى المقرضين عند انتهاء الموسم و توفير الفوائض النقدية لديها في الوقت المناسب بسبب استعمالها في احتياجات أخرى بالإضافة إلى احتمال وجود غرامات على التسديد المتأخر .

**ثانيا - من ناحية مصدر الحصول على الأموال :** هناك نوعين من المصادر تتمثل في :

**1 - تمويل ذاتي ( داخلي ) :** يعرف على انه وسيلة تمويلية جد هامة وهي الأكثر استعمال بحيث تسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها الاستغلالي بنفسها دون اللجوء إلى أي مصدر آخر ، أي انه وسيلة تمويلية داخلية وتتمثل في النتيجة الصافية بعد الضريبة و الاستهلاك و المؤونات.

أما قدرة التمويل الذاتي فهي عبارة عن قياس للكتلة المالية التي تصرف من طرف المؤسسة لمواجهة النفقات المالية المرتبطة بتنمية الاستثمارات ورأس مال العمال من خلال هذا التعرف نستنتج أن قدرة التمويل الذاتي قبل توزيع العوائد على المساهمين ( قدرة التمويل الذاتي تساوي التمويل الذاتي زائد الفوائد ) . ومنه نستنتج أن التمويل الذاتي وسيلة هامة لتسوية الديون عن طريق تسديد القروض القصيرة والمتوسطة الأجل ، ومن خلال كل هذا يمكننا القول انه ذا همية قصوى على مستوى الحرية القرار وعدم الخضوع للضغوط الخارجية التي يمكن تؤثر عليها سلباً).

**2 - تمويل خارجي :** يعتبر التمويل الخارجي أحد المصادر الرئيسية للتمويل بغض النظر عن الشكل القانوني للمشروع ، فغالبا ما تكون المؤسسة في حاجة إلى أموال من اجل توسيع نشاطها أو إقامة استثمارات جديدة ، هذه الاستخدامات غالبا ما تكون في حاجة إلى أموال كثيرة ولمدة طويلة نسبيا ، وبالتالي فمصادرها الذاتية عادة ما تكون غير كافية لتلبية متطلباتها الاستثمارية وهذا ما يدفعها إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية .

وتتعدد المصادر الخارجية إلا انه يمكن تصنيفها إلى : الائتمان التجاري ، الائتمان المصرفي ، التمويل عن طريق السوق المالي .

-**الائتمان التجاري :** يعرف بأنه نوع من أنواع التمويل القصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع أو المواد الأولية تلجأ إليه في حالة عدم كفاية رأس المال العامل لمواجهة الاحتياجات الجارية ويقدم في صورة قروض وتسهيلات مصرفية إلى المتعاملين بعمليات التسويق والتبادل التجاري المحلي أو الخارجي سواء كانوا أفراد أو هيئات أو حكومة .

-**الائتمان المصرفي :** يعتبر الائتمان المصرفي أحد أهم مصادر التمويل الخارجي التي تلجأ إليها المؤسسات وخصوصاً الصغيرة والمتوسطة ، ويتمثل في تلك الثقة التي يوليها البنك للمؤسسة بوضع تحت تصرفها مبلغا من المال ، أو تقديم تعهدا من طرفه لفترة محددة يتفق عليها الطرفين .

-**التمويل عن طريق السوق المالي :** وينقسم هذا النوع من التمويل إلى تمويل بالأسهم أي زيادة حقوق الملكية والتمويل بالسندات وهو نوع من الاقتراض .

1- التمويل بالأسهم : حيث تستطيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تطرح أسهمها في البورصة وفي هذه الحالة تتمكن المؤسسات من الحصول على التمويل اللازم وكذا تحقيق أرباح عالية نتيجة لبيع الأسهم بأسعار مرتفعة .

2 -التمويل بالسندات : يقصد به لجوء المؤسسة إلى طرح سندات مباشرة للجمهور ، وتعتبر مقرضا لان المؤسسة تتعهد برد قيمة السند (القيمة الاسمية ) ، وتلجأ إلى هذا النوع من التمويل عندما تعاني من عجز ولا ترغب في زيادة المساهمين .

## المطلب الثاني : السوق المالي

### الفرع الأول : ماهية السوق المالي

#### 1 : نشأة وتطور السوق المالي<sup>10</sup>

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالترج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته. ومنذ بداية القرن الخامس عشر نشأت سوق الأوراق المالية، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان دن بورص Bourse Den van) الذي كان يقيم في مدينة بروج (bruges) البلجيكية، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية. وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية (كالحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة (Barter) أما نشأة بورصة الأوراق المالية بالشكل الحالي فقد جاء متأخرا إذ يعود تاريخ إنشاء أول بورصة أوراق مالية في مدينة انفرس في بلجيكا عام 1576 ومن ثم في أمستردام في هولندا عام 1608 ثم في لندن عام 1666 وبعدها في باريس عام 1808 تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام 1893 ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء مما حتم ضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتتحدد فيها الأسعار وفقا لقوى العرض والطلب ويتم فيها التداول علي صورتين :

1-عمليات عاجلة: Operations Spot ( إذ يتم تصفية العملية مباشرة ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري).

<sup>10</sup>حيدر حسين ال طعمة، الاسواق المالية، مركز الدراسات الاستراتيجية جامعة كربلاء،سلسلة كراسات استراتيجية،2014 ، ص

2-عمليات آجلة(Operations Contract) ويتم عقدها مباشرة إلا أن تصفيتها تتوجّل إلى موعد لاحق.

## 2 : تعريف السوق المالي

هناك عدة تعاريف للسوق المالي ولكن مضمونها واحد حيث يتفق الجميع أن السوق المالي هو مكان التقاء الفائض المالي من جانب المستثمرين بالعجز المالي من قبل أصحاب المشاريع، لا يشترط للسوق أن يكون في مكان محدد. يُمكن تعريف السوق المالي بأنه المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والصكوك والعملات والخيارات والعقود الآجلة، وذلك بهدف جمع الأموال وتوجيهها للاستثمار في مشاريع مختلفة. ويتألف السوق المالي من مجموعة من الأطراف الذين يشاركون في عملية التداول، بما في ذلك المستثمرين والوسطاء والبنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

وفقاً لمقالة علمية نشرت في مجلة "الاقتصاد والتنمية" بعنوان "التحليل الاقتصادي للأسواق المالية: دراسة نظرية وتطبيقية"، يمكن أن يكون السوق المالي مفيداً للاقتصاد في مجموعة من الأساليب، من بينها تحفيز الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وتوجيه الأموال للاستخدام الأمثل، وتخفيف العبء عن القطاع المصرفي، وتحسين التوازن الاقتصادي بين الدول المختلفة<sup>11</sup>.

"السوق المالي هو المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية والمشتقات المالية، وذلك بهدف جمع المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمار في المشاريع الاقتصادية، كما يتم فيه تحديد أسعار الأوراق المالية بناءً على عرض وطلب السوق"<sup>12</sup>. والاسواق المالية بالمفهوم المعاصر مثلها مثل أي سوق فهي مكان التقاء البائع بالمشتري ولكن اطراف التعامل في هذه السوق هم المدخرون والمستثمرون والاسواق المالية هي حلقة الوصل بينهما ويعني ذلك أنها المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الاموال.

بورصة الاوراق الماليه هي المكان الذي تعرض فيه الشركات والمؤسسات المالية اوراقها وصكوكها الى جموع الراغبين في التعامل معها تستفيد الشركات من تسويق اوراقها ويستفيد المدخرون من الربح الذي يتقاضونه من ارباح الشركات وعوائدها فالاسواق المالية هي مكان التقاء المدخرين بالمستثمرين وفقا لسياسات معينة في خدمة اهداف محددة.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> نعيم محمد علي، محمد صلاح الدين فاروق، التحليل الاقتصادي للأسواق المالية: دراسة نظرية وتطبيقية، مجلة الاقتصاد والتنمية 19، رقم 1 (2017):ص ص 1-20

<sup>12</sup> عبدالله النفيسي، أسواق المال: مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار المنهل للنشر والتوزيع، 2018، ص1

<sup>13</sup> أحمد سعد، الاسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار نشر "دار الفارابي"، 2020، ص13

### 3 : خصائص السوق المالي الجيد

لكي يطلق على سوق الأوراق المالية بأنه من الأسواق الجيدة ، ينبغي أن تتوفر فيه بعض الخصائص لان السوق المالي لا يعتمد على تداول السلع الحقيقية والمستثمر فيه يشتري ويبيع الاوراق المالية على اساس البيانات ودقة تحويلها الى معلومات أي الجودة تكمن في مدى امكانية المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة ( البيع والشراء ) في وقتها ( Timely ) وبدقة تامة ( Accurate ) . وكذلك توفر السيولة الملائمة للسوق اي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة ( Marketability ) أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق ( ، وبسعر محدد ومعروف ( Known Prices ) ، و عدم السحاح في تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهريّة . ، وان يتسم السوق المالي بالعمق من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري ، إضافة الى انخفاض كلفة تنفيذ العقود فكل كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة ، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة ( Percentage of Value of Trade ) ، وتسمى الكفاءة الداخلية ، يفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة ( الخارجية ) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول وعلى ضوء العناصر في اعلاه نستطيع الخصائص التي يجب ان تتوفر في السوق المالي كما يلي :

- 1- شفافية وعلانية البيانات والمعلومات لكافة مؤسسات الأوراق المالية من حيث درجة تداولها والبيانات والمعلومات الدولية والمنشورة عنها ودقة وحقيقة هذه المعلومات .
- 2- إيجاد مؤسسات مالية لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية وادارة اسعار الفائدة بكفاءة ، وانشاء شركات وساطة مالية عريقة قادرة على ان تكون حلقة وصل حيادية بين البائع والمشتري وان تلتزم باخلاقيات المهنة وتأمين مصلحة المتعاملين في السوق المالي .
- 3- تنوع الأوراق المالية من حيث النوع والكم داخل السوق المالي وتنشيط عمليات التداول .
- 4- سهولة تنفيذ الصفقات ( نقل الملكية بيعا وشراء من مستثمر إلى آخر ) والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بانجاز تنفيذ الصفقات .
- 5- الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفسح المجال لقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتخليق الاسعار وتداول الاسعار غير العادلة .
- 6- التكامل مع البورصات الأخرى واستخدام تقنيات متطورة للتواصل معها ، فيما يتعلق بتوفير البيانات والمعلومات وانجاز الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية.<sup>14</sup>

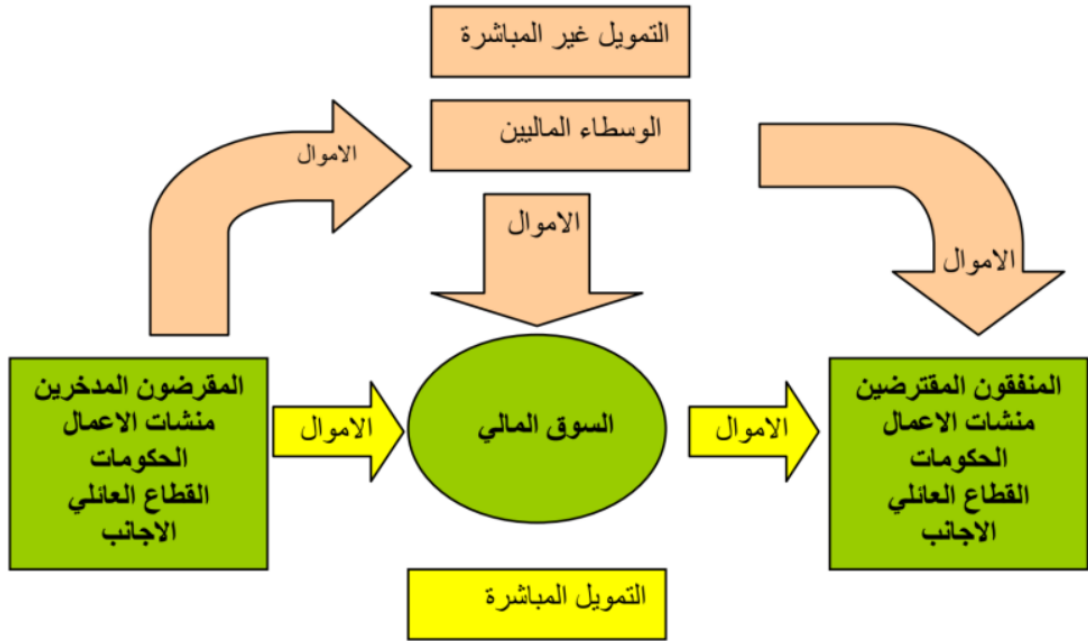
<sup>14</sup> ارشد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازوري العلمية، 2011، ص ص26-28

#### 4 : أهمية ووظائف السوق المالي

يعد السوق المالي أحد العناصر الأساسية في الاقتصاد العالمي، حيث يلعب دورًا حيويًا في تمويل الشركات وتوفير الفرص الاستثمارية للمستثمرين. ومن بين الأسباب الرئيسية لأهمية السوق المالي:

تساهم الاسواق المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة ، أي استخدام الأموال في الأنشطة الربحية التي تحقق اعلى عائد ، وأيضا له أهمية أخرى كونه يساهم بفاعلية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأسمال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي . وظائف النظام المالي تنشأ من طبيعة ودور المال في الاقتصاد ويمكن تلخيصها في الشكل التالي :

الشكل 1 : دور السوق المالي في انتقال الأموال



المصدر : ارشد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازوري العلمية، 2011، ص22

والمهام الأساسية للأسواق المالية هي تسجيل الشركات وقبول أسهمها والمتاجرة بها بيعا وشراء وتسوية الصفقات ، والسوق المالي إطار يجمع بين بائع ومشتري الأوراق المالية بوسائل متعددة شرطها الأساسي أن تكون فعالة ، بحيث تؤدي في نهاية الأمر إلى أن تتساوى أسعار الورقة المالية الواحدة في أية لحظة زمنية في السوق المالي مع قيمتها الحقيقية ، ويقصد بذلك أن تتساوى أسعار الأوراق المالي في السوق المالي مع قيمتها الحقيقية اي تحقيق السعر العادل ، وبذلك فإن السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري ، وبغض النظر عن الكيفية

التي يتم بموجبها تنفيذ عمليات الشراء والبيع فقد تكون باللقاء المباشر بينها أو بواسطة الهاتف أو حتى بواسطة الإنترنت ، ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لإدارة وتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين ، أما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء.<sup>15</sup>

وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في إيجاد حلقة وصل بين وحدات الفائض النقدي والوحدات الأخرى التي تعاني من العجز ، أي بين مدخرات المستثمرين وبين المشاريع التي تحتاج إلى الأموال ، وبذلك فإنها بالإضافة إلى توفيرها أرضية مناسبة لتداول الأموال والحصول على العائد تقوم بمهمة تمويل المشاريع الكبيرة ، أي أنها تقدم خدمات من شأنها دفع الاقتصاد نحو النمو من خلال تخفيض كلفة تجميع المدخرات وتمويل الاستثمار مع ضمان حماية مدخرات المستثمرين ، بهدف زيادة كفاءة إنتاجية رأس المال ، ان مجمل التعاملات في السوق المالي تؤثر على أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية ، وتحفز المستثمرون للحصول على البيانات والمعلومات الكاملة عن الشركات واتخاذ القرارات الاستثمارية في ضوء ذلك ، مما يساهم في تحسين أداء الشركات المتداول أوراقها المالية في السوق والرقابة عليها ومدى توظيفها لرؤوس الأموال المتاحة بكفاءة ، وتوفر الأسواق المالية الأموال بواسطة ترويج الإصدارات الجديدة للأوراق المالية من قبل الشركات تحت التأسيس من خلال الاكتتاب بأدواتها المالية التي تعرضها في هذه الأسواق ، وهي تساهم في تغطية العجز في الفجوة التمويلية التي قد تظهر في بعض الأحيان عند اتباع سياسة متشددة في منح الائتمان المصرفي المتوسط والطويل الأجل ، كما أنها تساعد أصحاب المدخرات القليلة على توظيف أموالهم وتميئتها ، وحتى تتكون الأسواق المالية بفاعلية يجب أن تتوفر في الاقتصاد مؤسسات مالية وإنتاجية في مختلف القطاعات تساعد على تنمية المدخرات وقادرة على تحويلها إلى استثمارات مع الاهتمام بالبيانات والمعلومات ، ووجود نظام اقتصادي مستقر وعدم تقييد سوق الصرف الاجنبي ووجود نظام ضريبي مقبول ، اضافة الى توفير الحماية والثقة للمستثمرين واتاحة عائد مناسب لهم ، والسوق المالي عبارة عن مكان أو آلية يتم تداول الأوراق المالية فيه بيعاً " وشراء من قبل جمهور المستثمرين . أن الأسواق المالية تهدف أساساً إلى إيجاد آلية للتمويل والاستثمار ، وتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الأدوات المعروضة للتداول وطريقة تنفيذ الصفقات ، ويمكن تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق مالية تهدف إلى تداول أدوات رأس المال وأسواق مالية تضم أدوات سوق النقد ، وأسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق المشتقات المالية ، أما أسواق النقد فتشمل أسواق الخصم وعمليات السوق المفتوح وأسواق النقد تحت الطلب، والأسواق بصورة عامة نوعان وهما<sup>16</sup>:

1- سوق تبادل الأصول الحقيقية مثل البضائع والعقارات والذهب والأراضي

2- سوق تبادل الأصول المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية أن الأساس في إنشاء الأوراق المالية هو مساهمتها في تمويل المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية وتوفر السيولة لها ، لان السوق المالي وكما يبين الشكل السابق هو إحدى أهم الوسائل لتجميع الادخارات لمختلف القطاعات الفاعلة للاقتصاد الوطني وتحويلها وتوجيهها إلى

<sup>15</sup>مرجع سابق ، ص23

<sup>16</sup>مرجع سابق ، صص24-26

قطاعات أخرى سواء في مشروعات قائمة أو تحت التأسيس أو لخلق الحقوق والخدمات المالية ، كأنه يتيح تحويل الاستشارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة الى شروط إنشاء سوق مالي فعال :

1- اعتماد آليات السوق كاساس لعمل النظام الاقتصادي سواء في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية وتكون السياسة النقدية والمالية للدولة في هذا الاتجاه أيضا

2- متانة النظام المحاسبي مع ايلاء تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي اهمية كبيرة أساسي مالي وتلتزم به كافة الشركات التي يتم تبادل أوراقها المالية في السوق .

3- وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل بالسوق المالي والرقابة عليه و لها القدرة التنظيمية والصلاحية في انجاز أعمالها بسهولة وسرعة.

4- اعتماد معايير المحاسبية الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية ووجود شركات ومكاتب محاسبة وتدقيق كفؤة وملتزمة باخلاقيات المهنة .

5- توفر بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليين القادرين على عمليات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات والاطار أول بأول .

6- أيجاد تشريعات وتعليمات لتوجيه الشركات تحدد العلاقة بين المالكين والإداريين بهدف حماية المستثمرين في السوق المالي.

## وظائف السوق المالي:

تتمثل فيما يلي :<sup>17</sup>

1- المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للاوراق المالية وارتفاع قيمة الاسهم ، و توفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها والحصول على السيولة ، مما يقلل من درجة المخاطر .

2- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد للمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية ، والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل في مجال الادخار والاستثمار .

3- المسؤولية عن نقل رؤوس الاموال من القطاعات الفائضة الى قطاعات العجز والمواءمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز من خلال تسهيل مهمة الدخول الى السوق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات ،

<sup>17</sup>مرجع سابق، ص ص28-29

وتحويلها إلى وحدات العجز بهدف المساهمة في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادية وزيادة الاستثمار ثم الإنتاج والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة والارتقاء بالوحدات ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة .

4- المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي الى السوق والتاثير على اسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية .

5- جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبيرة ، مستفيدين بذلك من مفردات مظاهر العولمة في الانفتاح واستخدام تقنيات البيانات وتكنولوجيا المعلومات.

6- سد الفجوة التمويلية للمشاريع والناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل .

7- توفر الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا ، من خلال شروط الأذراج في السوق المالي ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر كالمشتقات المالية مثلا.

## الفرع الثاني : هيكل الأسواق المالية

### 1 : أنواع الأسواق المالية

بالامكان التمييز بين الأسواق المالية من خلال عدة معايير :

#### اولا : طبيعة الأدوات المستخدمة في السوق

1- سوق أدوات الدين Debt Market تحصل الوحدات الاقتصادية بموجبها على القروض عن طريق إصدار السندات . . وتكون أدوات هذه السوق محدودة بمدة زمنية معينة .

سوق حقوق الملكية Equity Market تحصل بموجبها الوحدات الاقتصادية على الأموال عن طريق إصدار الأسهم ، وتعد الأسهم أوراق مالية طويلة الأجل لأنها غير محددة بمدة زمنية معينة.

#### ثانيا : مدى حداثة اصدار الأوراق المالية

1- السوق الأولى Primary Market وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الجديدة المصدرة لأول مرة.

2- السوق الثانوي Secondary Market ويتم فيها تداول الأوراق المالية ( الأسهم والسندات ) التي سبق إصدارها.

#### ثالثا : وقت استحقاق الأوراق المالية

1- السوق النقدي Money Market وهي أسواق مالية تتعامل بإصدار رؤوس الأموال قصيرة الأجل من خلال

أنواع القروض والأوراق المالية مثل المصارف والمشاريع الكبيرة

2- سوق رأس المال : Capital Market وتتضمن الأدوات المالية التي تصدر لمدة أطول من سنة وتكون غير محددة .. بتاريخ استحقاق على الأغلب.

#### رابعاً : مؤشرات الأسواق المالية

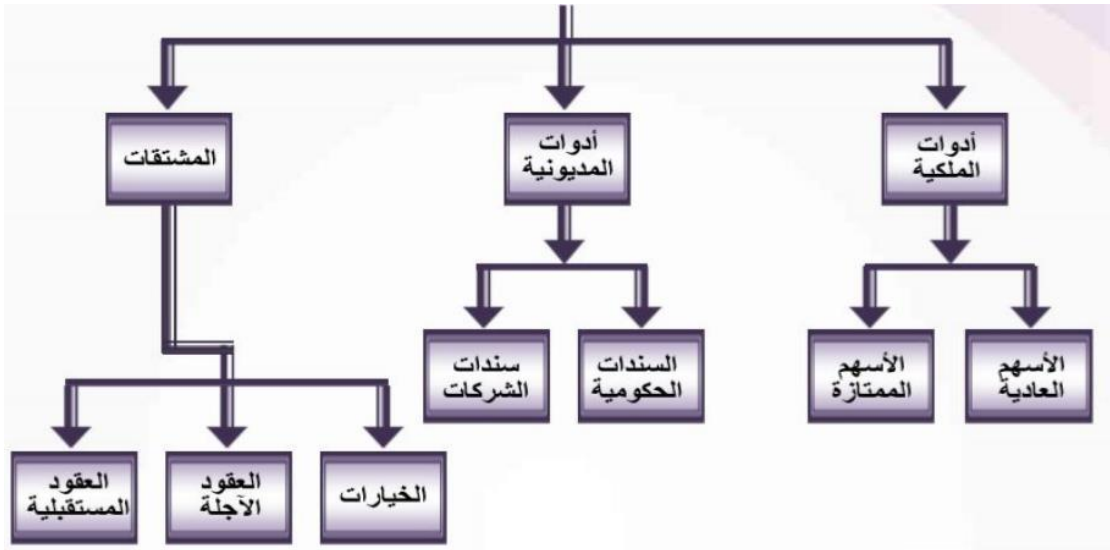
أدى وجود عدد كبير من الأسهم في كل سوق مالية وصعوبة تحديد الاتجاه العام لنشاط السوق مع تزامن ارتفاع أسعار بعض الأسهم وانخفاض بعضه الآخر إلى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالية ويمثل متوسط أسعار السهم يوميا وهو أداة تستخدم لقياس اتجاهات التقدم أو التراجع في السوق المالي ككل " فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة متجهة نحو الصعود يطلق على السوق المالية السوق الصعوديه ( Market Bull ) أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة متجهة نحو الهبوط يطلق عليها السوق النزولية ( Market Heer )

وقد يكون السوق مؤشر واحد أو عدة مؤشرات ، فمثلا مؤشر داوجونز (Dawiones) في سوق نيويورك ومؤشر فينانشال تايمز ( FT SE ) في سوق لندن ومؤشر نيكبي (Nikkei) في سوق طوكيو ، ومؤشر كاك في سوق فرنسا وهكذا ، أما سوق ( NYSE ) فهناك العديد من المؤشرات التي يتم الاعتماد عليها في مراقبة نشاطه.<sup>18</sup>

#### 2 : أدوات الأسواق المالية

تعد الأوراق المالية وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال، السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فالورقة المالية بمثابة صك يعطى لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد المنشأة أو جزء من أصولها، أو الحقين معا. ويمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي: أدوات الملكية، أدوات المديونية والمشتقات، كما يبين المخطط التالي:

<sup>18</sup>الهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، 2013 ، ص ص23-25



المصدر: حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014، ص 20

### 1- أدوات الملكية:

تتمثل في الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل، وتعد شهادات ملكية تخول لصاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها لا تحمل قيمة اسمية أو مدة استحقاق، فتبقى متداولة في الأسواق إلى ما لانهاية، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة وتصفيتها. وتقسّم الأسهم إلى نوعين هما<sup>19</sup>:

**الأسهم العادية:** أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية، ويعرف بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يعطي حامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم. و يتضح من التعريف ما يأتي :

-السهم العادي أداة تمويل رئيسية لرأس مال الشركة .

-السهم العادي أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد، من وجهة نظر المستثمر طبقا للإستراتيجية المتبعة من قبله، إما بالاحتفاظ به للأجل القصير (المضاربة) أو للأجل الطويل (تعظيم الثروة).

-يحصل حامل السهم العادي على عوائد غير محددة، قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية .

<sup>19</sup>حيدر حسين آل طعمة: الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014، ص ص

-يكتسب السهم العادي صفة التداول، مما يعطي مرونة كبيرة في تسيله .

-يحصل السهم العادي على حصة من موجودات الشركة عند التصفية لأنه يمثل مشاركة في رأس مال الشركة . إلى جانب ذلك فالسهم العادي ليس له تاريخ استحقاق، لا يتعرض للتقادم، غير قابل للتجزئة، ولحامله حق التصويت في اختيار أعضاء الإدارة، فضلا على مشاركته في العديد من الموضوعات المهمة التي تخص الشركة المصدرة له، يتمتع بحق الأفضلية في شراء الأسهم، يمنح لمساهمي الشركة القدامى الأولوية في شراء الجديدة منها التي تصدرها الشركة، ويحصل حملته على نصيبهم من التوزيعات على شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا في مجلس إدارة الشركة. ويتقاضون الأرباح الموزعة نقدا أو على شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح. ورغم المزايا التي تحققها الأسهم العادية إلا أنها تعاني من بعض العيوب التي تجعلها غير جذابة لعدد من المستثمرين أهمها : تأخر حق الأولوية عند التصفية على اعتبار أن حملة الأسهم العادية يتقاضون حقوقهم من أصول الشركة وأرباحها بعد استيفاء حقوق كافة الدائنين، فضلا على تذبذب العائد على هذه الأسهم وعدم ثباته، سواء أكان ذلك العائد جاري أم رأسمالي.

**الأسهم الممتازة:** تعد من أدوات الاستثمار والتمويل في آن واحد، فهي أداة استثمارية لأن حملتها يحصلون على أسبقية في الأرباح بمقادير ثابتة وقبل حملة الأسهم العادية. ثم أنها أداة تمويلية لأنها تعد من أدوات الملكية. ويعرف بأنه أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم العادية)، بوصفه يمثل مشاركة برأس مال الشركة كالأسهم العادية و كونه يحصل على عائد دوري ثابت كالسندات. ولحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على عائد محدد سنويا ، إما بنسبة من القيمة الاسمية أو ك مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم. وعلى الرغم من أن السهم الممتاز يعد شكلا من أشكال الملكية من الناحية القانونية والضريبية، إلا أنه يختلف عن السهم العادي في عدة جوانب أهمها :

-يعطى للسهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية .

-يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح (إذا تحققت) قبل السهم العادي .

-تعد الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة إلى المستثمر .

-تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة مستمرة تقريبا، إذا ما قورنت بالثبات شبه النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.

-تعد الأسهم الممتازة أقل شيوعا من الأسهم العادية .

-لا تشارك الأسهم الممتازة بالإدارة على العكس من الأسهم العادية .

-تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح إذا تحققت كنسبة ثابتة، بينما تتغير أرباح الأسهم العادية حسب أرباح الشركة.

وتصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة وفقاً للمزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل أو القابلية على الاستدعاء من الشركة. وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة إلى الآتي:

أ- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** في هذا النوع يحق لحامل السهم ترحيل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة إلى أخرى، في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيقها أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

ب- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها تلك الفئة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً .

ج- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعد قابلية تحويل السهم الممتاز إلى عادي ميزة تعطي حاملها أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل السهم العادي، وفي الوقت ذاته توفر له خلال مدة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يتيح لحاملها فرصة تحقيق مكاسب رأسمالية.

د- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** في هذا النوع تقوم الشركة بإلزام حامل السهم برده للشركة بسعر محدد خلال مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، الأمر الذي يوفر ميزة للشركة المصدرة وهي ميزة الإطفاء، إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لصالح المساهمين العاديين.

2- **أدوات المديونية:** تعد مصدراً من مصادر التمويل المتاحة، تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من جهة واحدة. إذ يجرى المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسنيدها وتسويقها إلى الجمهور. وتعد السندات، ولاسيما ذات الأجل الطويل النوع الأكثر شيوعاً. ويعرف السند بأنه أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق. ويتضح من التعريف أنف الذكر ما يأتي :

- السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد.

- حامل السند دائن للجهة المصدرة له .

- عائد السند عبارة عن فائدة محددة بنسبة مئوية بمدة استحقاق (دورية نصف سنوية أو ربع سنوية) .

- للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند .

- صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية. و للسندات مزايا متعددة تجعلها أحياناً أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم، وهي كالاتي :

- الفوائد المدفوعة على السندات تحسب كنسبة مئوية من قيمة السند .

- للسندات آجال محددة ومع ذلك يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق .

-على الرغم من أن الشركات قد لا تحقق أرباحا بشكل دائم، مع ذلك يتوجب عليها دفع عوائد السندات .

-تتخصص مخاطر أسعار السندات عموما في تغيير أسعار الفائدة .ويمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وعلى أسس مختلفة، مثلا على أساس جهة الإصدار، شكل الإصدار، الأجل، الضمان أو على أساس القابلية للتداول والاستدعاء . إلا أن تقسيمها على أساس جهة الإصدار هو الأكثر شيوعا فضلا على أهميته، و تقسم إلى سندات حكومية وسندات شركات الأعمال .

أ- **السندات الحكومية:** تصدرها الحكومة لتحقيق أغراض اقتصادية، نقدية أو لمواجهة العجز في الموازنة العامة . وتتباين أنواعها من بلد إلى آخر، و أكثرها شيوعا الآتية :

-**أذونات الخزينة:** وهي أداة دين قصيرة الأجل عادة ما تستحق في (13.26.52) أسبوعا من تاريخ الإصدار .

-**إشعارات الخزينة:** تمثل أحد أنواع السندات الحكومية، وتختلف عن أذونات الخزينة في جانبين: الأول كونها تصدر بالقيمة الدفترية بدلا من إصدارها بخصم من قيمتها الاسمية، والثاني كونها تعطي دفعات ثابتة من خلال معدل الكوبون المثبت عليها .

-**سندات الخزينة:** تشكل جزءا صغيرا من الديون الحكومية، وعادة ما يكون استحقاقها ضمن مدة تتراوح ما بين (10-30) سنة من تاريخ إصدارها بخصم قيمتها الاسمية، والثاني كونها تعطي دفعات ثابتة من خلال معدل الكوبون المثبت عليها .

-**الإصدارات الخاصة:** هذا النوع من الإصدارات الحكومية لا يمكن بيعه للجمهور، إذ تقوم الحكومة بإصداره وبيعه مباشرة إلى الصناديق الحكومية مثل صناديق التقاعد الحكومية وصناديق شركات التأمين.

وتعد السندات الحكومية أكثر جاذبية بالنسبة إلى المستثمرين من الأفراد والبنوك والجهات المستثمرة الأخرى، لما تتمتع به من محدودية في درجة المخاطرة والالتزام المالي من قبل الحكومة، بتسديد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه، فضلا على أنها عادة ما تكون مغرية للمستثمرين، بسبب الإعفاء الضريبي على عوائدها و درجة سيولتها، بإعتبارها أكثر سيولة من السندات الأخرى، إذ تلزم الدولة عند طرحها بأن تعطي الحق للمستثمرين بتحويلها إلى نقد من قبل البنك الوسيط بين الدولة وصاحب السند.

ب- **سندات الشركات:** تصدر من الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية، طبقا لتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات بالبلد المعني. ولها أنواع مختلفة تختلف باختلاف شروط كل إصداريه، أهمها :

-**السندات المضمونة:** عادة ما يتم إصدارها بضمان رهن بعض أصول الشركة، وفي أخرى بضمان طرف ثالث، مثال ذلك قيام شركة قابضة بضمان الوفاء بأي التزامات تعجز شركاتها التابعة عن الوفاء بها

-**السندات غير المضمونة:** يصدر عن الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها، ويعتمد حملتها على الضمان العام للدائنين. وفي حالة الإفلاس أو التصفية تسدد مستحقات المستثمرين بعد سداد مستحقات السندات المضمونة .

