

جامعة ابن خلدون - تيارت -
كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

أهمية إدراج المؤسسات الصغيرة و

المتوسطة في بورصة الجزائر

مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: علوم مالية

الأستاذ المشرف:

د. عية عبد الرحمان

من إعداد الطالبتين:

رزمي سعاد

حمدي خديجة

نوقشت و أوجيزت علنا بتاريخ.....

السنة الجامعية: 2014 - 2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

قال الله تعالى:

[فَأَذْكُرُونِي أَذْكُرْكُمْ وَأَشْكُرُوا لِي وَلَا تَكْفُرُونِ]

لك الحمد ربنا يامن مننت علينا بنعمت العلم ويسرت لنا سبله ويسرت لنا من

يعيننا على تحصيله وعلمتنا ما لم نكن نعلم

فالحمد لله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل

وعملا بقول رسول الله صلى الله عليه وسلم:

[من لم يشكر الناس لم يشكر الله]

ثم الصلاة والسلام على خير المعلمين سيد الخلق أجمعين.....

نتوجه بالشكر الجزيل إلى:

الوالدين الكريمين اللذين كان لهما الفضل الكبير في مسارنا الدراسي

وسيرا على خطى الشاعر الذي قال:

قم للمعلم وفيه التبجيل كاد المعلم أن يكون رسولا

ووفاء لأهل الوفاء واعترافا بالفضل الجميل نتقدم بالشكر الجزيل الى الأستاذ المشرف "عية

عبد الرحمان" الذي لم يدخر جهدا في مساعدتنا ولم ييخل علينا بعطائه و توجيهاته في

سبيل اتمام هذه المذكرة ، كمايتنازع في أنفسنا شكرو وتقدير لكل من جعلهم الله عوننا لنا

فغمورنا بكل معاني العون ولو بكلمة طيبة كما لاننسى أن نوجه شكرنا الى الأساتذة

الكرام "مداني بن شهرة"، "بن صوشة ثامر" و "عدة عابد" وكل أساتذة جامعة ابن

خلدون

المحتويات

المحتويات

كلمة شكر .

الفهرس .

المقدمة العامة .

الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

7	تمهيد
8	المبحث الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
8	المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وخصائصها
14	المطلب الثاني: أهمية ودور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في التنمية الاقتصادية
17	المطلب الثالث: تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
19	المبحث الثاني: مصادر وأساليب ومعوقات تمويل المؤسسات الصغير والمتوسطة
19	المطلب الأول: مصادر تمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة
22	المطلب الثاني: أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
25	المطلب الثالث: معوقات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
26	المبحث الثالث : واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر.....
27	المطلب الأول: تطور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر
28	المطلب الثاني: آلية الدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
	المطلب الثالث:العراقيل التي تواجه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر والحلول المقترحة لها
32	.....
34	خلاصة الفصل

الفصل الثاني:السوق المالي و البورصة.

38	تمهيد
38	المبحث الأول: تقديم السوق المالية.....

38	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وخصائصها
40	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية وعوامل إنجاحها
43	المطلب الثالث: تقسيمات السوق المالية
47	المبحث الثاني: مفاهيم حول البورصة
47	المطلب الأول: مفهوم البورصة وأهميتها
49	المطلب الثاني: وظائف وعمليات البورصة
54	المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة
62	المبحث الثالث: كفاءة و مؤشرات البورصة و مخاطرها
62	المطلب الأول: فرضية كفاءة البورصة
66	المطلب الثاني: مؤشرات البورصة
74	المطلب الثالث: مخاطر البورصة
78	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

80	تمهيد
81	المبحث الأول: واقع بورصة الجزائر
81	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر
85	المطلب الثاني: تنظيم بورصة الجزائر
93	المطلب الثالث: إجراءات قبول المؤسسات ببورصة الجزائر
98	المبحث الثاني: دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر
99	المطلب الأول: عملية الإدراج في بورصة الجزائر
102	المطلب الثاني: شروط و مزايا إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بورصة الجزائر
105	المطلب الثالث : تكاليف دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر

المبحث الثالث: العراقيل التي منعت دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر و آليات تشجيعها.....	107
المطلب الأول: العراقيل التي منعت دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر	107
المطلب الثاني: آليات تشجيع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للدخول إلى بورصة الجزائر	111
خلاصة الفصل.....	112
الخاتمة العامة	114

قائمة الجداول

قائمة المراجع

الملخص

المقدمة العامة

1-توطئة للموضوع:

تلعب المؤسسات المتوسطة و الصغيرة في مختلف دول العالم دورا كبيرا في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية خاصة لما توفره من مناصب شغل ة تساهم في تحقيق الثروة و الدخل وعلى الرغم من انتشار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كافة دول العالم إلا أن مفهوم هذه المؤسسات مازال يثير جدلا كبيرا يتعذر معه تحديد تعريف محدد متفق عليه بها لأن هذه المؤسسات تختلف خصائصها الاقتصادية و التقنية و التنظيمية حسب نوع النشاط و مرحلة النمو التي تمر بها فما يعتبر مؤسسة صغيرة في قطاع الصناعة قد يصنف مؤسسة متوسطة كبيرة أو متوسطة في قطاع الخدمات و ما يعتبر مؤسسة صغيرة في دول متقدمة يعتبر مؤسسة في دول نامية

إن قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ما يزال دون المستوى المطلوب كما أنه في حاجة إلى إصلاحات جذرية وبالتالي تحسين واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و ضمان آفاق واعدة حيث أنها بنسبة عالية في امتصاص البطالة.

فرغم مرور أكثر من عشرية على الانفتاح الاقتصادي إلا أن موضوع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لازال في طور التأسيس و من بين تلك التحديات نجد مشكلة التمويل حيث نجد أن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر تعاني مشكل الندرة في مصادر التمويل و حتى تنمو و تتقدم فهي بحاجة إلى المال لتغطية الاختلالات المؤقتة للصندوق و لتحقيق تمويل استثماراتها و دور استغلالها، فمن القدم كان التمويل هن طريق الوساطة المالية للجهاز المصرفي أين لعبت البنوك و المؤسسات المختصة في منح القروض دورا أساسيا في تمويل المؤسسة و الاقتصاد بصفة عامة و اعتبر النظام البنكي آنذاك أساس قيام اقتصاد السوق و نظرا لضغوط التكاليف المرتفعة للنظام السابق الذي خضعت له المؤسسة له المؤسسة من جهة و السعي وراء بلوغ التوظيف الأكبر مرد ودية.