-السندات ذات الفائدة المتغيرة: استحدثت نتيجة التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة مثل أذونات الخزينة. ويتم تعديل سعر الفائدة على هذه السندات بين مدة وأخرى ليتلاءم مع أسعار الفائدة الجارية في السوق .

-السندات الرديئة: ليست من الاستثمارات الجيدة لاحتوائها على مخاطر كبيرة، لذا يكون العائد عليها مرتفع لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر، ومنها ارتفاع نسبة مديونية الشركة (الأموال المقترضة إلى مجموع الموجودات) .

-سندات المشاركة: هذا النوع من السندات يعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة فضلا على الفوائد الدورية التي يحصل عليها. وتصدر من لدن الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف، وبالتالي لا يمكنها الحصول على الأموال لتبقى مستمرة بالعمل إلا بهذه الطريقة .

-السندات ذات الكوبون الصفري: هذا النوع يباع بخصم من القيمة الاسمية، إذ يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين سعر شراء السند وقيمه الاسمية عند الاستحقاق، معدل الفائدة التي يحققها المستثمر - .السندات القابلة لإعادة: في هذا النوع يسمح للمستثمر بإعادة السند بسعر محدد مسبقا، هذا يعني أن المصدر يكون مستعدا لإعادة شراء السند بسعر أدنى ثابت (على سبيل المثال 95% من القيمة الاسمية للسند) عندما يرغب حامله بذلك.

### 3-المشتقات المالية:

تعد كأدوات مالية، من أهم سمات التطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بها مع التقلبات الحادة التي شهدتها الكثير من أسواق المال العالمية، فيما يتعلق بأسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأسهم، فقد استخدمت للتحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار .و تعرف المشتقات بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، كالسندات، الأسهم والسلع. وتستخدم لغرض التحوط من مخاطر التقلب في أسعار تلك الأصول. وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات، أهمها وأكثرها انتشارا عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية والمبادلات، فضلا على أنواع الأخرى مثل المبادلة الاختيارية والقاعدة والسقف، ومنها الآتي<sup>20</sup> :

3-1-الخيارات: تعرف بأنها عقود مالية يقوم مالکها محرر الخيار بمنح مشتري الخيار الحق في شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية أو أي سلعة أخرى بسعر معين خلال مدة محددة أو في تاريخ محدد، مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد إلى المشتري يسمى علاوة حق الاختيار، وله الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع والشراء. ويمكن تقسيم الخيارات وفقا لطبيعة وشروط العقد إلى قسمين كالآتي :

<sup>20</sup>ودان بوعيدالله، الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، كلية علوم اقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 2020-2021

أ- خيار الشراء: يكون العقد خيار شراء، عندما يعطى للطرف الأول (المشتري) الحق بأن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول الطرف الثاني (بائع الخيار) على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

ب- خيار البيع: ويكون العقد خيار بيع، إذا ما أعطي للطرف الأول (المشتري) الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول المحرر على علاوة معينة تحددها شروط العقد. أما من حيث مدة التنفيذ، فيمكن التمييز بين أسلوبين يتم من خلالهما تنفيذ عقد الخيارات :

-الخيار الأمريكي: بموجب الأسلوب الأمريكي، فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه .

-الخيار الأوروبي: بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، إلا أن تنفيذ الخيار لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط. ويتضح مما سبق أن التعامل بالخيارات أمر مرهون برغبة المستفيد من الخيارات وتوقعاته، فالخيارات هي أدوات تأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية في الأمد الطويل.

**3-2- العقود الآجلة:** يقصد بها تلك العقود التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. وتعد عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها، بما يتفق وظروف كل منهما، ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة. وتحدد العقود الآجلة مواصفات الأصل أو السلعة، كدرجة الجودة، التصنيف، الكمية وطريقة التسليم، مكان التسليم، السعر وطريقة السداد، إذ يتم التفاوض مقدماً على هذه الشروط بين البائع والمشتري، وتستخدم البنوك والشركات العقود الآجلة لتفادي التعرض لمخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما قد يستخدمها المستثمرون للوقاية من تقلب أسعار الفائدة، وبإمكان الذي يريد الحصول على قرض أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً و يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة بالعقد، ويضمن هذا النوع من العقود للمستثمرين حماية أنفسهم (خلال مدة محددة) من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة .

**3-3- العقود المستقبلية:** تعود أصولها إلى بدايات القرن التاسع عشر إذ جاء تنظيمها نتيجة للعرض والطلب على المحاصيل الزراعية، وما يترتب عنها من تقلبات حادة للأسعار. فالمزارع كان يأتي بمحصوله في السوق الآنية حين تنخفض الأسعار في مواسم الحصاد نتيجة لضخامة العرض، وترتفع في موسم الربيع نظراً لزيادة الطلب على العرض. و من هنا تطور السوق الآني إلى سوق آجل حيث كان يتم الاتفاق على السعر في موعد محدد ليتم تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً. وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق العقود المستقبلية، والتي تعرف بأنها اتفاق نمطي بين طرفين لتسليم أو استلام موجودات مالية أو حقيقية معينة بسعر وتاريخ محدد. فالعقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتري العقد والآخر بائعاً له. أما الأصل الذي يسري التعامل به بموجب هذا العقد فيتراوح بين الأصول

الحقيقية مثل السلع والمعادن أو العملات بأنواعها أو الأصول المالية كألسهم والسندات .و يشار للطرف المتعاقد على الشراء بالمركز الطويل والطرف المتعاقد على البيع بالمركز القصير .فالمركز الطويل يعني أن ماسك هذا المركز بحاجة إلى الموجود في تاريخ لاحق، لذا يقوم بالثبوت على سعر الشراء تحسبا من ارتفاع الأسعار لحين الحاجة إلى الموجود. أما المركز القصير يعكس أن ماسك المركز يمتلك الموجود الآن أو سيكون بحوزته في تاريخ الاستحقاق ويرغب في الثبوت على سعر البيع تحسبا لانخفاض الأسعار لحين تاريخ البيع مستقبلا .ويلزم التعامل بالعقود المستقبلية كلا الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما بشكل نقد أو على شكل أوراق مالية، لحماية كلا الطرفين من مخاطر عدم السداد المترتبة عن عدم التزام أحد الطرفين بالوفاء بالتزاماته.

### 3 : العلاقة بين الأسواق المالية والبورصة والفروق بينهما

البورصة وليدة السوق ، وهي إحدى أنواعه ، فكل منهما محل للبيع والشراء ، إلا أن البورصة سوق منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده ، وتختلف البورصة عن الأسواق بما يلي<sup>21</sup>:

- 1- الصفقات في البورصة على عينات ، بينما في السوق تكون الصفقات على أعيان موجودة .
- 2- الصفقات في البورصة يومية وفي أماكن ثابتة ، والسوق مواعيدها وأمكنهها مختلفة
- 3- يتم الإعلان فيها عن الأسعار يوميا . الأسعار تخضع للتفاوض ولا ضرورة للإعلان عنها .
- 4- تتم الصفقات في البورصة غالبا عن طريق الوسطاء ، وفي السوق المشتري هو الذي يعقد الصفقة .
- 5- لا يتم التسليم فيها فورياً ، وفي السوق يتم التسليم فورياً . \* البورصة : سوق منظمة تقام في أماكن معينة ، وفي أوقات محددة يغلب أن تكون بورصة يومية بين المتعاملين بيعة وشراء بمختلف الأوراق المالية (وهي الصكوك التي تصدرها الشركات أو الدول من أسهم وسندات قابلة للتداول في سوق البورصة ) في ضوء نظام يحدد قواعد التعامل والشروط الواجب توافرها في السلع والمتعاملين .

### الفرع الثالث : الية عمل السوق المالي

#### 1 : النظام الداخلي للسوق المالي

للبورصات في العالم نظام تسييري يحكمه تتابع هيئات تختص كل واحدة حسب مهامها بتسيير التعامل فيها، وتهدف إلى حماية المستثمرين من الغش والتلاعب والحفاظ على شفافية البورصة وحماية المصلحة العامة، وذلك بوضع قوانين تضبط التعامل في البورصة. وللبورصة عموماً هيئتان تنظيميتان:

<sup>21</sup>احمد سعد، مرجع سبق ذكره، ص20

## 1. هيئة للرقابة والتسيير: تتكون من أعضاء البورصة، مجلس الإدارة، لجان البورصة .

أ . أعضاء البورصة : يتشكل أعضاء البورصة من الذين يشترتون عددا من أسهم رأسمالها، ويشار إلى عضوية البورصة بالمقاعد المخصصة، وهي غير مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول عليها، وللعضو الحق في التصويت لانتخاب مجلس المحافظين، كما أن له أن يتنازل على عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة، ويوجد خمسة أنواع من الأعضاء هم:

. السماسرة الوكلاء: في هذه الحالة الشخص يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة لقاء قيام بيت السمسرة بإقراضه رسم العضوية، أو يعمل تاجرا لحسابه الخاص .

. سمسرة الصالة: يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة ولا يعمل لحساب بيت السمسرة بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها.

. تجار الصالة: يطلق عليهم " المضاربون" أو التجار المسجلون، يعملون لحسابهم الخاص.

. المتخصصون: أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة .

. تجار الطلبيات الصغيرة: أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة .

ب . مجلس إدارة البورصة: هو عبارة عن الجمعية العامة التي يرأسها رئيس لجنة البورصة، والذي يتكون من الرئيس، النائب، أمين الصندوق، و مجموعة من السماسرة، ومن مهامها المصادقة على الميزانية وحساب النفقات والإيرادات، ولها حق التدخل في كل المسائل المتعلقة بالبورصة وخاصة تعديل الاثحة الداخلية، وتصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات .

ج . لجنة البورصة: تتشكل في بورصة الأوراق المالية لجنة مألوفة من عدة أعضاء يختارون من السماسرة، ويتم اختابارهم من طرف الدولة، مهمة هذه اللجنة هو دراسة وفحص الطلبات المتعلقة بالدخول في نظام التسعيرية، كما تقوم بإصدار نشرات يومية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وإسقاط العضوية عن كل شخص صدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو الغرامة

## 2. هيئة الفصل و التحكيم: وتنقسم بدورها إلى هيئتي هما:

أ -هيئة التحكيم: تتكون من رئيس لجنة البورصة وأعضاء من اختيار اللجنة، وتشكل هذه الهيئة للفصل في جميع المنازعات بين أعضاء البورصة التي قد تنشأ داخل المقصورة وقراراتها غير قابلة للاستئناف بشرط أن يتفق طرفا النزاع على الحكم.

ب . المجلس التأديبي: يسعى هذا المجلس إلى المحافظة على مصلحة العمال من تلاعب بعض السماسرة، ومن مهامه النظر في المخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها مثل الإخلال بالآداب العامة، أو إخفاء المركز المالي، أو تقديم مستندات كاذبة، ومن العقوبات التي يفرضها المجلس وهي بالتسلسل الغرامة، الوقف، الشطب.

## 2 : المتعاملون في السوق المالي

إن التعامل في البورصة يتم في إطار تنظيمي فعال وفقا لأطر وقوانين تحدد المعاملات بين الأطراف المشاركة في البورصة، هذه الأطراف يمكن حصرهم فيما يلي<sup>22</sup>:

أ-المستثمرون التأسيسيون: يمكن تعريفهم على أنهم الهيئات المالية التي تقوم بتجميع الموارد الادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية من توظيف جزء هام في شكل قيم منقولة، ويعتبر المستثمرون التأسيسيون من أهم المتعاملون في البورصة حيث يلعبون دورا أساسيا في سير عمل البورصة، ونجد من أهم المستثمرين التأسيسيين مايلي:

. شركات التأمين: تتحصر فكرة التأمين في الاحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية التي تسببها الكوارث التي تقع للإنسان في المستقبل سواء في الممتلكات وهنا نشأ التأمين على الممتلكات، أو التي تقع على الإنسان نفسه، وقد أصبح التأمين نظام من أهم النظم التي تقوم عليها الحضارة الحديثة ، ولشركات التأمين دور مزدوج، فهي شركة تقدم خدمة التأمين لمن يطلبها كما أنها مأسسة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم لتعيد استثمارها في مقابل عائد ولم يقتصر نشاطها على هذا فقط بل امتد إلى الوساطة في عمليات البورصة، حيث فتحت معظم شركات التأمين فروعاً مختصة في هذا المجال مشكلة بذلك أحد أهم المتدخلين على مستوى السوق المالي بصفتها طرفاً مقابلاً أو وكيلة لمعاملتها لاعبا بذلك دور حيوي في عملية النمو الاقتصادي بتحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية، ضمان هدف شركات التأمين هذا، هو مراعاة ثلاث محاور أساسية: السيولة، الضمان، والربحية أثناء عملياتها الاستثمارية

. صناديق التقاعد: يقوم عمل صناديق التقاعد على مبدأ تجميع ادخارات العمال باقتطاع جزء من مداخيلهم على شكل اشتراكات حتى بلوغ سن معين (سن التقاعد) ثم إعادتها لهم خلال مرحلة التقاعد، إن تراكم الاشتراكات المدفوعة، شكل سيولة كافية لدى صناديق التقاعد، وعملية توظيفها غالبا ما تدفع بصناديق التقاعد للتعامل في السوق المالية مما أكسبها خبرة لا بأس بها جعلتها تلعب دور وسيط في العمليات البورصية، وذلك بفتح فروع لها خاصة بالوساطة المالية.

ب . العائلات: ويعرفون باسم المدخرين التقليديين، ويعتبرون من أكثر وأكبر المتعاملين في الأوراق المالية، حيث يستطيعون القيام بعملية البيع والشراء لقيم وسندات بمفردهم أو اختيار تسيير جماعي للبورصة، الخواص الراغبون

<sup>22</sup>عثمان خلف، إدارة وتنظيم عمل السوق المالي ، لمركز الجامعي لتبليغ معمر حمدي ، جامعة الشلف، 2013

في الإستثمار في البورصة، عليهم الإلتجته إلى المؤسسات المالية وشركات البورصة في الدول المتقدمة، نسبة الإدخار تتراوح بين 25 . 65 % من رأس مال البورصة.

**ج . البنوك و المؤسسات المالية :** البنوك و المؤسسات المالية تحقق أكبر عدد من العمليات، إذ بإمكانها أن تتدخل للعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية وبيعها، كما يمكن هلا تسييري احتملافظ للغير مقابل العمالت، وفي هذه احلالة يمكن اعتبارها كوسيط في عمليات البورصة ، كما يمكن للبنوك أن تتدخل في السوق الأولي بهدف مساعدة مؤسسات القطاع العام والخاص على إصدار الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب العام لأول مرة .

**د . بيوت السمسة:** هي شركات مساهمة تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العمال، وقد ألزمت بعض القوانين وجوب توسيط شركات السمسة في بيع أو شراء الأوراق المالية، ويشترط أن يتم التعامل على أوراق مالية مقيدة بالبورصة

**هـ . مسيري الحسابات للأشخاص و المؤسسات:** وهم يؤدون ثالث وظائف التدخل في إطار عمل البورصة وهي :

-وظفية الوساطة والتي يتفاوضون عنها عمولة؛

- وظفية تسيير الحسابات بحد ذاتها؛

-وظفية مستشارين في ميدان الإستثمارات .

**و . المؤسسات:** تلجأ المؤسسات العمومية والخاصة إلى البورصة لرفع وزيادة رأسمالها من خلال إصدار الأسهم وهي تساهم في تنشيط عملية البورصة، وهذه المؤسسات تكون لديها قيم مضافة هامة ينتج عنها ادخار صافي، هذا الادخار يتصل مباشرة بنسبة التمويل الذاتي، تكون حصة المؤسسات في رأسمال البورصة 8 % ضعيف بسبب التباين بين المؤسسات .

**ز . الدولة:** تأتي الدولة في المرتبة الأولى في سوق البورصة من حيث الطلب على الأموال، حيث تلجأ إلى الاقتراض لتمويل العجز في الميزانية عن طريق إصدار الالتمزات (السندات الحكومية).

**ر . المحليين الماليين:** متخصصين في سوق البورصة، ويقع على عاتقهم القيام بعمل تحليل المؤسسات ولحساباتها، وهم متواجدون في البنوك وشركات البورصة وفي جميع أجهزة التسيير، ولآرائهم ثقل كبير، وخاصة فيما يخص سعر للقيم المالية، لهذا فهم من المتدخلين الرئيسيين في البورصة.

**ي . الجمعيات ذات الطابع غير الربحي :** وهي تتكون من الجمعيات والتنظيمات ذات الطابع الثقافي والعلمي والرياضي وغالبا ما تتوفر لدى تلك الهيئات سيولة كبيرة بإمكانها ضخها في البورصة على النحو الذي يحقق لها عائد يساعدها في الأخير على التوسع في نشاطاتها.

## خلاصة المبحث الاول:

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية بالغة في كل الدول وهي تختلف مسمياتها من دولة لآخرى حسب طبيعة الاقتصاد في تلك الدولة وتلعب دورا مهما في دعم الاقتصاد والابتكار.

والسوق المالي أيضا لا تقل أهميته عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهو المكان الذي يمكن أن يوفر الدعم المالي لتلك المؤسسات بعيدا عن التمويل التقليدي، مما يساهم في نمو المؤسسات أكثر وزيادة ربحيتها.

## المبحث الثاني : دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### تمهيد المبحث الثاني:

السوق المالي يلعب دورًا حيويًا في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويوفر لهته المؤسسات وسيلة للحصول على التمويل اللازم لتطوير أعمالها وتوسيع نشاطها وتخفيف العبء على التمويل التقليدي وكذلك على البرامج الحثومية المخصصة لدعم هاته المؤسسات.

المطلب الأول : ماهية بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الفرع الاول : تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعرف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنها "سوق مخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأس مالها وغير مؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة فهي سوق منظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بإنخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها<sup>23</sup>.

الفرع الثاني : المزايا التي تحققها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الهدف من إنشاء هذه البورصة هو توفير أدوات تمويلية مستدامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح برفع قدرتها التنافسية وتعظيم قيمتها المضافة للاقتصاد وبما يسهم في توفير المزيد من فرص العمل والذي يعتبر أحد الأركان الرئيسية للتنمية الاقتصادية في الوقت الراهن ، وتحقق هذه البورصة مزايا عديدة سواء على المستوى الاقتصادي الكلي أو على مستوى الاقتصاد الجزئي ( الشركات )<sup>24</sup>.

المزايا على مستوى الاقتصاد الكلي :

- دمج المؤسسات ص و م التي تعمل بصورة غير رسمية في منظومة الاقتصاد الرسمي .
- توفير فرصة لدخول الاستثمارات الأجنبية إلى قطاع المؤسسات ص و م .
- دعم وتطوير القطاعات الواعدة التي تتمتع بمزايا نسبية وتحتاج لدعم فني وتمويلي مثل قطاعات المعلومات تكنولوجيا

- تفعيل آليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ، هذا السوق سيوفر قاعدة بيانات للمؤسسات ص و م في جميع القطاعات الاقتصادية وهو ما يمثل فرصة لرأس مال المخاطر الذي يرغب في الاستثمار في هذه الشركات ومعرفة إمكاناتها وأوضاعها المالية كما تمثل هذه البورصة فرصة للشركات للحصول على تمويل لأنها تعاني من الحصول على قروض بنكية لصغر حجمها ، ويمثل قيدها في البورصة فرصة للحصول على التمويل والنمو والتوسع.
- إن هذه البورصة تساهم في تنوع المنتجات للأوراق المالية وتساعد في تفعيل الشفافية في هذه المرحلة التي تحتل فيها المؤسسات الصغيرة أهمية كبيرة لما تقدمه من حلول اقتصادية لمشكلات البطالة وهو ما يؤكد أن مثل هذه

<sup>23</sup> زرموت خالد ، يوسف دبوب، سوق الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات إقتصادية، جامعة زيان عاشور ، الجلفة، ص141

<sup>24</sup> محمد حولي، خالد ادريس، مرجع سبق ذكره، ص ص187-188

البورصة تساعد على فتح مجالات استثمارية جديدة وحوافز إضافية لجذب مزيد من المستثمرين لتلبية متطلبات هذه المرحلة

- تؤثر بورصة المؤسسات الصغيرة بشكل ايجابي في ضخ السيولة النقدية في الاقتصاد وتحويل السوق من حالة الركود إلى حالة الرواج الاقتصادي

المزايا على مستوى الاقتصاد الجزئي ( المؤسسات ) إتاحة الفرصة لتوفير التمويل اللازم في النشاط بعيدا عن صعوبات التمويل المصرفي

- تتيح فرصة كبيرة لأصحاب المؤسسات الصغيرة من الشباب وصغار المستثمرين في التوسع في مشروعاتهم الاقتراض . يساعد قيد الشركة في البورصة على تقوية وضعها التفاوضي

- أنها تساهم بدون شك في إغراء أصحاب الاقتصاديات العشوائية بالعودة للعمل ضمن الاقتصاد الشرعي مادامت هناك استفادة قائمة لهم .

- توفير فرصة لدخول مستثمرين استراتيجيين كشركاء مما يسمح بنقل وتحسين الخبرات الفنية والتكنولوجية والإدارة .

- توفير إمكانية حدوث عمليات اندماج مع شركات أخرى بهدف خلق كيانات أكبر وأكثر تنافسية أو أن يتم الاستحواذ عليها من قبل شركات أكبر . تحديد قيمة عادلة للشركة من خلال القيمة السوقية لأسهم الشركة في البورصة .

- الالتزامات التي تتحملها الشركة بسبب القيد في البورصة ترفع من كفاءة الإدارة المالية والتنظيمية للشركة .

### الفرع الثالث : التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن أهم عنصر نجاح بورصة المؤسسات الصغيرة هو توافر عنصر الشفافية بمعنى انه لا بد من أن تتوفر للمستثمر المعلومات الكاملة للأسهم التي يتم طرحها في هذه البورصة وتكون معلومات موثقة من جهات رسمية بالإضافة إلى تحقيق الإفصاح الكامل عن المؤسسات الصغيرة المقيدة وان ما يميز بورصة المؤسسات الصغيرة هو إيجاد سوق مختلف عن السوق الحالي فالهدف من إنشاء بورصة المؤسسات الصغيرة هو تنشيط المؤسسات الصغيرة نفسها وليس تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال إيجاد تمويل غير مكلف ولا يؤدي إلى أعباء جديدة على المستثمر ويعود بالنفع على الاقتصاد ، حيث إن صغر حجم هذه المؤسسات يشجع المستثمر الصغير على دخول هذه البورصة لقلّة نسبة المخاطرة فيها كما أن قيمة الأموال التي يمكن تداولها في هذه المشروعات تكون في متناول أي مستثمر وهو ما يعني معدل نمو اكبر وأسرع لرأس المال الصغير، ويمكن تلخيص أهم التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية<sup>25</sup> :

<sup>25</sup> مرجع سابق ، ص 188

- إجماع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الدخول إلى هذه البورصة .
- ضعف خبرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكيفية التعامل في البورصة .
- إجماع المستثمرين عن الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### المطلب الثاني : دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الى البورصة

#### الفرع الأول : أهمية دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة

انطلاقاً من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية و كون أن مشكل التمويل يعتبر من اكبر العوائق التي تهددها ، فإن عملية دخول هذه المؤسسات إلى البورصة له ايجابيات سواء على المستوى الكلي أو الجزئي ، وذلك بهدف توفير تمويل مختلف وغير تقليدي لها كي تكون قادرة على المنافسة واطاحة الفرص أمامها للتوسع والنمو ، ونظراً لطبيعة المؤسسات ص و م فإن هذه البورصة يجب أن تكون بها شروط وقيود تتناسب وخصوصياتها<sup>26</sup> .

- حاجة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى بورصة خاصة بها كشفت العديد من الدراسات على صعوبة حصول المؤسسات ص و م على القروض من البنوك وهذا بسبب قلة الضمانات ، ونظراً لعدم استيفاء هذه المؤسسات شروط الدخول إلى البورصة الرئيسية كان من الضروري إنشاء أسواق مالية تتناسب شروطها و خصوصية المؤسسات ص و م .

- ضيق نطاق التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في آخر اهتمامات مسؤولي البنوك التجارية خاصة في البلدان النامية ، وذلك لعدة اعتبارات نذكر منها :

- ضعف معظم أصحاب المشاريع في الصناعات و المؤسسات الصغيرة على تقديم الضمانات المالية المرضية التي يطلبها البنك .

- أسعار الفائدة الجارية في النشاط المصرفي لا تعتبر ملائمة لظروف أصحاب المشروعات الصغيرة على الرغم من أن البديل في سوق الإقراض غير الرسمي يعتبر فادحاً بالمقارنة . لذلك فالمؤسسات ص و م .

- تحتاج إلى معاملة مميزة من قبل البنوك حتى لا تواجه مصاعب مالية سريعة ، بسبب عدم قدرتهم على سداد ما يستحق عليهم من أقساط و فوائد في المواعيد المحددة ، و لقد اعتبر أن حصول هذه المشروعات على فترة سماح قبل تاريخ أول استحقاق سيساعدهم كثيراً في بداية أعمالهم و تنمية مشروعاتهم ، وهذا حقيقي لأن فترة السماح هذه تمكنهم من إنشاء وتكوين رصيد مالي لا بأس به .

<sup>26</sup> مرجع سابق ، ص ص 184-185

إن الإطار الذي تعمل فيه البنوك لا يسمح عادة بتخفيض سعر الفائدة لمشروعات معينة ، خاصة إذا كانت مخاطرة الإقراض بالنسبة لها مرتفعة ، كما أن هذا الإطار لا يهيئ أية فرصة لما يسمى بفترة سماح في مثل هذه الحالات . على العكس من ذلك فإن منطق عمل البنك التجاري يميل إلى فرض سعر فائدة على المقترض الصغير وينشدد معه ، بينما هو على استعداد لمنح أسعار فائدة مميزة للمشروع الكبير ، أو لرجل الأعمال البارز والتمهل عليه في السداد في حالة طلبه لذلك ، وهناك تجاوزات أكثر من تلك في البلدان النامية خاصة تلك التي يسيطر فيها الأجانب على البنوك . هذا من جهة ، ومن جهة أخرى فإن مسؤولي البنوك التجارية لديهم ما يبرر تصرفاتهم المتشددة تجاه المشروعات الصغيرة التي تتقدم بطلبات الاقتراض ، و استعراض هذه المبررات له فائدته من جهتين :

- أن بعض هذه المبررات تعتبر بمثابة ملاحظات لها أهميتها ، مهما كان في مثال تمويل المؤسسات الصغيرة و هذه الملاحظات جديرة بالدراسة و المعالجة .

- أن جانبا من المبررات سوف يؤكد لنا أن سلوك البنوك التجارية محكوم و مقيد بنظام الفائدة الذي تعمل من خلاله و من ثم فإن معدلات الفائدة تظل هاجسا لصغار رجال الأعمال.

## الفرع الثاني : طرق وإجراءات الدخول إلى البورصة

1- توجد ثلاث طرق رئيسية من أجل إدراج أي مؤسسة في البورصة ، وهي <sup>27</sup> :

- **العرض بسعر مغلق** : تعتمد هذه الطريقة على طرح كمية من الأسهم في سوق الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا من طرف المؤسسة والبنك المرافق لها ، ويلزم المستثمرون على تقديم عروضهم وفق هذا السعر حيث لا يأخذ بعين الاعتبار إلا العروض التي توافق هذا السعر .

- **العرض عن طريق المزاد** : سعر البيع هذه الحالة ، هو السعر الناتج عن مقابلة كل من العرض والطلب على أسهم المؤسسة المصدرة .

- **العرض عن طريق ترتيب العروض** : يتم تجميع العروض من طرف الوسيط المرافق للمؤسسة في عملية الدخول إلى البورصة وتعطى له الصلاحيات في توزيع الحصص وتحديد السعر

2- اختيار البنك المرافق للمؤسسة : من أجل ضمان السير الحسن لعملية الاكتتاب يتوجب على المؤسسة اختيار بنك أو مجموعة بنوك لمرافقتها في فتح أو رفع رأس مالها ، ويعتبر قرار تعيين البنك من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة فيما يتعلق بالدخول إلى البورصة ، ذلك ان البنك ملزم بمرافقة المؤسسة عبر مختلف إجراءات الاكتتاب ، وضمن المناقشات مع هيئه تسيير البورصة فيما يخص تسعير الأسهم ، كما يجب عليه ضمان قنوات توزيعية فعالة لضمان بيع الكمية المصدرة من الأسهم . وفي حال فشل البنك في احدى هذه المجالات ، فإن المؤسسة المصدرة

<sup>27</sup>كروش نورالدين ، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة بورصة الجزائر ، جامعة الدكتور يحيى فارس، المدينة، ص63

سوف تتعرض إلى خسائر معتبرة . ويجب على المؤسسة أن تأخذ ثلاثة أشياء بعين الاعتبار عند التفاوض على العقد مع البنك ، وهي تكاليف الضمان، اختيار طريقة تحديد السعر وخيار التخصيص، هذه العوامل هي التي تحدد أتعاب البنك وكذا حجم الخطر الذي يتعرض له.

### الفرع الثالث : مزايا ومساوئ تمويل المؤسسات عن طريق البورصة

تتيح عملية الدخول إلى البورصة العديد من المزايا للمؤسسة ، وفي المقابل قد تجعلها تتعرض لجملة من المساوئ ، وهو ما سيتم إبرازه كما يلي<sup>28</sup> :

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

- زيادة سمعة المؤسسة وتحسين صورتها 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 المثالي .
- التسعير المستمر لقيمي اسيم المؤسسة ، مما يسمح بتقييم دائم للمؤسسة.
- تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة.

ومن بين مساوئ الدخول إلى البورصة ، يمكن ذكر ما يلي :

- القيود التنظيمية الثقيلة.
- التقلبات المؤقتة، والأسعار المفرطة التي لا تتماشى وفعالية المؤسسة .
- التكاليف المتعلقة بالدخول إلى البورصة والتسعير.

<sup>28</sup>مرجع سابق، ص62

## خلاصة المبحث الثاني:

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي يتشابكان بشكل كبير في الاقتصاد. فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستفيد من السوق المالي للحصول على التمويل اللازم لنموها وتوسيع نشاطها، بينما المستثمرون في السوق المالية يمكنهم استثمار أموالهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق العوائد.

التعاون بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والسوق المالي يدعم الاقتصاد ويعزز الابتكار ويوفر فرص العمل ويحقق النمو الاقتصادي.

المبحث الثالث : الدراسات السابقة

المطلب الأول : الدراسات المحلية

1 : نادية مهدي، دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، تخصص علوم اقتصادية، جامعة أم البواقي، 2022

تهدف هذه الدراسة إلى المقارنة بين تجارب بعض الدول في إنشاء أسواق مالية خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع الإشارة إلى حالة الجزائر، تتناول هذه المذكرة مفهوم وأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتحديات التي تواجهها في الحصول على التمويل، ودور السوق المالي في تمويلها، وخصائص وشروط الإدراج في السوق المالي، كما تستعرض هذه المذكرة تجارب رائدة في إنشاء أسواق مالية بديلة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مثل سوق ALTERNEXT الفرنسي، وبورصة النيل المصرية، والسوق البديلة التونسية، وتختتم هذه المذكرة بتقييم للسوق المالية الجزائرية، والتي أنشئت سنة 2012، ولكن لم تشهد أي إدراج للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بسبب العراقيل التي تعترض سيرورتها.

توصلت الدراسة الى أن السوق المالية البديلة تعتبر أحد الحلول الفعالة لمشكلة التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأن تجارب الدول الرائدة في هذا المجال تظهر أن هناك عوامل مؤثرة في نجاح هذه الأسواق، مثل التشريعات المناسبة، والحوافز الضريبية، والترويج والتوعية، وأن السوق المالية الجزائرية تعاني من ضعف وانعدام الدينامية، وأنها بحاجة إلى إصلاحات جذرية وشاملة، وتشجيع المؤسسات على الإدراج، وتطوير ثقافة المساهمة والإستثمار.

2 : طلحي سماح، عوام نسرين، بعلول نوفل، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة \*دراسة حالة تونس، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 31، العدد 2، جامعة الإخوة منتوري قسنطينة 1، سبتمبر 2020

تهدف هذه المقالة إلى دراسة دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس، وإمكانية اعتبارها نموذجا ناجحا في هذا المجال، تتناول هذه المقالة مفهوم وأهمية السوق المالية البديلة، والتحديات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل، وخصائص وشروط الإدراج في هذه السوق، والمزايا التي تمنحها للمؤسسات.

وتوصلت هذه الدراسة الى أن هناك تطور في أداء السوق البديلة التونسية منذ إنشائها في سنة 2007، والتي شهدت إدراج عدد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف القطاعات، وأنها تعتبر نموذجا ناجحا في إنشاء وتفعيل هذه السوق، وتشهد نموا مستمرا في عدد وقيمة المؤسسات المدرجة فيها، وتستفيد من دعم حكومي خاص لتطويرها.