اتجه تمويل الاقتصاد نحو الأسواق المالية و هذا التطوير يعد أكثر تأمينا حيث أننا نجد أنه في كثير من المؤسسات ليس بإمكان المساهمين فيها مساهمة الدائمة قصد توسيع المؤسسة و تطويرها و بالتالي يصبح الانضمام إلى البورصة الطريقة الفعالة لدوام مستقبل المؤسسة و زيادة تطويرها.

2- طرح الإشكالية:

في هذا الصدد و نظرا لمكانة مشكل عدم دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى البورصة و باعتبار أن النظرة السائدة تعد البورصة حكرا على المؤسسات الكبيرة تصل إلى أبراز معالم إشكالية بحثنا التي نحاول تناولها وفق سياق نظري تحليلي من خلال الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى إشكالية دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر؟

- و نظرا لكون الدخول إلى البورصة يعتبر من القرارات المالية و باعتبار خصوصية تلك المؤسسات و عدم توفرها على الشروط التي تضعها الأسواق المالية و لمعالجة و تحليل هذه الإشكالية نقوم بطرح و الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية.

1- ما هو الدور الذي تلعبه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و ما مدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية؟

2- ما هو المصدر الرئيسي لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؟

3- ما هي محفزات دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر؟ و لماذا ترفض تلك المؤسسات الدخول؟

3- فرضيات البحث:

من خلال السؤال الجوهري و الأسئلة الفرعية المطروحة يمكن اختيار الفرضيات التالية:

- تؤدي المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول النامية و المتقدمة دورا هاما في تحقيق مناصب شغل و رفع إنتاجية العامل و تشجيع التجارة الخارجية.

- تعتبر البنوك التجارية الممول الأول و الرئيسي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق القروض.

- لقد تم تبسيط الإجراءات لتحفيز دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر غير أن هذه الأخيرة لم تستجيب نتيجة لانعدام عامل التوعية و الإعلام الاقتصادي.

4 - أسباب اختيار الموضوع:

من الأسباب الدافعة لاختيار موضوع البحث الذي يبين أيدينا و الذي عنوانه أهمية إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بورصة الجزائر نذكر ما يلي:

-قناعتنا الخاصة بما يمكن أن تلعبه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، إذ ما عمل المهتمين بها بإعطائها العناية الكافية و تقديم الدعم المناسب لها حتى تؤدي الذي تؤديه كما هو سائر في مختلف دول العالم.

-مكانة مشكل عدم دخولها البورصة الذي يعتبر أهم عائق أمام تطورها و نموها و حتى ضمان بقاءها بسبب الشروط التي وضعتها البورصة لها.

5-أهمية البحث:

تكمن أهمية بحثنا هذا في كونه يتعرض لأحد أهم المواضيع المطروحة اليوم على الساحة الاقتصادية و متداولة بين الباحثين و المفكرين و الاقتصاديين و مقرري السياسة التنموية في مختلف الدول خاصة في الوقت الراهن الذي يتسم بتحولات اقتصادية عميقة كان لها أثر واضح على أهمية و مكانة هذه المؤسسات في الحياة الاقتصادية و الاجتماعية.

-أدى نمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر و زيادة قدرتها لمواجهة المنافسة يظل مرتبط بمدى تجاوزها لمشاكل التمويل التي تظل المحدد الأساسي لقراراتها المتعلقة بالاستثمار و حتى صحتها المالية و قدرتها التنافسية لذلك جاءت هذه الدراسة لإظهار أثر الدخول للبورصة الذي يساعد في تمويل تلك المؤسسات.

-أهمية إنشاء أسواق لها شروط و قيود تتناسب و خصائص المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

6-أهداف البحث:

من بين الأهداف التي نسعى إلى تحقيقها من وراء القيام بهذا البحث، نذكر أهمها:
إبراز أهمية البورصة و الدور الذي يمكن أن تلعبه بتمويل القطاعات و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و ذلك من خلال تشجيع الاستثمار بهذا القطاع.

7-حدود الدراسة:

الحدود المكانية : ركزت الدراسة على تقديم السوق المالي

8- المنهج المستخدم:

نظرا لطبيعة موضوع الدراسة و للوصول إلى الأهداف المرجوة و الإحاطة بمختلف جوانبها تم المزج بين منهجين:

تنطلق الدراسة وفق المنهج الوصفي التحليلي في الفصلين الأول و الثاني كونهما يحتويان على معلومات عامة حول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و السوق المالي و آليات تداول الأوراق المالية فيه. كما تم الاعتماد في الفصل الثاني على المنهج الوصفي التحليلي الذي تلعبه المعلومات المالية و النصوص التشريعية و التنظيمية.

و كذا اعماد دراسة حالة في الفصل الثالث من خلال الوقوف على واقع بورصة الجزائر و كيفية إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

9- أدوات الدراسة السابقة:

فيما يخص الدراسات السابقة فقد تم الاعتماد على مجموعة من الأطروحات و المذكرات التي تم القيام بها في مجال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

بوكستاني رشيد: أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها و عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر خلال السنة الجامعية 2003 تناول فيها الباحث واقع الأسواق المالية العربية و المعوقات و المشاكل التي تواجهها و سبل تفعيلها.

خالد إدريس: فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة و هي عبارة عن أطروحة ماجستير في العلوم الاقتصادية بجامعة ورقلة خلال السنة الجامعية 2008 تناول فيها الباحث كيفية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة.

10- صعوبات البحث:

إن أي عملية بحث إلا و تعرضنا لبعض الصعوبات و المعوقات، و تتمثل الصعوبات التي واجهناها عند إعداد في ما يلي:

- نقص المراجع المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.
- عدم وجود دراسات سابقة تطرقت لهذا الموضوع في المكتبة.