3 : جبار محفوظ، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، 2016

تهدف المقالة الى دراسة موضوع دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا، وهي سوق مالية ثانوية تختص بدعم هذه المؤسسات من خلال توفير رؤوس أموال طويلة الأجل عن طريق إصدار الأوراق المالية، وتستخدم المقالة منهجية مقارنة بين الجزائر وفرنسا فيما يتعلق بتطور وأداء السوق الثانية وأثرها على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كل بلد، حيث تستند إلى مصادر مختلفة من البيانات والإحصاءات والدراسات السابقة والتشريعات المتعلقة بالسوق الثانية في كل بلد.

وقد توصلت المقالة إلى أن السوق الثانية لها دور إيجابي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا، حيث أنها تزيد من قدرتها على المنافسة والابتكار والنمو، وتشجع على ظهور شبكات جديدة من المستثمرين والشركاء. أما في الجزائر، فإن السوق الثانية لم تحقق نفس النجاح بسبب ضعف الثقافة المالية والإطار التشريعي والضريبي لهذه السوق.

#### المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية

1 : علي أبو بكر نور الدين، سالمة محمد أبو قرين، تجارب دولية في مجال تنمية وتطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، العدد الأول، جامعتي سبها ومصراتة على التوالي، يونيو، 2015 يهدف هذا المقال إلى استعراض بعض التجارب الدولية الناجحة في دعم وتطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة، والتي تعتبر من أهم محركات النمو الاقتصادي والتنمية الاجتماعية في الدول المختلفة.

يركز البحث على تجارب ثلاث دول هي: اليابان، وألمانيا، والهند، ويستخلص منها بعض الدروس والتوصيات التي يمكن أن تستفيد منها الدول العربية في تحسين بيئة الأعمال وزيادة قدرات المشروعات الصغرى والمتوسطة على المنافسة والابتكار.

توصل البحث إلى أن التجارب الدولية تظهر أهمية دور الحكومة في تقديم التشريعات والسياسات والبرامج التي تشجع على إنشاء وتطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة، وكذلك دور القطاع الخاص في تقديم التمويل والخدمات والتدريب والإرشاد لهذه المشروعات، ودور التعاون والتكامل بين المشروعات الصغيرة والكبيرة في تحقيق التخصص والكفاءة في سلاسل القيمة، يخلص البحث إلى أن هناك حاجة إلى تبني رؤية استراتيجية شاملة لتنمية المشروعات الصغرى والمتوسطة في الدول العربية، تستند إلى تحديد احتياجات وإمكانيات هذه المشروعات، وتقديم حزمة من التدابير التي تشمل: تحسين التشريعات والإجراءات، توفير التمويل الملائم، تطوير المهارات والقدرات، تحفيز الابتكار والإبداع، تسهيل الولوج إلى الأسواق المحلية والخارجية، دعم التكامل بين المشروعات، تعزيز ثقافة ريادة الأعمال.

**2 : عبد العزيز محمد عبد الصالح، أندرو وورثينغتون، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استعراض للأدبيات، مجلة International Journal of Business and Management ، جامعة غريفيث، أستراليا، 2013**

هدفت الدراسة الى استعراض أهم المشكلات والحلول المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع التركيز على دور التمويل غير التقليدي مثل التمويل الجماعي والتمويل الإسلامي. المقال يستخدم منهجية الاستعراض النظامي للأدبيات ويغطي عدة مقالات من عام 1980 حتى عام 2012 ويقدم تصنيفا لمصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويحلل تأثير خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومالكها على قرارات التمويل.

توصل المقال إلى أن هناك حاجة إلى مزيد من البحوث لفهم تأثير العوامل الثقافية والاجتماعية والسياسية على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذلك لتقييم فعالية السياسات الحكومية والبرامج الداعمة لهذا القطاع.

**3 : مقال صادر عن صندوق النقد الدولي بعنوان الشمول المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، فبراير 2019**

يهدف المقال الى دراسة أهمية الشمول المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (SME) في منطقتي الشرق الأوسط وآسيا الوسطى (MENAP و CCA)، والتي تواجه تحديات في التنويع الاقتصادي والنمو وخلق الوظائف. يشير المقال إلى أن SME تمثل نسبة مهمة من المؤسسات في المنطقتين، لكنهما تتخلفان عن معظم المناطق الأخرى من حيث إمكانية الوصول إلى التمويل.

توصلت الدراسة الى تقديم مجموعة من التوصيات السياسية لزيادة الشمول المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مثل تحسين بيئة الأعمال، وتعزيز قدرات هاته المؤسسات، وتنويع منتجات التمويل، وتحسين البنية التحتية المالية، ودعم دور الشركات المالية التكنولوجية.

### **المطلب الثالث : القيمة المضافة**

تناولت الدراسات السابقة أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصاديات الدول سواء النامية او المتقدمة وبينت دور السوق المالي في توفير تمويل غير تقليدي للمؤسسات وضرورة أن يكون سوق مالي نشط في كل دولة، وكذلك عرضت الدراسات مجموعة من تجارب الدول النامية والمتقدمة والتي يمكن الاستفادة منها وجعلها نموذج يقتدى به.

في بحثنا قمنا بتوفير الاضافة لهذه البحوث من خلال اعتماد بيانات جديدة صادرة عن مختلف الهيئات والبورصات الدولية وكذلك الدراسات الحديثة، والتي تؤكد النتائج السابقة المتوصل اليها وتتوافق معها، وكذلك قمنا بتقديم توصيات بما يتوافق مع وقتنا الحالي والظروف السائدة فيه.

## ملخص الفصل الأول :

السوق المالي يلعب دوراً هاماً في تنمية الاقتصاد وتوفير التمويل للمشروعات خصوصاً الصغيرة والمتوسطة والتي تجد صعوبة في الحصول على القروض، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي تلك التي لا يتجاوز حجمها أو عدد موظفيها حدوداً محددة، وتختلف هذه الحدود من بلد إلى آخر، وتشكل هاته المؤسسات جزءاً كبيراً من النسيج الاقتصادي والاجتماعي في معظم البلدان، حيث تسهم في خلق الوظائف والابتكار والنمو، دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو تزويدها بالموارد المالية التي تحتاجها لبدء أو تطوير أنشطتها من خلال عدة طرق منها إصدار الأوراق المالية في السوق، ومع ذلك تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات في الحصول على التمويل من السوق المالي، بسبب عدة عوامل، مثل نقص المعلومات والضمانات والقدرات التنظيمية والإدارية، وكذلك بسبب التكلفة العالية والمخاطر المرتفعة للإقراض أو الإصدار. لذلك، يحتاج دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى منهج شامل يشمل تحسين الأساسيات الاقتصادية والعوامل المؤسسية والبيئة التنظيمية والأعمال، بالإضافة إلى استخدام قنوات بديلة مثل أسواق رأس المال والتكنولوجيا المالية. كما يحتاج إلى تعزيز دور الحكومات والهيئات الدولية في تقديم التحفيز والضمانات والبرامج التدريبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## الفصل الثاني: عرض تجارب بعض الدول

## الفصل الثاني : تجارب بعض الدول في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالي

### تمهيد الفصل الثاني :

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الركيزة الاساسية لإقتصاديات الدول سواء النامية أو المتطورة لذلك تتفق جميع الدول على ضرورة حل جميع المشاكل المتعلقة بهاته المؤسسات ومن ابرز مشاكلها هي مشكلة التمويل، حيث يعد تحقيق الشمول المالي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة أحد التحديات والأولويات الهامة للدول سواء المتقدمة أو النامية. قمنا بتقسيم هذا الفصل الى مبحثين المبحث الأول سنتناول فيه تجارب بعض الدول المتقدمة التي نجحت في دعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال إنشاء أسواق مالية خاصة بها سيكون ذلك من خلال إستعراض تجارب بعض الدول وهي فرنسا وانجلترا والصين، وفي المبحث الثاني سأستعرض تجارب بعض الدول النامية مثل مصر وتونس والجزائر، في مجال تطوير أسواق رأس المال للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، وأبرز التحديات والفرص التي تواجهها.

سأستند في دراستي إلى بعض الأبحاث والتقارير التي تناولت الموضوع وكذلك على المعلومات الصادرة من بورصات الدول المعنية، سأبحث في دور السوق المالي كآلية لتوفير التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة والعوائق التي تؤثر على ذلك، والإجراءات التي يمكن اتخاذها لتحسين حصولها على التمويل من السوق المالي.

## المبحث الأول : تجارب دول متقدمة

### تمهيد المبحث الأول:

تجارب الدول المتقدمة في دعم بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعكس التزام هذه الدول بتعزيز الاقتصاد القائم على الابتكار وتوفير فرص العمل وتعزيز النمو الاقتصادي تهدف هذه الجهود إلى تعزيز ريادة الأعمال وتحفيز الابتكار وتوفير الدعم المالي للشركات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مما يسهم في تعزيز الاقتصاد وتوفير فرص العمل.

## المطلب الأول : التجربة الفرنسية

من خلال السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بفتح رأسمالها على مساهمين وشركاء جدد ، وذلك بإصدار وبيع الأسهم بأشكالها القانونية المعروفة ، أصبحت السوق الثانية الفرنسية الملجأ الرئيسي للعديد من تلك المؤسسات الفرنسية وحتى الأجنبية للحصول على التمويل الذي تحتاجه . إذ ارتفع عدد الشركات المسجلة في السوق الثانية من 45 شركة سنة 1983 إلى 372 شركة سنة 1999. والجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات المسجلة في السوق الثانية :

جدول 2 : تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الثانية الفرنسية

السنوات	الشركات الفرنسية	الشركات الأجنبية	السنوات	الشركات الفرنسية	الشركات الأجنبية
1983	43	3	1994	265	3
1984	72	3	1995	266	3
1985	127	4	1996	280	3
1986	180	5	1997	307	1
1987	258	5	1998	364	4
1988	286	4	1999	367	5
1989	298	5	2000	347	7
1990	295	5	2001	340	7
1991	288	4	2002	319	6
1992	271	5	2003	315	5
1993	254	3			

المصدر : التقارير السنوية [www.euronext.com](http://www.euronext.com)

وتجدر الإشارة إلى أن الشركات الجيدة المقيدة في السوق الثانية ، والتي تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى يتم نقلها لهذه الأخيرة ، لذلك تعتبر السوق الثانية بمثابة المرحلة الانتقالية فالمؤسسات تسجل أولاً في السوق الثانية وإذا أثبتت قدرتها على الاستمرار وتحقيق النمو تنتقل إلى السوق الأولى ، وهذا ما يفسر الانخفاض في عدد الشركات خلال بعض السنوات . ولم تتوقف السوق الثانية في جذب المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل ، حيث عرفت سنة 1999 تسجيل دخول 34 شركة جديدة ، حيث بلغت قيمة إصداراتها 457 مليون أورو ، وخلال سنة 2000 تم تسجيل 18 شركة بحجم إصدار معتبر قدر بـ 871.48 مليون أورو .

ويعزى هذا التطور الملحوظ في استقطاب المزيد من الشركات إلى الجهود المبذولة من قبل سلطات البورصة الفرنسية لترقية السوق الثانية والمساهمة في تنمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة . ومن أجل تحسين أداء وسيولة هذه الأخيرة وتوفير فرص تمويلية جديدة ، شرع في تطبيق بعض الإصلاحات ابتداء من جانفي 2005 ، والتي من بينها :

تطوير وترقية أداء الوسطاء الناشطين في السوق الثانية ، وذلك بتشكيل فريق يكلف بعمليات التحليل المالي ، التسويق وبيع إصدارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة . كما أصبح بإمكان الوسطاء ذوي الكفاءة الحصول على شهادة خبرة في الأوراق المالية متوسطة الأجل ، من قبل Euronext ، والتي تعمل على متابعة الوسطاء ودعمهم ببرامج تسويقية خاصة<sup>29</sup>.

إطلاق تشكيلة جديدة من المؤشرات المتوسطة والمتمثلة في :

- مؤشر CAC Mid 100 ويضم 100 ورقة مالية لشركات يتراوح رأسمالها ما بين 250 مليون و 4 ملايين أورو .
- مؤشر CAC small 90 ويضم 90 ورقة مالية لشركات يقل رأسمالها عن 250 مليون أورو .
- مؤشر CAC Mid & small 190 ويجمع بين المؤشرين السابقين .

## 1 : تجربة ALTERNEXT

تم إنشائها من طرف يوروناكست في 17 ماي 2005 من أجل إدراج وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تخضع لقواعد قيد أقل تقييدا مع حد أدنى من الحماية ، حيث أن الشركة التي ترغب في الدخول إلى هذه البورصة وتطرح في السوق ما لا يقل عن 2.5 مليون أورو من الأوراق المالية ، وهو رقم أقل بكثير من الحد المطلوب في السوق الرئيسية يوروناكست ، التي تشترط 15 مليون أورو في المتوسط ، وهذا من أجل توفير حد أدنى من حركية أوراق المؤسسة في البورصة . كما يجب عليها تقديم كشوفها المحاسبية لسنتين سابقتين لسنة طلب الإدراج ، ومع ذلك فهي ليست ملزمة بتقديمها وفقا للمعايير الدولية للمحاسبة على عكس المؤسسات التي تطلب الإدراج في البورصة الرئيسية للإتحاد الأوروبي ، التي يشترط منها تقديمها وفقا لهذه المعايير ولمدة ثلاثة سنوات ماضية . كما يشترط لها تقديم قائمة المؤسسات الراعية ، والتي تضم متخصصين ماليين يرافقون الشركة خلال عملية الإدراج ، تتولى القيام بمهمتين الأولى تتمثل في تقديم النصائح والمساعدة خلال عملية الإكتتاب ، ثم في السنوات الأولى من بدء التداول ( سنتين على الأقل ) ، تتمثل مهمتها في دعم الشركة خلال حياتها في البورصة . وبالنسبة لقواعد الإفصاح المالي فخلقا للشركات المدرجة بالبورصة الرئيسية يوروناكست ، الشركات المدرجة في التراناكست ليست ملزمة بتقديم نشرة تفصيلية عن حساباتها ، إلا أنها ملزمة بتقديم الحسابات السداسية . حسب آخر تقرير صادر فإنه توجد بالأسواق البقيلة 184 شركة بقيمة سوقية 8,325 مليار أورو ، ما يمثل نسبة 0,32 % من القيمة السوقية للشركات المدرجة بالسوق الرئيسية ( 898 ) يوروناكست شركة التي تبلغ قيمتها 2592 مليار أورو<sup>30</sup> .

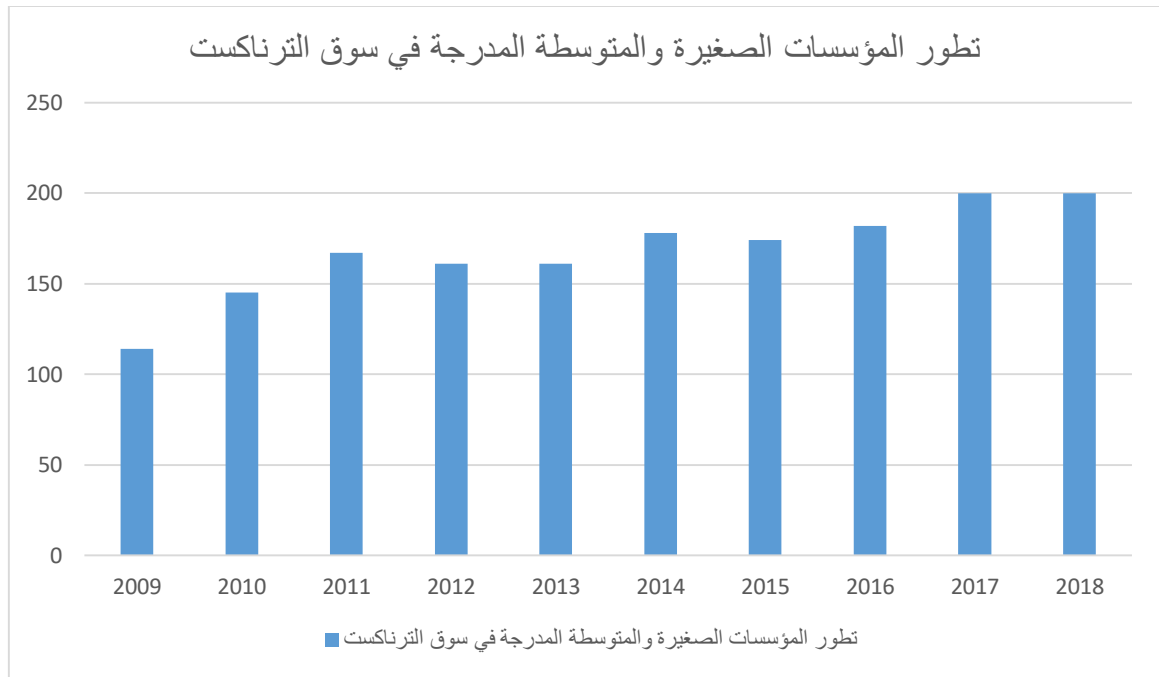
<sup>29</sup>جبار محفوظ ، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :دراسة حالة فرنسا ، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 6 العدد 1 ، 2016 ، ص ص49-51

<sup>30</sup>ملیكة صديقي، عبد القادر بوسبع ، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة الأسواق المالية البديلة : التجارب الدولية والعربية ، 2018 ، ص ص 20-21

## 2 : تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق المالية الفرنسية :

في 11 ماي 2017 اي بعد سنتين من تأسيس سوق الترنكست ، بلغ عدد المؤسسات الصغيرة المدرجة حوالي 90 مؤسسة حيث وصلت رسملة السوق إلى حوالي 8,4 مليار أورو ، مما أبرز هذا السوق كسوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لنجاحه ، ثم فتح فروع أخرى في كل من بروكسل وأمستردام والشكل الموالي يبين تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة ألترانكست خلال السنوات الأخيرة:

### الشكل 3 : تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق Alternext



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير واحصائيات موقع البورصة الالكتروني [www.euronext.com](http://www.euronext.com) في 2023/02/12

الشكل يوضح كيف تطور عدد الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق على مر السنين. في 2009، كان هناك حوالي 114 شركة في هذه السوق، ثم زادت إلى 145 شركة في 2010 وإلى 167 شركة في 2011. في 2012، حدث انخفاض في عدد الشركات المدرجة ووصل إلى 163 شركة، وذلك بسبب انتقال بعض الشركات إلى السوق الرئيسية بشكل إلزامي بعد أن استوفت شروط ومعايير الانضمام إليها، وفقا لما نص عليه قانون تنظيم البورصة. كما نرى أن عدد الشركات المدرجة في هذه السوق ارتفع إلى حوالي 178 شركة في 2014 وإلى حوالي 182 شركة في 2016 وأخيرا إلى 200 شركة في 2018، مما يبين أهمية هذه السوق في تمويل احتياجات تلك الشركات.