11- خطة البحث:

بناء على الهدف و الفرضيات الموضوعة سابقا فإنه سيتم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول كل منها يحوي مجموعة من المباحث حيث يهتم الفصل الأول بدراسة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و ذلك بعرض مفاهيم مختلفة عن المؤسسات بالإضافة إلى ذكر أهم مصادر و أساليب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و كذا دراسة واقع هذه المؤسسات في الجزائر.

و يتضمن الفصل الثاني بدراسة السوق المالي و مفاهيم عامة حول البورصة.

أما في الفصل الثالث تم عرض نشأة بورصة الجزائر إلى جانب التطرق إلى الشروط الواجب توفرها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لدخولها البورصة و أهم المزايا التي تحققها و العراقيل التي واجهتها و منعها من الدخول إلى البورصة.

الفصل الأول

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تمهيد:

صارت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مكانة متميزة في الاقتصاديات الحديثة من خلال أهميتها البارزة في تنميتها الاقتصادية للدول باعتبارها مصدرا لتنمية الدخل وخلق فرص العمل ولقد أدركت الكثير من الدول هذه الأهمية، كما أنها أصبحت محل اهتمام الباحثين والمفكرين من أهل الاختصاص.

والجزائر كغيرها من الدول تعطي أهمية بالغة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة فلحقبة من الزمن ظل فيها التوجه المركزي والتسيير الإداري الأحادي مسيطرا على الحياة الاقتصادية الكبرى الأمر الذي أدى إلى تهميش المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، ومع تغيير طبيعة النظام الاقتصادي تم القيام بإصلاحات هيكلية حتمية لدخول اقتصاد السوق، وصدرت قوانين لتشجيع إنشاء المؤسسات صوم وتمكينها من الاستثمار في شتى المجالات الصناعية التجارية والخدمية... الخ.

وفي هذا سنحاول التطرق إلى مختلف الجوانب الخاصة بالمؤسسات صوم بصفة عامة والجزائر بصفة خاصة من خلال معالجة المحاور التالية :

- ماهية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
- مصادر وأساليب تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والمشاكل التي تواجهها.
- واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر.

المبحث الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يختلف تعريف ومفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دولة إلى أخرى وفقا للاختلاف إمكانياتها وظروفها الاقتصادية والاجتماعية مثل درجة التطور الاقتصادي وطبيعة مكونات وعوامل إنتاج الصناعي ونوعية الصناعات الحرفية التقليدية القائمة قبل الصناعات الحديثة والكثافة السكانية ومدى توفر القوى العاملة ودرجة تأهيلها والمستوى العام للأحور والدخل وغيرها من الجوانب الاقتصادية والاجتماعية التي تحدد ملامح وطبيعة الصناعات القائمة فيها كما يختلف التعريف وفقا للهدف منه وستتطرق من خلال هذا المبحث لمعالجة النقاط التالية:

- مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصائصها.
- أهمية ودور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في التنمية الاقتصادية .
- تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وخصائصها.

لقيت المؤسسات ص و م تطورا كبيرا واهتماما بالغا من طرف العديد من المنظمات العالمية والباحثين والاقتصاديين باعتبارها أفضل الوسائل التي تدفع إلى التطور الاقتصادي وذلك نظرا لتمييزها بسرعة إنشائها وخصائص أخرى نظرا للدور الفعال الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يشير مفهوم المؤسسات ص و م جدلا كبيرا بين الاقتصاديين ففي الحقيقة ليس هناك تعريفا واحدا للمؤسسات¹ ص و م يمكن أن يسرى على جميع المؤسسات وفي كل المناطق وتحت كل الظروف وذلك لأن الحكم على المؤسسة بكونها صغيرة أو متوسطة أو كبيرة تحكمها عدة ضوابط ومعايير.

أولا: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: هناك تعاريف متعددة للمؤسسات صوم وتشمل ما يلي:

1- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية : حسب قانون المؤسسات ص و م لعام 1953 الذي

نظم إدارة هذه المؤسسات التي يتم امتلاكها وإدارتها بطريقة مستقلة حيث لا يسيطر على مجال العمل الذي تنشط في نطاقه ولقد اعتمد على معيارين المبيعات وعدد العاملين لتحديد تعريف

أكثر تفصيلا فقد فلقد حدد القانون هذه المؤسسات كما يلي:

أ- مؤسسات الخدمات والتجارة بالتجزئة من 01 إلى 05 مليون دولار كمبيعات سنويا.

ب- مؤسسات التجارة بالجملة من 05 إلى 15 مليون دولار كمبيعات سنوية .

ج- المؤسسات الصناعية عدد العمال 250 عاملا أو أقل¹

2- تعريف اليابان: اعتمد اليابان في تعريفها حسب القانون الأساسي حول المؤسسات ص و م لعام² 1969 على معيارين ورأس المال واليد العاملة فهذه المؤسسات لا يتجاوز رأس مالها المستثمر 100 مليون ين ياباني ولا يتجاوز عدد عمالها 300 عامل أما التقسيم حسب القطاعات فنجد

أ- المؤسسات الصناعية والمنجمية وباقي الفروع رأس المال المستثمر أقل من 100 مليون ين ياباني ولا يفوق عدد عمالها 300 عامل.

ب- التجارة بالجملة رأس المال لا يفوق 30 مليون ين وعدد العمال أقل من 100 عامل.

ج- التجارة بالتجزئة والخدمات رأس المال لا يفوق 10 مليون ين وعدد العمال أقل من 50 عاملا

3- تعريف الاتحاد الأوروبي: وضع الاتحاد الأوروبي سنة 1996 للمؤسسات ص و م والذي كان موضوع الاتفاق بين جميع الدول للأعضاء حيث اعتمد في هذا التعريف علة معيار عدد العمال ورقم الأعمال ورأس المال كما يلي:

أ- مؤسسات صغيرة جدا من 01-09 عامل

ب- مؤسسات صغيرة: من 10 إلى 99 عامل

ج- مؤسسات متوسطة: من 100 إلى 499 عامل.