لم أتمكن من العثور على قائمة كاملة بالشركات المدرجة في Alternext Paris للأعوام بعد 2018، وذلك بسبب تحول Alternext الى Euronext Growth منذ عام 2017 وهو اسمها الجديد.

## المطلب الثاني : التجربة الانجليزية

منذ عام 1995 تم إطلاق أسواق الاستثمار البديلة (Alternate Investment markets) إختصارا AIM، والتي رسخت مكانتها كشركة رائدة في السوق الموجهة خصيصا لمساعدة الشركات المتنامية إلى الحصول على رأس المال من السوق العام ، تشمل AIM حتى عام 2015 الشركات العاملة في أكثر من 100 دولة ، و 40 قطاعا مختلفا وبقيمة سوقية مجتمعة تزيد عن 70 مليار جنيه إسترليني . انضمت أكثر من 3500 شركة إلى AIM في تاريخها الذي يمتد لعشرين عاما 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. 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<sup>31</sup>.

### 1 : مراحل الاكتتاب العام للشركات في بورصة AIM :

إن إعداد ما قبل الاكتتاب الأولى 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 داخليا تركز المرحلة الثالثة على طرح السوق لقياس الشهية للشركة وإنشاء نطاق التقييم الأولى . من الناحية المثالية ، خلال هذه المرحلة ستقوم الشركة بتحديد ما يسميه المستثمرون "

<sup>31</sup>إسماعيل صاري، بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية مستحدثة للتمويل، مجلة التواصل، المجلد 27 عدد 01، جوان

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 ، متبوعا بإعداد وثيقة القبول وتوحد 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 عالمية 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<sup>32</sup>.

## 2 : بورصة AIM بالأرقام<sup>33</sup> :

- في عام 1995 ، تم إطلاق AIM مع عشر شركات بقيمة 82 مليون جنيه إسترليني AIM واليوم هي موطن لحوالي 852 شركة بقيمة سوقية إجمالية تبلغ حوالي 135 مليار جنيه إسترليني.
- منذ عام 1995 ، جمعت 3,988 شركة أكثر من 130 مليار جنيه إسترليني على AIM.
- في عام 2021 ، قدمت AIM أكثر من نصف التمويل في سوق النمو الأوروبي.
- يقع المقر الرئيسي لحوالي ثلث شركات AIM الآن خارج المملكة المتحدة.

بعد تحقيق النمو المطلوب من الشركات في بورصة AIM بإمكانها التنقل الى السوق الرئيسي (بورصة لندن) وهذا جدول يوضح عدد الشركات التي إنتقلت من بورصة AIM الى البورصة الرئيسية :

جدول 3: عدد المؤسسات المنقلة من بورصة AIM الى السوق الرئيسي حسب السنوات :

السنوات	عدد الشركات التي انتقلت من AIM الى السوق الرئيسي
2008	11
2009	9
2010	9
2011	9
2012	3

<sup>32</sup>إسماعيل صاري، مرجع سبق ذكره، ص ص295-296

<sup>33</sup>الموقع الرسمي لبورصة لندن [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

0	2013
4	2014
6	2015
6	2016
4	2017
4	2018

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على الموقع الرسمي لبورصة لندن في 2023/06/10

من خلال الجدول نلاحظ أنه وخلال 11 سنة من 2008 الى 2018 تمكنت 65 مؤسسة من الانتقال من بورصة AIM الى السوق الرئيسي لبورصة لندن وهذا ما يبين أن هاته المؤسسات تمكنت من تحقيق النمو الكافي الذي يجعلها تستطيع الادراج في السوق الرئيسي ، وهذا ما يعكس الدور الذي تلعبه بورصة AIM والنجاح الكبير في تحقيق أهداف انشائها.

### المطلب الثالث : التجربة اليابانية

سنغافورة واليابان والصين، ثلاث دول آسيوية نموذجاً للتجارب الدولية الناجحة، بدأ انطلاقة اقتصادية قوية في أوقات زمنية متقاربة منذ خمسينيات القرن الماضي، إعتقاداً علي المشاريع الصغيرة والمتوسطة ومتناهية الصغر، ليسطروا نماذج وتجارب عالمية يحتذى بها في التغلب علي مشاكل الفقر والبطالة.

تعتبر اليابان واحدة من الدول المتقدمة التي وضعت خططا و سياسات إستراتيجية تهدف إلى تنمية و تطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة، كما أن النمو الاقتصادي الذي حدث في اليابان كان له الأثر الأكبر على تنمية و تطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة فيها، حيث دفع هذا النمو الاقتصادي المتسارع هناك بأن أوكلت الشركات كبيرة الحجم للشركات الصغرى والمتوسطة صناعة جزء كبير من المنتجات التي تحتاجها، الأمر الذي أدى إلى توفير فرص عمل للمشاريع الصغرى والمتوسطة<sup>34</sup>.

تشكل المشاريع الصغيرة والمتوسطة في اليابان من ناحية الحجم 99.7% من مجموع المشاريع، وتوظف ما يقرب من 70% من القوى العاملة المحلية، لذلك تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأساس الإقتصادي لليابان<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> علي أبو بكر نور الدين، سالمة محمد أبو قرين، تجارب دولية في مجال تنمية وتطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة، مجلة دراسات الأقتصاد والأعمال، العدد الأول، يونيو، 2018، ص84

<sup>35</sup> محسن زوييدة ، بن الزين حمزا ، بن علال بلقاسم ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية لتحقيق التنمية المستدامة: استعراض التجربة اليابانية، مجلة مينا للدراسات الاقتصادية، المجلد 01 /العدد 02، جوان 2018، ص62

## 1 : وضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأدوارها في اليابان :

تتلخص فيما يلي :

- تمثل نسبة 99.7 % من جميع المؤسسات و 70 % من الموظفين وأكثر من 50 % من قيمة القيمة المضافة ( في الصناعة التحويلية ) في اليابان ، حيث تشكل الشركات الصغيرة والمتوسطة العمود الفقري للاقتصاد الياباني .
- بدأت الشركات الكبيرة في اليابان مثل تويوتا وهوندا وسوني في الأصل كشركات عائلية صغيرة، كما يعزز تنشيط الشركات الصغيرة والمتوسطة المنافسة في السوق الياباني ويشكل القوة الدافعة في خلق صناعات جديدة وتحويل الهيكل الصناعي.
- تتألف معظم المنتجات اليابانية من أجزاء ينتجها مقاولون من الباطن من الشركات الصغيرة والمتوسطة ، وبالتالي فإن موثوقية المنتجات اليابانية مدعومة بالقوة الكامنة للشركات الصغيرة والمتوسطة .
- تستند الاقتصاديات المحلية إلى أنشطة الشركات الصغيرة والمتوسطة وخاصة تلك المشاركة في صناعة الخدمات ، وقطاع التجزئة ، وصناعة البناء والتشييد . وتؤدي المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم باليابان دورا رئيسيا في تنشيط الاقتصاد المحلي وزيادة فرص العمل<sup>36</sup>.

## 2: النتائج التي حققتها التجربة اليابانية في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

من النتائج التي حققتها التجربة اليابانية في مجال دعم وتطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة هي : بلغت نسبة تلك المشروعات إلى إجمالي عدد الشركات ( 99.7 % ) ، كما بلغت نسبة العاملين بها ( 70.2 % ) ، ونسبة مساهمتها في قيمة الصادرات ( 51.1 % ) ، بينما نسبة القيمة المضافة الناتجة عن تلك المشروعات بلغت ( 53.8 % ) . بالرغم من المساهمة الإيجابية للمشروعات الصغرى والمتوسطة اليابانية إلا أنها أدت إلى انخفاض مؤشر تأسيس المشروعات الجديدة إلى ( 3.1 % ) خلال الفترة ما بين ( 1999-2001 ) ، بعد أن كان ( 5.9 % ) خلال الفترة ما بين ( 1975-1978 ) ، وارتفاع مؤشر إغلاق المشروعات القائمة إلى ( 4.5 % ) خلال الفترة ( 1999-2001 ) ، بعد أن كان ( 3.8 % ) خلال الفترة ( 1975-1978 ) ، يدلان على مواجهة تلك المشروعات بعض المشاكل والمعوقات التي تؤثر سلبا على أدائها ودورها في دعم الاقتصاد الياباني<sup>37</sup>.

بلغت استثمارات رأس المال المغامر اليابانية نروتها في عام 2007 بقيمة 193 مليار ين ياباني، وانخفضت بنسبة 29.5% وبنسبة 36% إضافية في عامي 2008 و2009 على التوالي. وقد تعافت الاستثمارات الإجمالية في عامي

<sup>36</sup> مرجع سابق ،ص63

<sup>37</sup> علي أبو بكر نور الدين ، سالمه محمد أبو قرين ، مرجع سبق ذكره، ص 84

2010 و2011، لكنها انخفضت مرة أخرى في عام 2012. وفي عام 2013، بلغت استثمارات رأس المال المغامر 181 مليار ين ياباني، وبذلك اقتربت من مستويات ما قبل الأزمة. وشهد عام 2014 انخفاضا مرة أخرى بنسبة 35% مقارنة بالعام السابق، لكن الحجم تعافى مرة أخرى، وزاد من سنة إلى أخرى وتضاعف تقريبا بين عامي 2014 و2019 ليصل إلى 289 مليار ين ياباني.

أصبحت الاستثمارات في مرحلة البذور والمراحل المبكرة أكثر أهمية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مجال رأس المال المغامر. ففي عام 2009، شكلت الاستثمارات في مرحلة البذور والمراحل المبكرة 32.5% من إجمالي استثمارات رأس المال المغامر. وقد ازدادت هذه النسبة بشكل كبير منذ ذلك الحين وبلغت 73.7% في عام 2019. أما الاستثمارات في مرحلة التوسع والمراحل اللاحقة فشكّلت 26.3% فقط من استثمارات رأس المال المغامر في عام 2019. وهذا الانعكاس في تكوين استثمارات رأس المال المغامر هو مؤشر على نظام بدء التشغيل الحيوي والتمتامي في اليابان<sup>38</sup>.

## خلاصة المبحث الأول:

أظهرت لنا التجارب المذكورة مدى تركيز الدول المتقدمة على دعم قطاع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة وهذا للاهمية البالغة التي تتوفر عليها، وكيف ساهمت في تطوير البورصات الرئيسية وكذا المؤسسات في تلك الدول.

## المبحث الثاني : تجارب دول نامية

### تمهيد المبحث الثاني:

كان للدول النامية أيضا تجارب ناجحة في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالي وهو ما ينبغي على الدول الأخرى الاقتداء به ودراسة هاته التجارب ومحاولة تطبيقها في الاقتصاديات المحلية.

## المطلب الأول : التجربة المصرية

تتمحور التجربة المصرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال بورصة أنشأتها خاصة بهذه المؤسسات والتي سميت ببورصة النيل، حيث تأسست هذه الأخيرة كجزء من البورصة المصرية، فهي ليست سوق منفصلة، وتستهدف الشركات الصغيرة والمتوسطة سريعة النمو، من مختلف القطاعات، مع تسهيل القيد، عن طريق وضع متطلبات وإجراءات القيد بشكل أبسط من البورصة الرئيسية وتشجيعها على القيد في البورصة.

### 1 : ماهي بورصة النيل؟

بورصة النيل هي سوق داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية مخصص لقيد وتداول الشركات الواعدة متوسطة وصغيرة الحجم تم تفعيلها في 3/6/2010 لتوفير التمويل اللازم لهم للتوسع والنمو وبما يسمح برفع قدرتهم 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. تعتبر بورصة النيل هي أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للشركات المتوسطة والصغيرة، حيث تتوفر بورصة النيل فرص التمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعدة من كافة القطاعات بما في ذلك الشركات العائلية<sup>39</sup>.

وتمثل بورصة النيل سوق للشركات المتوسطة والصغيرة داخل البورصة المصرية ، يتيح هذا السوق التمويل اللازم لتلك الشركات لمساعدتها على التوسع والنمو وبالرغم من أهمية ذلك القطاع من الشركات للاقتصاد القومي وامتلاكها لإمكانيات عالية للنجاح والنمو فإن مساهمتها في النمو الاقتصادي والتكوين الرأسمالي يعتبر محدود نظرا لما تواجهه من معوقات في جانب التمويل لذا فإن بورصة النيل توفر إمكانيات وفرص غير محدودة للتمويل والتوسع<sup>40</sup> .

### 2 : أهمية بورصة النيل للشركات الصغيرة و المتوسطة و مزايا التحول لشركة مساهمة

في ظل المتغيرات والمستجدات الاقتصادية ، فإنه من الطبيعي أن تتعرض الشركات وخاصة العائلية الصغيرة منها أو المتوسطة لمخاطر جدية تهدد كيانها واستمراريتها أجلاً أو عاجلاً ولذلك أصبح من الضروري العمل على تطوير الشركات المتوسطة والصغيرة من خلال تحولها الى شركات مساهمة عامة ومقيدة في البورصة مما يرفع من قدرتها

<sup>39</sup>مسعود صديقي ،خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الرابع 2011 ، ص115

<sup>40</sup> مرجع سابق ، ص ص1-2

على مواجهة التحديات الأساسية التي تنجم عن هذه المتغيرات . وكذلك حمايتها من التعثر والانهيار بالاضافة الى المزايا الأخرى التي توفرها بورصة النيل والتي يمكن تلخيصها في الآتي :<sup>41</sup>

- الحصول على تمويل طويل الأجل لتنمية وتطوير أعمال الشركة عن طريق زيادة رأسمالها أو طرح جزء من أسهمها للاكتتاب . .

- وضع أقوى أمام العملاء والموردين والبنوك.

- تحديد قيمة عادلة للشركة وحمايتها من التفتت في الأجيال القادمة

- حماية حقوق الشركاء وتسهيل عملية خروجهم من الشركة في حالة رغبتهم وبالقيمة العادلة

- تسهيل عمليات اندماج الشركات الصغيرة واتحادها لتكوين كيانات أكثر تنافسية

### 3 : التسهيلات المقدمة للقيد ببورصة النيل

في حالة رغبة الشركة في القيد ببورصة النيل . فإنها تحصل على العديد من المزايا وياجراءات وشروط أسهل من السوق الرئيسي<sup>42</sup>

1- قواعد قيد أكثر مرونة : توفر قواعد القيد ببورصة النيل شروط ميسرة للقيد مقارنة بالسوق الرئيسي

2- قواعد إفصاح ميسرة : للتيسير على الشركات المتوسطة والصغيرة فقد تم إعفائهم من بعد شروط الإفصاح التي لا تخل بسلامة السوق وأمنه .

3- قواعد مساعدة وتأهيل الشركات في عملية القيد وطرح الأسهم .

4- وجود رعاية معتمدون يؤهلون الشركات للقيد في البورصة بالتنسيق مع قطاع الشركات المقيدة بالبورصة كما يساعدون في عملية طرح الأسهم للاكتتاب .

5 - تكلفة أقل للقيد : تم تخفيض تكلفة القيد للشركات المتوسطة والصغيرة بحيث لا تزيد عن 2 في الألف من رأس مال الشركة المقيدة.