¹ خالد ادريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة، رسالة ماجستير، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، منشورة ، الجزائر، 2008، ص 26.

² يوسف حمدي، مستقبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل العولمة، رسالة دكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2002، ص 74 .

4- تعريف لجنة الأمم المتحدة لتنمية الصناعات: حيث تعرف المؤسسات ص و م من خلال معيار حجم العمالة حيث جاء أن المؤسسات الصغيرة تشغل من 15 إلى 19 عامل والمؤسسات المتوسطة من 20 إلى 99 عامل وتبقى الكبيرة تشغل أكثر من 100 عامل .

5- تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: يتلخص تعريف الجزائر للمؤسسات ص و م في القانون رقم 01-18 الصادر في ديسمبر 2001 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م والذي اعتمد في الجزائر على معيارين عدد العمال ورقم الأعمال حيث يحتوي هذا القانون في المادة الرابعة على تعريف مجمل للمؤسسات ص و م.

-المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تعرف مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة أنتاج السلع والخدمات وتشغل ما بين 1 و 250 عاملا ولا يتجاوز رغم أعمالها السنوي مليارا دينار أو لا يتجاوز مجموع¹ حصيلتها السنوية 500 مليون دينار،.

- المؤسسة المتوسطة: تعرف بأنها مؤسسة تشغل ما بين 50 و 250 عاملا وركون رقم أعمالها محصور بين 200 مليون دينار وملياري دينار أو يكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين 100 و 500 مليون دينار².

- المؤسسة الصغيرة: تعرف بأنها مؤسسة تشغل ما بين عامل و 9 عمال وتحقق رقم أعمال أقل من 20 مليون دينار أو لا يتجاوز حصيلتها السنوية 100 مليون دج³

والجدول يوضح كيفية تصنيف المشرع الجزائري للمؤسسات

¹ القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م رقم 01-18 صادر عن وزارة المؤسسات ص و م المادة 4 ص 7 .

² القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م رقم 01-18 صادر عن وزارة المؤسسات ص و م المادة 5 ص 7 .

³ القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م رقم 01-18 صادر عن وزارة المؤسسات ص و م المادة 6 ص 7 .

الجدول 1-1 تصنيف المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

المواصفات نوع المؤسسة	حجم العمالة	رأس المال	مجموع الأصول
مصغرة	] 10 -1]	أقل من 20 مليون دج	لا يتجاوز 10 ملايين دج
صغيرة	]50 -10]	أقل من 200 مليون دج	10-100 مليون دج
متوسطة	]250 -50]	200 مليون 2مليار دج	100-500 مليون دج

المصدر: القانون رقم 08/01 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجريدة الرسمية العدد 77.

ثانيا: معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

1-المعايير الكمية:

من أهم المعايير التي تعتمد في تحديد مفهوم المؤسسات ص و م نجد:

أ-معيار رأس المال: يعتبر هذا المعيار من أهم معايير التصنيف لأنه يعكس الطاقة الإنتاجية والاستثمارية إلا أنه يبقى مختلف من دولة لأخرى.

ب-معيار حجم الموجودات: أي ما تمتلكه المؤسسة من أصول ثابتة

ج-معيار رقم الأعمال: يستعمل لقياس مستوى نشاط المؤسسة وقدرتها التنافسية ويستعمل خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوربا.

د- معيار العمالية: ومن أكثر المعايير استعمالا وذلك:

1- بساطة الاستخدام والتطبيق.

2- سهولة الحصول على المعلومة.

3- الثبات النسبي.

هـ- معيار معامل رأس المال: هذا الأخير جاء للمزج بين معيار العمل ورأس المال لتفادي النقص الذي يمكن أن يسببه كل المعيارين لذا فهو يعتبر معيار مزدوج.

معيار معامل رأس المال يعبر عن لحجم من رأس المال (كمية الاستثمار) اللازمة لتوظيف وحدة واحدة من العمل¹.

2- المعايير النوعية

أ- قيمة المبيعات: هناك من يصنف هذا المعيار ضمن المعايير النوعية غير أنه كمي في قياسه ولكن نوعي في مدلوله، ذلك أن قيمة المبيعات وحجمها إنما يتحدد حسب السوق وكذا نوعية المنتج.

ب- المعيار القانوني: يتوقف شكل المؤسسة القانونية على طبيعة ورأس المال وكذا مصادره وحجمه فعادة ما تتخذ مؤسسات صغيرة والمتوسطة شكل المشاريع العائلية (شركات أشخاص) والشركات التضامنية أو الوكالات أو شركات التوصية بالأسهم ولكن عادة لا تكون في شكل شركة ذات أسهم.

ج- معيار الإدارة: (التنظيم) وتصنف المؤسسة إلى مؤسسة صغيرة أو متوسطة حسب هذا المعيار إذا توفرت فيها خاصيتين أو أكثر من الخصائص التالية:

1- الجمع بين الملكية والإدارة.

2- قلة عدد مالكي رأس المال.

3- ضيق نطاق العمل.

4 - صغر حجم الطاقة الإنتاجية.

5 - تحمل الطابع الشخصي بشكل كبير

د- معيار الاستقلالية: المؤسسة الصغيرة والمتوسطة هي التي تكون مستقلة أي أنها تملك على الأقل 50% من رأس مالها ولكن في بعض الدول قد تكون النسبة أقل من ذلك.

و- المعيار التكنولوجي: حسب هذا المعيار فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي تلك المؤسسات التي تستعمل أساليب إنتاجية بسيطة مقارنة مع المؤسسات الكبرى

¹ خبايا عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013، ص 13، ص 14، ص 15.