<sup>41</sup> مرجع سابق ، ص2

<sup>42</sup>الموقع الرسمي للبورصة المصرية، كتيب تعليمي منشور في الموقع الرسمي للبورصة المصرية بعنوان بورصة النيل فرصتك للنمو، يوم 2018/09/04 ص ص2-3

#### 4 : معلومات عن بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المصرية

بتاريخ 2023/06/21 وحسب الموقع الرسمي للبورصة المصرية فإنه توجد 29 مؤسسة مدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ إنشائها وعتبر مؤسسة " فتنس برايم للاندية الصحية " اخر شركة تم ادراجها بتاريخ 2023/03/29 ، تنشط المؤسسات المدرجة في هاته السوق في مختلف المجالات<sup>43</sup> ويمكن تصنيف مجال نشاطها في الجدول التالي:

جدول 4: تقسيم الشركات المدرجة في سوق نيلاكس المصرية حسب طبيعة النشاط

القطاع	عدد الشركات
أغذية و مشروبات و تبغ	3
اتصالات و اعلام و تكنولوجيا المعلومات	2
تجارة و موزعون	3
خدمات النقل والشحن	1
خدمات مالية غير مصرفية	1
خدمات و منتجات صناعية وسيارات	3
رعاية صحية و ادوية	1
سياحة وترفيه	2
عقارات	4
مقاولات و إنشاءات هندسية	4
مواد البناء	3
موارد أساسية	2

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الموقع الرسمي للبورصة المصرية

<http://egyptsmes.com.eg/ar/sme/listedcompanies> في 2023/06/21 الساعة 15:55

#### المطلب الثاني : التجربة التونسية

إن تداخل الاقتصاديات العالمية وعولمة الاقتصاد قد حفز السلطات التونسية على مساندة تلك التحولات وذلك من خلال تطوير النظام المالي والتحول لرفع نصيب السوق المالية في تكوين إجمالي رأس المال الثابت بأكثر من 25 بالمئة وفي هذا الإطار قامت الحكومة التونسية بالعديد من الإصلاحات قصد تطوير وتنشيط بورصة تونس لتقوم

<sup>43</sup>موقع البورصة المصرية الالكتروني <http://egyptsmes.com.eg/ar/sme/listedcompanies> في 2023/06/21 الساعة 15:55

بتمويل الاقتصاد الوطني وتجديد الادخار الوطني والأجنبي في خدمة التنمية، الأمر الذي أدى إلى إنشاء سوق مالية بديلة موجهة لدعم تمويل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## 1 : إنشاء السوق البديلة في تونس:

أعلنت السلطات الحكومية في يوم 04 ديسمبر 2007 عن إنشاء سوق للأوراق المالية على مستوى بورصة تونس موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والشركات التي تكون بصدد التكوين والتي لديها آفاق واعدة بهدف تنشيط وزيادة استثمارتها، وذلك من أجل الوصول لتحقيق الهدف الرئيسي للدولة والمتمثل في خلق 70000 مؤسسة و210000 منصب شغل جديد، إذ يعتبر تنفيذ هذه المبادرة مستوحى من التجربة الفرنسية في هذا المجال وذلك إنطلاقا من إنشاء Alternext في ماي 2005 المخصصة لهذا النوع من المؤسسات، حيث كلفت حينها وزارة الصناعة والتكنولوجيا التونسية مجلس السوق المالية CMF بإعداد برنامج تجريبي لمساعدة بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المعنية ببرنامج إعادة التأهيل الحصول على التمويل عن طريق سوق رأس المال، وقد اختارت اللجنة المكلفة بهذا البرنامج 61 مؤسسة صغيرة ومتوسطة لإعدادها للدخول في هذه السوق البديلة.

تتميز السوق البديلة التونسية بتنظيم خاص بالمقارنة مع السوق المالية الرئيسية سواء من حيث المتدخلين الأساسيين أو من حيث أنظمة تسعير أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في هذه السوق<sup>44</sup>.

## 2 : امتيازات السوق البديلة التونسية

نظرا لأن تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتطلب إمكانيات تمويلية متنوعة تسمح لها بتحقيق التطور الذي شهده الاقتصاد التونسي، عملت السوق المالية البديلة على تقديم امتيازات عديدة لهذا النوع من المؤسسات نذكر من أهمها:<sup>45</sup>

- تنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تعبئة موارد إضافية
- تعزيز البنية التمويلية والاستفادة من مزايا التوجه من اقتصاديات الاستدانة إلى اقتصاديات أسواق المال
- إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق تدعيم الأموال الذاتية والتقليل من حجم الديون
- الأشهار والتعريف بالمؤسسات المدرجة من خلال عمليات التسعير اليومي لأسهما والتقييم المستمر لها
- اعتماد سياسات الحكم الراشد وتحسين الوعي الاستثماري لدى أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- ضمان استمرارية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتسهيل عمليات الانتقال بالنسبة للشركات العائلية المغلقة.

<sup>44</sup> سماح طلحي، نسرين عوام، بعلول نوفل، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 31- عدد 2 -، جوان 2020، ص 515

<sup>45</sup> la de Rapport( :bourse de Tunis, www.bvmt.com.tn, consulté le : 17/07/2019)

### 3 : الامتيازات المالية والضريبية :

تستفيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة أو الراغبة في الإدراج في السوق البديلة التونسية من العديد من الحوافز المالية والضريبية والتي تتمثل أساسا في السنوية تشجيع المؤسسات الصناعية الداخلة ضمن برنامج إعادة التأهيل بالتسجيل في سوق القيم المنقولة وذلك عن طريق تكفل صندوق تطوير المؤسسات والتنافسية الصناعية (FODEC) بـ 70% من مصاريف إصدار الأسهم عند سقف لا يتجاوز 30000 دينار تونسي و التخفيض في نسبة الضرائب على دخل الشركات إلى 20% بالنسبة للمؤسسات المدرجة ابتداء من 5 سنوات والتي تعمل ضمن إطار قانون تحفيز المستثمرين لمدة سنة الإدراج، وذلك شريطة فتح رأس مالها بنسبة لا تقل عن 30% للاكتتاب العام قبل سنة 2014 و إعفاء القيمة الزائدة المحققة عند الإدراج<sup>46</sup> .

### 4 : شروط الإدراج في السوق البديلة التونسية :

تتميز شروط دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى هذه السوق بسهولة أكثر ومرونة أكبر من تلك الخاصة بالسوق الرئيسية المخصصة للمؤسسات الكبيرة. حيث تحدد بورصة تونس للقيم المنقولة شروط الإدراج في السوق البديلة على النحو التالي ( Sahnoun, 2009, p-p :92-93):

- فتح ما لا يقل عن 10% من رأس المال الخاص للمؤسسة للاكتتاب العام
- نشر القوائم والحسابات مالية للمؤسسة مصادق عليها للسنتين الأخيرتين
- تقديم تقرير خاص بتقييم أصول المؤسسة
- الالتزام باحترام جميع قواعد الإفصاح المالي الدوري والمستمر، حيث تلتزم المؤسسات المدرجة بنشر جميع البيانات المحاسبية والمالية المدققة السنوية والسادسية فضلا عن نشر مؤشرات النشاط الفصلية، كما يجب أن لا تتأخر عن نشر أي معلومة من المحتمل أن يكون لها تأثير على أسعار أسهمها.
- إعداد تقرير من طرف مجلس إدارة المؤسسة حول المعلومات والميزانيات التقديرية لمدة خمس سنوات من النشاط وذلك تحت إشراف محافظ حسابات معتمد.
- وجوب امتلاك المؤسسة آفاق واعدة للنمو في المستقبل وخطة عمل ناجحة وواضحة المعالم، بالإضافة إلى ضرورة توفرها على نظم تسييرية، معلوماتية ورقابية كفؤة وفعالة كالتدقيق الداخلي ومراقبة التسيير... إلخ
- التزام الشركة الراعية بتقديم كل العناية المهنية المستوجبة منها للمؤسسة طوال فترة إدراجها في السوق البديلة .
- وبعد دراسة الملف وقبول إدراج المؤسسة في السوق البديلة يتم نشر بيان القبول مؤشر عليه من قبل مجلس السوق المالية CMF

<sup>46</sup> مرجع سابق ، ص ص517-518

إن الامتيازات العديدة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق البديلة تضمن لها نجاح مسار أسهمها طوال فترة الإدراج لئتم تحويلها فيما بعد إلى السوق الرئيسية، الأمر الذي يمكن اعتبار بمثابة تنويع يزيد من تدعيم صورة المؤسسة وسمعتها ويفتح لها الأبواب أمام تحقيق طموحاتها في النمو والتطور عن طريق قنوات التمويل المباشر من السوق المالية<sup>47</sup>.

#### 5 : أهمية السوق البديلة التونسية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال 2013 - 2017 :

الفترة قبيل الانطلاق الرسمي لفعاليات السوق البديلة التونسية الموجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبرت 17 مؤسسة صغيرة ومتوسطة عن رغبتها في أن تكون جزءا من هذه السوق من أجل الاستفادة من مزايا التمويل المباشر عن طريق السوق المالية، وتجسدت الإنطلاقة الرسمية للسوق البديلة التونسية من خلال إدراج أسهم مؤسسة SOPAT سنة 2007، هذه الأخيرة التي قامت بالتحضير للانتقال إلى السوق الرئيسية بعد عامين من إدراجها لئتم ذلك فعلا سنة 2011. لتنتهي سنة 2017 بتسجيل 13 مؤسسة صغيرة ومتوسطة مدرجة بالسوق البديلة التونسية<sup>48</sup>.

#### 6 : تطور أداء السوق البديلة التونسية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة بها:

استمر تطور حجم ونشاط السوق البديلة منذ إنشائها سنة 2007 وذلك بمعدل إدراج مؤسسة واحدة كل سنة، حيث استمر تطور حجم ونشاط السوق البديلة في نفس الاتجاه خاصة سنتي 2013 و2014 التي عرفتا إدراج 08 مؤسسات صغيرة ومتوسطة، كما شهدت ارتفاع حجم المعاملات وكذا زيادة عدد الأسهم المصدرة وتضاعف قيمة الصفقات المنجزة، لتنتهي سنة 2017 بتسجيل 13 مؤسسة. والجدول الإحصائية التالية تبين مدى تطور نشاط وحجم السوق البديلة التونسية خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى غاية 2017.

إن مؤسسة Carthage CIMENT تحتل مكانة هامة إذ تعتبر من بين العشر المؤسسات الأكثر نجاحا ونشاطا في بورصة تونس سواء من حيث الأسهم الأكثر حيوية أو من ناحية رؤوس الأموال الأكثر تداولاً. تتيها مؤسسة Lines Air Syphax العاملة في مجال الطيران إضافة إلى مؤسسة AMS التي تعتبر من المؤسسات التونسية الرائدة في مجال تصنيع وتسويق التجهيزات الصحية والمنزلية وكذا المنتجات المصنوعة من الخزف والزجاج<sup>49</sup>.

مرجع سابق، ص 518-519

،مرجع سابق ، ص 519

<sup>49</sup> مرجع سابق ، ص 520-521

## المطلب الثالث : التجربة الجزائرية

في سبيل ترقية ودعم المحيط المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، قامت الحكومة الجزائرية ، إلى جانب سيا للنصوص التشريعية والقواعد المتضمنة في السياسة الاقتصادية وقوانين المالية ، وإلى جانب التمويل البنكي ها ، تم إنشاء هيئات توليلية ( كناك، أنساج وأونجام ) واستحداث مجموعة من البرامج والآليات الداعمة لتلبية احتياجات هذه المؤسسات ، ولكن رغم ذلك ونظرا للخصوصيات التي يتميز بها قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإن مشكلة التمويل تبقى المشكلة الأولى التي تواجهها هذه المؤسسات في الجزائر ويعود ذلك إلى :

- تردد البنوك في تقديم القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، لأنها تراها هشة كون منحها قرض يعتبر مخاطرة كبيرة نتيجة لعدم ثقتها في دراسات الجدوى التي تقدمها هذه المؤسسات ، ورغم أن أسعار الفائدة المسجلة في السنوات الماضية عرفت انخفاضا ملحوظا خلال 1998 ، إلا أنها تبقى مرتفعة نسبيا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

- غياب ثقافة السوق المالي في الجزائر ، وهذا ما جعل منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعمل وفقا لنماذج التسيير التقليدي وبموارد ضئيلة ، ما صعب عليها الأمر فمن جهة لا يمكنها اللجوء إلى السوق المالي ، ومن جهة أخرى البنوك التي تصعب عليها الأمر من خلال كثرة الضمانات لمنحه القرض، ولأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقوم بدور فعال وحيوي من خلال دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، كان لابد من إيجاد حلول لها ، ومن بين هذه الحلول كان فتح صحن لها في بورصة الجزائر ( سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ) للاستفادة من التمويل المباشر ، والذي يمكن اعتباره بمثابة الحصة الأولى لإنشاء بورصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر<sup>50</sup>.

### 1 : نشأة السوق المالية الثانية في الجزائر:

تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 يناير 2012 ، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالظام العام لبورصة القيم المنقولة ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطالقتها مصداً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم<sup>51</sup>.

### 2 : تعريف السوق المالية الثانية في الجزائر:

<sup>50</sup>ريحان الشريف ، بومود إيمان، مداخلة بعنوان بورصة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحدث مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة، ملتقى بعنوان تسليط الضوء على فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، جامعة باجي مختار عنابة، ص11

<sup>51</sup> ليندة عكاش، سماح طلحي، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر ، 2017 ، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، ص89

هي سوق مخصصة لتمويل احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يدعي المتعهد بالترقية في البورصة والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق<sup>52</sup>.

### 3 : شروط الإدراج في السوق المالية الثانية الجزائرية :

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيةها ، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها ، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن :

أن تكون قد نشرت كشوقها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين ولم تصبح شروط الاستفادة والرأس مال الأدنى مطروحة ؛ أن تقوم بفتح رأس مالها في مستوى أدناه 10% ، في أجل أقصاه يوم دخولها ، ويمكن أن يتم ذلك من خلال رفع رأس المال أو من خلال العرض العلني للبيع أو من خلال التوظيف الذي يسبق التسعير . توزيع سنداتهما إما على خمسين ( 50 ) مساهما واما على ثلاثة ( 3 ) مستثمرين من المؤسسات يمثلون على الأقل نسبة 10% من الرأس مال.

وفي النهاية ، تعيين متعهد بالترقية في البورصة تتمثل مهمته في تقديم المشورة للشركة ومرافقتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية<sup>53</sup>.

### 4 : الإجراءات المتخذة للنهوض ببورصة الأوراق المالية في الجزائر:

لقد شهدت بورصة الجزائر مجموعة من التعديلات منذ سنة 2012 أين تم إعادة النظر في تنظيمها وهيكلتها من خلال إنشاء ثلاثة تكتلات منها سوق رئيسية مخصصة للمؤسسات الكبرى وسوق أخرى مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وسوق ثالثة مخصصة للتفاوض في السندات المثيلة للخزينة ، كما تم تخفيف بشكل معتبر " من شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة.

ويمكن تلخيص أهم الاجراءات المتخذة في النقاط التالية :

- إقامة قنوات اتصال ، وبيئة تعامل كفاء تستهدف إيضاح جدوى الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تأسيس نظام لصانعي السوق لتوفير السيولة في السوق الثانوية .
- وضع دليل يوضح أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الجديد .

<sup>52</sup> [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) 2023/01/30 الساعة 21:55

<sup>53</sup> التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010، ص19

- العمل على تخفيض رسوم التعامل والمقاصة .

- عمل موقع على الانترنت لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ينطوي على كل المعلومات المتعلقة بالسوق الجديد .

- تحديد الرعاة المعتمدين : بحيث يتم قيد الأوراق المالية المصدرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال سعي المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الراغبة في قيد أوراقها المالية أن تتعاقد مع أحد الرعاة المعتمدين من هيئة سوق المال ويكون الراعي مسؤولاً عن معاونة المؤسسة في مرحلة قيد أوراقها المالية كما يتولى المسؤولين متابعة التزام المؤسسة بقواعد ومعايير القيد والسهر في مرحلة إصدار السندات وإعداد عملية الإدراج و الإفصاح على أن يستمر التزام الراعي لمدة لا تقل عن خمس سنوات من تاريخ القيد .

- تنظيم ندوات وأيام دراسية من أجل كسب معركة تحسيس المتعاملين الإقتصاديين تتقدمهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- العمل على تغيير الذهنيات السائدة حول صورة بورصة الجزائر وتكريس ثقافة التعامل مع البورصة.