الفرع الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تتصف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالعديد من الخصائص والمزايا التي تميزها¹ عن المؤسسات الكبيرة وتجعلها أكثر ملائمة للحالة الاقتصادية لكل من الدول بل تكون أكثر ملائمة لطبيعة النشاط الاقتصادي ذات العلاقات التشابكية في قطاعات كيفية داخل الدول نفسها يمكن إجمال هذه الخصائص بالآتي

1- سهولة التأسيس:

تتميز هذه المؤسسات بانخفاض قسمة رأس المال المطلوب لتأسيسها وتشغيلها وبالتالي محدودية القروض اللازمة والمخاطر المنطوية مما يساعد على سهولة تأسيس وتشغيل مثل تلك الشركات أو المؤسسات ومن ثم أداة فعالة، لجذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في مجال الإنتاجي نظرا لبساطة وسهولة هيكلها الإداري.

2- استقلالية الإدارة ومرونتها:

تتركز إدارة معظم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في شخص مالكيها أو مالكيها لذلك فهي تتسم بالمرونة والاهتمام الشخصي من قبل أصحابها لتحقيق أفضل نجاح يمكن لها ويترتب على ذلك:

أ- بساطة التنظيم المستخدم وسهولة التزود بالاستشارات والخبرات الجديدة.

ب- انخفاض التكاليف الإدارية والتسويقية وكذلك انخفاض أجور العمال.

3- إتاحة فرص العمل:

بسبب استخدام أساليب إنتاج وتشغيل غير معقدة فإنها تساعد على توفير فرص عمل كبيرة كما تتيح التقارب والاحتكاك المباشر بين أصحابها والعاملين لديها .

4- القدرة على التكيف مع المتغيرات المستحدثة:

يؤدي إلى انخفاض التكاليف الفنون الإنتاجية وبساطتها ومرونة الإدارة والتشغيل إلى تسهيل عملية تكيف المنشآت الأعمال الصغيرة مع المتغيرات التحديث والنمو والتطور مما يتعلق بتلبية رغبات أذواق المستهلكين.

¹ ليث عبد الله القهيوي، بلال محمود الوادي، المشاريع الإدارية لصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2012، ص 19، ص 20، ص 21.

5- أداة التدريب الذاتي:

تعتبر هذه المؤسسات مراكز تدريبية ذاتية لأصحابها والعاملين بفائدتها ستهم أعمالهم بالاستمرار وتحملهم المسؤوليات مما يحقق اكتسابهم لمزيد من المعلومات والمعرفة والخبرات الأمر الذي تأهل لقيادة عمليات استثمارية في المستقبل.

6- ارتفاع جودة الإنتاج:

بالنظر بالاعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مجالات عمل متخصصة ومحددة فإنها إنتاجها سيتم بالدقة والجودة ذلك لأن عمل هذه المؤسسات يعتمد على المهارات الحرفية وتصميم الإنتاج وفقا لأذواق المستهلكين وتبدلاتها في المدى القصير مما يؤدي إلى زيادة حجم الربحية نتيجة زيادة حجم الأعمال والمبيعات.

7- غلبة الطابع المحلي:

تتبع هذه المؤسسات حاجات كل من المستهلك النهائي والمستهلك والوسيط المحلي ويحكمها في ذلك ما يلي: توجه هذه المؤسسات في الغالب سوقا محدودة إذ تلبي رغبات عدد محدود ومميز من المستهلكين مما يسمح بتغطية سريعة للسوق والتعرف على عادة وأنماط استهلاك. تقدم هذه المؤسسات سلعاً وخدمات لأصحاب الدخل المنخفضة والمتوسطة في أحجام وعبوات صغيرة لإشباع حاجاتهم بأسعار رخيصة .

8- تحقيق الانتشار الجغرافي للتوطن الصناعي:

تعتبر هذه المؤسسات وسيلة للانتشار التوطن الصناعي جغرافيا من خلال انتشار الجغرافي للمؤسسات الصناعية التي تسود فيها روح المنافسة.

9- قصر فترة الاسترداد لرأس المال المستثمر:

تتميز هذه المشاريع بالارتفاع معدل دوران البضاعة والمبيعات مما يمكنها من التغلب على طول فترة الاسترداد لرأس المال ويقلل بالتالي من مخاطر الاستثمار الفردي فيها¹

¹ ليث عبد الله القهيوي، بلال محمود الوادي، مرجع سبق ذكره، ص22.

المطلب الثاني: أهمية ودور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في التنمية الاقتصادية.

تلعب المؤسسات ص و م دورا مهما ورئيسيا في استراتيجيات الاقتصادية في معظم دول العالم غير أنها انتشرت انتشارا كبيرا لتمثل هذه المؤسسات فإن كانت اقتصاديات هذه الدول قد بلغت هذا المستوى من الأداء الاقتصادي هذا بفضل منظومتها الاستثمارية بكل أحجامها.

الفرع الأول: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وتتمثل أهمية هذه المؤسسات فيما يلي:

أولا: الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة :

- 1- تعتبر هذه المؤسسات الأكثر انتشارا وهي الأكثر استعابا بالعمالة، مما قد يشير إلى دور أكثر فعالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في امتصاص البطالة.
- 2- تساهم في زيادة معدل الإنتاج وتوفر المنافسة لصالح المستهلك وحمائته.
- 3- تكسب بعض المشروعات الصغيرة ثقة للأسواق الدولية مما يساهم في زيادة التصدير في تلك الدول ويعد على الدولة المصدر بالنفع الكبير.
- 4- للمؤسسات الصغيرة أهمية كبيرة عند التكامل مع المؤسسات الكبيرة حيث تعمل على تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.
- 5- تزويد ما تحتاجه المؤسسات الكبيرة لسد العجز لديها.
- 6- تساهم في تلبية الاحتياجات الأساسية غذاء وكساء ومنتجات كثيرة

ثانيا: الأهمية الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة :

- 1- للمؤسسات لصغيرة دورا اجتماعي يظهر في المشاركة الوطنية في التنمية الاقتصادية للدول لأن هذه المؤسسات يمكن أن تنمو بالاعتماد على رأس المال الوطني والمدخرات الوطنية وهذا يعني اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية ومن ثم تكوين مجتمع الوطنيين سواء حرفيين أو متعاملين قادرين على بناء مجتمعات صناعية جديدة.

- 2- تكوين نسق متكامل في أداء العمال.

- 3- تنمية القدرات الذاتية للأفراد حرفيين وصناع تقليديين على تسويق المنتجات داخليا وخارجيا.
- 4- تساهم في محاربة أنماط السلوك الاجتماعي غير لسوي يظهر في جلب الفئات التي تعاني من عدم توافر فرص العمل.
- 5- تساهم في تدعيم المرأة خصوصا الريفية حيث تستوجب هذه الصناعات عمالة من أعمال كثيرة الأمر الذي يحقق الاستغلال الأمثل للقوى العاملة من النساء¹

الفرع الثاني: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية:

نظرا للأهمية البالغة التي تحتلها هذه المؤسسات في اقتصاديات الدول فإن دورها يظهر بشكل جلي وواضح وأساسي ويمكن حصر هذا الدور في النقاط التالية:

أولا الدور الاقتصادي: وتتمثل فيما يلي:

1- تهمين قوة العمل:

من خلال استعمال تكنولوجيا قليلة، رأس المال، كثيفة العمل.

2- تعبئة الوارد المالية:

وذلك بجمع أموال مختلفة المصادر، إذ بإمكان هذه المؤسسات أن تنشأ من طرف العائلات والأسر وبالتالي تجمع تلك الأموال، أو كأن يقوم أحد الأشخاص أو العمال المهرة مع مجموعة من العاملين بتكوين وحدات إنتاجية بالاعتماد على مدخراتهم وبالتالي تشكيل طاقات إضافية، تمكنهم من إبراز كفاءتهم والمحافظة على استقلاليتهم المالية.

3- رفع إنتاجية العامل:

وذلك من خلال تجسيد نظام رقابي فعال وباستمرار لضمان السير الحسن للعمل وكذلك السيطرة على سير العمل نظرا لصغر حجم هذه المؤسسات.

¹ حري مخطارية، مكانة وأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القضاء على البطالة، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، كلية العلوم الانسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة ابن خلدون تيارت، غير منشورة، الجزائر، 2007، ص 71، ص 75.

4- خلق الناتج الخام الداخلي:

يمكن أن نلمسه من خلال مساهمة القطاع الخاص بيئة معينة من الإيرادات في الناتج الخام الداخلي.

5- ترقية التجارة الخارجية:

تقوم هذه لمؤسسات كغيرها من المؤسسات بجمع عمليات المبادلات التجارية من تصدير واستيراد.

6- توفير متطلبات السوق من السلع والخدمات:

وتوفير مستلزمات المؤسسات الكبرى بالمواد الأولية .

7- حماية الطابع الصناعي من منافسة المنتج المحلي:

في ظل التطورات الراهنة وأمام انفتاح الأسواق العالمية وتحرير التجارة ورفع الرقابة الجمركية وإلغاء الرسوم الجمركية أصبحت هناك منافسة خارجية للمنتوجات والتي تؤثر على المنتجات المحلية، لذلك فإن هذه تعمل على حماية منتجاتها عن طريق مراقبة الجودة والتحكم في التكاليف ومحاولة خلق ميزة التنافسية لمواجهة تلك المنافسة وبالتالي إذا استطاعت مواجهة فإنها بذلك تستطيع حماية المنتجات المحلية.

ثانيا الدور الاجتماعي:

تعمل هذه المؤسسات على تحقيق التوازن الجهوي وإحداث تطورت على المستوى الاجتماعي ويمكن حصر الدور الاجتماعي في النقاط التالية:

1- القضاء على البطالة من خلال توفير مناصب شغل.

2- الحد من ظاهرة النزوح الريفي من خلال إنشاء بعض المشاريع في المناطق الريفية أو النائية.

المطلب الثالث: تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تنقسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى عدة تصنيفات وهذا بسبب تنوع المجالات¹ والأنشطة التي تعمل من خلالها وفيها هذه المؤسسات ويمكن تلخيصها أهم الأشكال التي يمكن أن تكون عليها المؤسسات المتوسطة والصغيرة فيما يلي:

¹ نصر الدين بن نذير، الإبداع التكنولوجي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2002، ص 24 .

أولاً: تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أساس توجهها.

يمكن تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب توجهها إلى:

- 1- **المؤسسات العائلية:** وهي المؤسسات التي تتخذ من موضع إقامتها المنزل وتكون مكونة في الغالب من مساهمات أفراد العائلة ويشكلون في غالب الأحيان اليد العاملة وتقوم بإنتاج سلع تقليدية بكميات محدودة وفي البلدان المتطورة تكون بإنتاج جزء ن السلع لفائدة المصانع أي ما يعرف بالمقاولة.
- 2- **المؤسسات التقليدية:** هذا النوع من المؤسسات يعرف أو يقترب كثيرا إلى النوع السابق هذا لأن المؤسسات التقليدية تعتمد في الغالب على مساهمة العائلة وتنتج منتجات تقليدية ولكن ما يميزها عن النوع السابق هو أنها تكون في ورشات صغيرة ومستقلة عن المنزل وتعتمد على وسائل بسيطة وما يلاحظ على النوعين السابقين أنهما يعتمدان كثيرا على كثافة أكبر لعنصر العمل واستخدام ضعيف للتكنولوجيا المتطورة وكذلك تتم عملية التسويق ببساطة.
- 3- **المؤسسات المتطورة وشبه متطورة:** يتميز هذا النوع من المؤسسات عن النوعين السابقين باستخدامه لتقنيات وتكنولوجيا الصناعة الحديثة سواء من ناحية التوسع أو من ناحية التنظيم الجيد للعمل أو من ناحية إنتاج المنتجات منظمة مطابقة لمقاييس الصناعة الحديثة والحاجات العصرية.

ثانياً: تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على طبيعة الإنتاج:

يمكن تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال هذا المعيار إلى:

- 1- **مؤسسات إنتاج السلع الاستهلاكية:** ويرتكز نشاط هذه المؤسسات على التصنيع وبالتحديد تصنيع:
 - أ- المنتجات الغذائية.
 - ب- تحويل المنتجات الفلاحية .
 - ج- منتجات الجلود والأغذية والنسيج.