وهذا ما بدأ يتحقق فعلا في بداية 2015 ، أين يتوقع إنضمام ثمانية ( 08 ) مؤسسات عمومية كبرى على رأسها شركة موبيليس وكوسيدار وكذلك القرض الشعبي الجزائري بفضل الأحكام التي تضمنها قانون المالية 2014 ، الذي يخصص مزايا وتحفيزات جبائية مغرية على الأرباح لفائدة المؤسسات التي تتعامل مع البورصة .

- تغيير إستراتيجية البورصة من خلال عدم التركيز فقط على المؤسسات الكبيرة ، بل التوجه نحو نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الأخذ بعين الاعتبار سقف رأسمالها و كذا سنوات العمل والخبرة والأرباح المحققة ونسب النمو التي حققتها .

- اعتماد الشراكة كعمل اقتصادي هام يعزز الساحة الاقتصادية لبلادنا ، ويمنح الثقة لمستثمرين آخرين على الالتحاق بركب المؤسسات ، لأنه في الوقت الحالي البنوك من يمول البورصة وهناك العديد من المتعاملين الإقتصاديين والمؤسسات ليست لديهم رغبة في الالتحاق بالبورصة ، وبالتالي تهيئة مناخ مستقطب لجذب أكبر عدد من المستثمرين والشركات من مختلف النشاطات ، هذا من جهة ومن جهة أخرى ، فإن دخول أي شركة للبورصة يحفز الشركات الأجنبية على تقديم عروض شراكة ، على اعتبار أن دخول المؤسسة للبورصة يؤكد صحتها المالية واستمرارية نموها وتحققها للأرباح واعتمادها للمعايير ، ولا يخفى على أحد أن قوة البورصة لا تقاس برأسمالها وإنما بقوة نشاطها وحركيتها وهذا ما يجب أن تلعبه المؤسسة الاقتصادية العمومية والخاصة كون الهدف الجوهري يكمن في تكثيف الجهود للرفع من نسبة نمو الاقتصاد الوطني ، ولا يغفل أن ارتفاع عدد الملتحقين من المؤسسات من شأنه أن يرفع من رأسمال البورصة ، علماً أن مردودية الأسهم في بورصة الجزائر جد معتبر ومشجع للجمهور الواسع للتقدم والإقبال على الاستثمار

- أبرام اتفاقيتين الأولى مع بورصة باريس ، فيها تم التركيز على الاستفادة من الخبرة الأجنبية لتطوير قدرات الإطارات وكذا المتدخلين والمتعاملين في البورصة ، والاتفاقية الثانية وقعت مع البورصة التونسية للاستفادة من تجربتهم لتحسين أداء بورصة الجزائر خاصة الظروف والمناخ مناسب ويتشابه مع الجزائر<sup>54</sup>.

## 5 : أساليب جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمستثمرين لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة<sup>55</sup>:

أساليب جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

تتلخص أهم تلك الأساليب فيما يلي :

- جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات معدلات النمو المرتفعة من خلال البنوك ومؤسسات راس 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 إيصال جدوى الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

- تأسيس نظام لاصناعي 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 .

## 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

<sup>54</sup>زرموت خالد ، يوسف دبوب، مرجع سبق ذكره، ص ص142-144

<sup>55</sup>إسماعيل صاري، مرجع سبق ذكره ، ص293

لعملية الإدراج والتي تعد مرتفعة نسبيا مع رأس مالها المطلوب ، وبالإضافة إلى التحدي المتمثل في التكاليف تذكر أهم العراقيل الأخرى<sup>56</sup> :

- 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
- يكون المستثمرون أقل رغبة في الاستثمار في هذه الشركات لعدم وجود معلومات كافية عنها أو لحداتها .
- ضعف خبرتها في كيفية التعامل في سوق الأوراق المالية .
- ضعف الثقافة المصرفية والمالية في الجزائر .
- عدم رغبة العديد من الشركات في تحقيق متطلبات الاقصاء والشفافية وشروط القيد المتبعة في السوق . ويمكن أن تشير 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 .

#### 7 : تطور تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر :

مع بداية سنة 2001 ومع صدور القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي وضع الإطار القانوني لتنظيم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر والعمل على تشجيع إنشائها وتطويرها ، كانت البداية الحقيقية لهذا القطاع لما كان له من دور رئيسي في السياسات الاقتصادية المتبعة وقد شهدت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ سنة 2001 تطورا ملحوظا وهذا ما سيتم توضيحه من خلال الجدول التالي :

جدول 5 : تطور تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للفترة من 2010 إلى 2023 في الجزائر :

السنة	عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
2010	619072
2011	659309

<sup>56</sup> مرجع سابق ، ص 294

711832	2012
777816	2013
852053	2014
934569	2015
1022621	2016
1074503	2017
1093170	2018
1171945	2019
1209491	2020
1267220	2021
1320664	2022
1359803	2023

المصدر : من اعداد الطالب بالإعتماد على النشرات الإحصائية لوزارة الصناعة والإنتاج الصيدلاني

يبين الجدول تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للفترة 2010 إلى 2023 ، من خلال الجدول يتضح أن تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يشهد تزايد مستمر سنة بعد سنة حيث أنه خلال هذه الفترة تم إنشاء 740731 مؤسسة أي ارتفاع بنسبة % 119.65 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جديدة وهذا راجع للاهتمام المتزايد بهذا القطاع.

## خلاصة المبحث الثاني:

لاقت للتجربة التونسية والمصرية نجاحا في مجال تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالي عكس التجربة الجزائرية التي لم تشهد هذا النجاح ويمكن أن يكون هذا راجع لعدة أمور كالعراقيل الإدارية مثلا، لذلك يجب الاستفادة من هاتين الدولتين في الاقتصاد المحلي.

## ملخص الفصل الثاني :

تبين لنا من خلال هذا الفصل أن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالي يعتبر حلاً مهماً لتجاوز مشكلة النقص في التمويل بالاستدانة والتي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية والمتقدمة، حيث تلعب السوق المالية الثانية دوراً إيجابياً في تحسين محيط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير فرص تمويلية جديدة وتحفيز الابتكار والنمو.

الجزائر تواجه تحديات كبيرة في تطوير سوق رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة رغم ما قدمته الدولة من تسهيلات وجهود لتحسين هذا السوق إلا أنه يبقى محدود جداً ويحتاج إلى تطوير وتنشيط، فالسوق المالي الجزائري يعاني من ضعف كبير من حيث الشركات المدرجة وانخفاض السيولة والتداول وكذلك غياب الشفافية، لذلك يجب على الحكومة والمؤسسات المعنية اتخاذ إجراءات لتشجيع وتسهيل دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالي وتشجيع المستثمرين على الإستثمار في هذا السوق.

# الخاتمة

## الخاتمة :

في ختام الدراسة نجد أن هذا الموضوع يحظى بأهمية كبيرة سواء في الدول النامية أو المتطورة حيث تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عموداً فقرياً للاقتصاد المحلي ومحركاً للنمو الاقتصادي وتوفير فرص العمل، ونجد أن الدول النامية تواجه مشاكل أكثر في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة نظراً لعدم توافر الإمكانيات والموارد اللازمة لدعمها، بينما تتميز الدول المتطورة بالبنية التحتية المالية والمؤسسات المالية المتنوعة التي تسهل عملية تمويل هذه المؤسسات بشتى الطرق المتوفرة ومنها طريقة التمويل بالبورصة .

من خلال النظر إلى تجارب الدول النامية، نرى أن هناك بعض النماذج التي يمكن إعتبرها ناجحة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال السوق المالية مثل التجربة التونسية والمصرية والتي يمكن تطبيقها في بقية الدول النامية التي تتشابه طبيعة إقتصاداتها مع هاتين الدولتين.

من الجانب الجزائري، يواجه قطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة تحديات كبيرة فيما يتعلق بتمويلها، فعلى الرغم من توافر بعض الآليات والبرامج الحكومية التي تهدف إلى دعم هذه المؤسسات، إلا أنها تواجه عدة صعوبات، وبالتالي يحتاج القطاع إلى جهود مستمرة من الحكومة والقطاع المصرفي لتفعيل السوق المالي الخاص باهته المؤسسات والذي لم يشهد أي إنضمام لأي مؤسسة صغيرة أو متوسطة.

## إختبار الفرضيات :

**فرضية 1 :** تسهم السوق المالية البديلة في تحسين قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الحصول على التمويل اللازم لتطوير أنشطتها وزيادة تنافسيتها، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

**فرضية 2 :** تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من صعوبات في الالتحاق بالسوق المالية الرئيسية بسبب شروط الإدراج الصارمة والإجراءات المكلفة والطويلة، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

**فرضية 3 :** هناك نماذج ناجحة للدول النامية في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالطرق الغير تقليدية مثل التجربة التونسية والمصرية يمكن للدول الأخرى الإعتماد عليها، ولكن تجارب الدول المتقدمة كانت أكثر فعالية ونجاحا، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.

**فرضية 4 :** تعاني السوق المالية الجزائرية من ضعف وانعدام النشاط، لذلك تحتاج إلى إصلاحات وتحفيزات على مستوى التشريعات والضرائب والإجراءات والتوعوية لجذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الإدراج فيها وتفعيل دورها في التمويل، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

## النتائج :

- لا يوجد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بل يختلف من دولة لأخرى حسب طبيعة الاقتصاد القائم في هاته الدولة ومدى تقدمه.
- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل العصب الرئيسي في إقتصاديات الدول المتقدمة وفي جميع المجالات الإقتصادية.
- للسوق المالي أهمية بالغة للدولة والمؤسسات وكدى المستثمرين الراغبين في تنمية ثروتهم.
- ضرورة تنوع مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا الطرق الغير تقليدية.
- السوق البديل سمح للدول المتقدمة بتطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكدى إستثمار رؤوس الأموال ما أثر إيجابا على إقتصاد الدولة.
- توجد نماذج ناجحة للسوق البديلة في الدول النامية والتي ينبغي على بقية الدول كالجائر دراستها والاستفادة منها في إقتصادياتها.

## توصيات البحث :

- يجب الإهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وجعلها العصب الرئيسي في إقتصاد الدولة خصوصا المؤسسات المنتجة والخالقة للثروة.
- ضرورة الإهتمام بالسوق المالي وتنشيطه بأي ثمن سواء السوق الرئيسي أو الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- يجب الإعتماد على التجارب الناجحة للدول في مجال الاسواق المالية، خصوصا التي تتشابه ظروفها الإقتصادية مع ظروف إقتصاد البلد.
- ضرورة إبتكار طرق جديدة وإستعمال التكنولوجيا الحديثة كالذكاء الإصطناعي لتسهيل عمل الأسواق المالية وتسهيل العملية لكل من المؤسسات وكدى اصحاب رؤوس الأموال المستثمرين في السوق المالي.
- يجب نشر ثقافة المقاولاتية والتمويل عن طريق السوق المالي وكدى تعريف أصحاب المؤسسات وأيضا المواطنين العاديين بأهمية البورصة ودورها وطرق الإستثمار فيها.

## افاق الدراسة :

بما أن موضوع بحثنا يعتبر كحلقة تكمل البحوث والدراسات السابقة، تبين لنا أن هناك عدة جوانب تستحق الدراسة وأن تكون إشكالية بحوث جديدة، منها دراسة مدى أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإعتماد طرق وصيغ تستغل التكنولوجيا الحديثة، أو دراسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق منصات التمويل الجماعي.

## قائمة المراجع :

### 1-المراجع باللغة العربية :

#### الكتب :

- 1) أحمد سعد، الاسواق المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار نشر "دار الفارابي"، صدر عام 2020
- 2) ارشد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازوري العلمية، 2011،
- 3) حيدر حسين ال طعمة، الاسواق المالية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، سلسلة كراسات استراتيجية، العراق، 2014،
- 4) خبابة عبد الله ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة دار الجامعة الجديدة ، 2013
- 5) عبد الله خبابة ،المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة ، طبعة 2013 ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2013
- 6) عبدالله النفيسي ، أسواق المال: مفاهيم وتطبيقات ، الطبعة الأولى، دار المنهل للنشر والتوزيع، صدر في عام 2018
- 7) الهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي ، المركز القومي للإصدارات القانونية ، 2013
- 8) هايل عبد المولى طشطوش ، المشروعات الصغيرة ودورها في التنمية ، ط2012 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن، 2012

#### الأطروحات والمذكرات :

- 1) بلعابد عبد الرشيد، بوعلي عبد القادر، دور و أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عين تيموشنت، 2020-2021
- 2) ريجان الشريف، بومود إيمان، مداخلة بعنوان بورصة تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحدث مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة،ملتقى بعنوان تسليط الضوء على فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، جامعة باجي مختار -عنابة- ، 2013
- 3) عثمان لخلف، إدارة وتنظيم عمل السوق المالي - لمركز الجامعي لتتيازة معمر حمدي - جامعة الشلف، 2013.
- 4) فاديه بن بمقاسم، محمد رضا التميمي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر، شعبة الحقوق ، تخصص قانون أعمال، جامعة العربي بن مهدي - أم البواقي - كلية الحقوق والعلوم السياسية قسم الحقوق ، 2013-2014

- (5) كروش نورالدين ، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة بورصة الجزائر ، جامعة الدكتور يحيى فارس المدية
- (6) ليندة عكاش، سماح طلحي، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر ، تخصص علوم اقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2016-2017
- (7) مليكة صديقي، عبد القادر بوسبع ، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر البورصة الأسواق المالية البديلة : التجارب الدولية والعربية ، 2018
- (8) مهدي نادية، دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، كلية علوم اقتصادية ،جامعة أم البواقي ، 2021/2022
- (9) ودان بوعبدالله، مطبوعة بعنوان الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، كلية علوم اقتصادية ،جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم ، 2020-2021

#### المجلات والدوريات :

- (1) إسماعيل صاري، بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية مستحدثة للتمويل، مجلة التواصل، المجلد 27 عدد 01 جوان 2021
- (2) جبار محفوظ ، عمر عبده سامية، دورالسوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :دراسة حالة فرنسا ، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 6 العدد 1 عام 2016
- (3) زرموت خالد ، يوسف دبوب، سوق الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات إقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة
- (4) سامية عزيز ، مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كلية العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة - الجزائر، مجلة العلوم الانسانية العدد الثاني جوان 2011
- (5) سماح طلحي ، نسرين عوام ، بعلول نوفل ، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس، مجلة العلوم الانسانية ، المجلد -31 عدد 2 - جوان 2020
- (6) طالب سومية شاهيناز، جعدي شريفة، غزال مريم ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة استطلاعية- ، مجلة إيليزا للبحوث والدراسات ، المجلد 06/العدد: 02، 2021
- (7) علي أبو بكر نور الدين، سالمة محمد أبو قرين، تجارب دولية في مجال تنمية وتطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، العدد الأول، يونيو، 2015
- (8) محسن زوييدة، بن الزين حمزا، بن علال بلقاسم ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية لتحقيق التنمية المستدامة :استعراض التجربة اليابانية، مجلة مينا للدراسات الاقتصادية، المجلد 01 /العدد 02( جوان 2018 )

- (9) محمد حولي ،خالد ادريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة - نموذج بورصة النيل المصرية و بورصة ألتراناكست الفرنسي- ، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي -جامعة المسيلة- ، العدد 02 -سبتمبر 2017
- (10) مسعود صديقي ،خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الرابع 2011
- (11) مولاي أمينة، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد السابع العدد الأول جوان 2020
- (12) نعيم محمد علي، محمد صلاح الدين فاروق. "التحليل الاقتصادي للأسواق المالية: دراسة نظرية وتطبيقية." مجلة الاقتصاد والتنمية 19، رقم 1 (2017)
- (13) ياسر عبد الرحمان، براشن عماد الدين، قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الواقع والتحديات، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة الجزائر، العدد 03، 2018

#### التقارير :

- (1) التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر ، 2010،
- (2) مقال بعنوان الشمول المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى صادر عن صندوق النقد الدولي في فبراير 2019.

#### 2-المراجع باللغة الأجنبية :

- (1) عبد العزيز محمد عبد الصالح ، أندرو وورثينغتون، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استعراض للأدبيات، من جامعة غريفيث في أستراليا ، مجلة International Journal of Business and Management، 2013.

#### 3-مراجع الأنترنت :

- (1) الجريدة الرسمية، 2017
- (2) الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني(PCBS)

- (3) منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، [/https://www.oecd-ilibrary.org](https://www.oecd-ilibrary.org) ، تمويل المؤسسات الصغيرة وريادي الأعمال 2022
- (4) موقع البورصة الالكتروني [www.euronext.com](http://www.euronext.com) في 2023/02/12
- (5) الموقع الرسمي لبورصة لندن [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)
- (6) الموقع الرسمي للبورصة المصرية ، 2018/09/04 ، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
- (8) <https://www.unescwa.org/> ، الاسكوا ، الامم المتحدة
- (9) rapport annuel, [www.euronext.com](http://www.euronext.com)
- (10) bourse de Tunis, [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn), consulté le : 17/05/2023