ويعود سبب تركزها على مثل هذه المنتجات بسبب طبيعة الخصائص التي تميزها المؤسسات المتوسطة والصغيرة ولكونها تعتمد على المواد الأولية المتفرقة والتقنيات الإنتاجية البسيطة واليد العاملة الكثيفة.

- 2- مؤسسات إنتاج السلع الوسيطة: يتركز هذا النوع من المؤسسات على مؤسسات
- أ- تحويل المعدات.
- ب- المؤسسات الميكانيكية والكهربائية.
- ج- صناعة مواد البناء.
- د- المحاجر والمناجم.

ويكون تركيز على مثل هذه الصناعات بسبب طلب المحلي على هذه المنتجات خاصة في ما يتعلق بمواد البناء.

- 3- مؤسسات إنتاج سلع التجهيز: إن أهم ما يميز هذه المؤسسات الأخرى هو احتياجات إلى الآلات والمعدات الضخمة التي تتمتع بالتكنولوجيا العالية والرأس المال الكثيف وهو ما لا ينطبق على المؤسسات المتوسطة والصغيرة ولا على خصائصها وإمكاناتها لذلك نجد أن مجال تدخل هذه المؤسسات ينحصر في بعض الأنشطة البسيطة مثل التركيب وصناعة بعض التجهيزات البسيطة في الدول المتقدمة وعمليات الصيانة والإصلاح وتركيب قطع الغيار المستوردة في البلدان النامية.

ثالثاً: تصنيف المؤسسات المتوسطة والصغيرة على أساس الشكل القانوني:

يصنف هذا النوع على أساس الشكل القانوني الذي تنسب إليه المؤسسة وهي:

- 1- التعاونيات: تعد الجمعيات التعاونية من المشاريع الاختيارية التي تؤمن من قبل مجموعة من العناصر البشرية بهدف تأمين احتياجات الأعضاء من الخدمات والسلع الضرورية بأقل تكلفة ممكنة.
- 2- المؤسسات العامة: هي المؤسسات التابعة لقطاع العام تمتاز بإمكانيات مالية ومادية كثيرة.
- 3- المؤسسات الخاصة: هي مؤسسات تخضع للقانون الخاص ويندرج تحتها صنفين أساسيين وهما المؤسسات الفردية والشراكة.

المبحث الثاني: مصادر وأساليب تمويل المؤسسات الصغير والمتوسطة والعراقيل التي تواجهها:

يعرف التمويل على أنه عملية تجميع مبالغ مالية وجعلها في حوزة المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة، وتتجلى الوظيفة المالية في الحصول على موارد مالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها على الاستخدامات

المختلفة ومراقبة تدفق الموارد المالية في عمليات المؤسسة والتمويل أهمية كبيرة في كل المؤسسات، فهو يحرك عجلة الإنتاج من سواء المنتجات أو الخدمات حيث يسمح بشراء مستلزمات الإنتاج من الأصول الثابتة والمتداولة. كما أن تعدد وتنوع مصادر التمويل واختلاف تكاليفها أصبح من الضروري على مسيري المؤسسات عند اتخاذ قرارات التمويل التفكير في جملة من المتغيرات التي تتحكم وتحدد تلك المصادر وستتطرق في هذا المبحث لدراسة النقاط التالية:

- مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
- أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
- معوقات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

المطلب الأول: مصادر تمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة.

ليس هناك من شك في أن جميع المؤسسات على مختلف مستوياتها ومهما¹ كان حجمها وطبيعة نشاطها سواء كانت مستحدثة أو قديمة تحتاج للتمويل المناسب والمهارات الإدارية الملائمة حتى تنمو وتحقق دخلا وربحا مقبولين وقد أصبح تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل مفتاحا مهما لتحقيق التنمية المتكافئة وخصوصا بالنسبة للفئات والمجتمعات الفقيرة والأقل حظا. لا بد من الإشارة هنا إلى المؤسسات ص و م تحتاج إلى تمويل في فترات حياتها بدءا بتأسيسها وانطلاقها وأثناء تطورها، في حالة استعدادها للعمل نحو الأسواق التصديرية وتحتاج المؤسسات ص و م للتمويل في مجالات البحث ويمكن حصر مصادر التمويل للمؤسسات م و ص في ما يلي:

أولا: التمويل من المصادر الداخلية

تعتمد المؤسسات المتوسطة والصغيرة كغيرها من المؤسسات على مصادرها الداخلية قبل لجوءها إلى مصادر الخارجية وتمثل المصادر الداخلية فيما يلي:

1- رأس المال " الأموال الشخصية": وتسمى أيضا الأموال الخاصة ويتكون من الأموال الشخصية التي يحصل عليها صاحب المشروع من خلال علاقاته مع المحيط مثل العائلة والأصدقاء إضافة إلى مساهمة الشركاء ويكون هذا الجزء من الأموال ضروري في مرحلة الانطلاق والنمو، وهو أيضا عامل مهم لأن مساهمة الشخصية تترجم ثقة صاحب المشروع في مشروعه.

¹ لبحري نصيرة، بوعروج لامية، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة ضمن الملتقى الرابع حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كرهان جديد للتنمية الاقتصادية في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية جامعة سكيكدة، 13-14 أبريل 2008، ص 5، ص 6.

2- التمويل الذاتي:

يعتبر التمويل الذاتي من أهم لمصادر الأكثر استعمالا من طوق المؤسسة وذلك للمرونة في هذا النوع من التمويل وذلك لتلبية الاحتياجات التمويلية وكذا جاهزيته عند الطلب فالتمويل الذاتي يشمل الفرق بين ما في التدفقات النقدية كمداحيل بعد تخفيض تكاليف المؤسسة خلال السنة وقيمة الأرباح الموزعة على المساهمين، والإهتلاكات والمؤونات التي ندخرها المؤسسة لمواجهة المخاطر المستقبلية ويعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلي وبديلا تمويلها أمام المؤسسة لشراء أصول جديدة وبدون الحاجة إلى الاقتراض من المصادر الخارجية.

- يكمن الفرق بين التمويل عن طريق رأس المال والتمويل الذاتي هو أن النوع الأول يكون في بداية نشاط المؤسسة فإن لمتطلبات المالية التي يوفرها المستثمر في ذلك الوقت تدخل ضمن الأموال الخاصة أما النوع الثاني من التمويل الداخلي - التمويل الذاتي - فإنه يتم خلال دورة حياة المشروع التي يعد مرحلة التأسيس فإن التمويل هنا يكون انطلاقا ما في التدفقات والأرباح التي تحققها الشركة مثلا: الأرباح المحتجزة أو غير المحتجزة أو غير موزعة أو المؤونات أو اهتلاكات .

ثانيا: التمويل من المصادر الخارجية

عادة لا تستطيع المؤسسات المتوسطة والصغيرة وتغطية كل احتياجات التمويل من المصادر الداخلية¹ لذلك فهي تلجأ إلى المصادر الخارجية والمتمثلة فيما يلي:

1- الائتمان التجاري:

حيث يعتبر الائتمان التجاري نوع من أنواع التمويل القصير الأجل والذي تحصل عليه المؤسسات المتوسطة والصغيرة من الموردين وهي تشمل قيمة المشتريات الآجلة للبضائع والمواد الأولية التي تحصل عليها المؤسسة من الموردين وبالتالي فإنه يعتبر مصدرا أوليا للتمويل لأنه مرتبط بالتغيير في حجم المشتريات ولكن رغم ذلك فيمكن أن تصبح هنا التمويل مكلفا جدا بالنسبة للمؤسسة المقترضة إن لم تقم بتسديد قيمة المشتريات في الآجال المحددة مما يسيء إلى سمعتها في السوق.

¹ عمران عبد الحكيم، الإستراتيجية البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة البنوك الإسلامية، بولاية المسيلة، رسالة ماجستير، تخصص إستراتيجية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، منشورة، الجزائر، 2007، ص 13 .

2- الائتمان المصرفي:

وهو يمثل القروض القصيرة الأجل عامة التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك لتمويل احتياجاتها القصيرة الأجل والقروض لمتوسطة وطويلة الأجل لتمويل استثماراتها، ويتمثل الائتمان المصرفي في تلك الثقة التي يوليها البنك للمؤسسة بوضع تحت تصرفها مبلغ من المال أو تقديم تعهد بين طرفه لفترة محددة يتفق عليها الطرفين.

3- التمويل من مصادر الخارجية غير الرسمية:

يعتبر هذا النوع من التمويل من أكثر المصادر شيوعاً لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة في الدول النامية وذلك حسب التعقيدات التي يجدها أصحاب المؤسسات المتوسطة في الحصول على التمويل من الجهات الرسمية والتمويل غير الرسمي هو ذلك التمويل الذي يتم من خلال قنوات تعمل غالباً خارج الإطار القانوني للدولة.

4- التمويل عن طريق المؤسسات المتخصصة في الدعم والجمعيات المهنية:

رغبة من الحكومة في ترقية وتنمية قطاع المؤسسات والهيئات الحكومية بالإضافة إلى الجمعيات المهنية التي تسمى إلى تزويد ضد النوع من المؤسسات بالدعم والمساعدات المالية والفنية.

5- عقود تحويل الملكية:

الذي يعبر عن قيام المؤسسات المالية بشراء أو خصم ديوان المؤسسة التجارية التي تعمل في حقل السلع الاستهلاكية أو قيام البنوك التجارية بشراء حسابات المدنيين كالسندات والفواتير الموجودة لدى المؤسسات التجارية أو الصناعات والتي تتراوح مدتها ما بين 30 إلى 120 يوم والهدف من هذه العملية هو توفير السيولة النقدية بشكل مستمر.

المطلب الثاني: أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تعتبر مشكلة التمويل أهم وأبرز المشكلات التي تواجهها المؤسسات موصلاً إذ كثيراً ما تعود لتخفى بعد مدة قصيرة من نشأتها لأنها تفتقر إلى المهارات الأساسية في إدارة الأموال المالية أو لنقص التمويل وتختلف أساليب التمويل باختلاف المرحلة التي تمر بها والغرض المراد من التمويل ويمكن أن نميز مجموعة من الأساليب التقليدية الحديثة.

أولاً: الأساليب التقليدية في التمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

نميز في هذا الأسلوب نوعين من التمويل فتجد التمويل الطويل والمتوسط الأجل والتمويل القصير الأجل.

1- التمويل طويل الأجل والتمويل متوسط الأجل:

يكون التمويل طويل الأجل موجه إلى تمويل النشاطات الاستثمارية خارج الاستغلال التي تتطلب أموال وذلك من أجل توسيع المؤسسة أو إقامة مشروع جديد ويتجسد التمويل طويل الأجل في القروض التي تمنحها البنوك المختصة مثل البنوك العقارية التي تمنح قروضا قد تصل إلى 20 عام وذلك لتمويل عمليات البناء واستصلاح الأراضي وإقامة مشروعات الري والصرف إلى جانب البنوك الصناعية والزراعية.

- أما التمويل متوسط الأجل فتسند البنوك من خلال القروض ولمدة تتراوح بين سنة و 5 سنوات، وتلجأ هذه المؤسسات ص و م إلى التمويل متوسط الأجل إلى جانب التمويل طويل الأجل بغرض تمويل الجزء الدائم من استثماراتها في رأسمال الكامل المتداول والإضافات على مجهوداتها الثابتة.

2- التمويل قصير الأجل:

نقصد به تمويل نشاطات الاستغلال بمعنى تمويل المؤسسات ص و م في فترة قصيرة والتي تتحدى سنة ويوجه هذا التمويل لتغطية الاحتياجات التي تبرز على مستوى حسابات المدنين والدائنين والعلاقات بين مجموع هاته الكتل في الحسابات تشكل ما يعرف برأس المال العامل ونعتمد في التمويل قصير الأجل على السلفات البنكية حيث تعتبر الوسيلة الثانية التي تعتمد عليها المؤسسات م و ص في تمويل دورة الاستغلال¹

ثانياً: الأساليب المستحدثة في التمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة.

هناك أساليب مستحدثة لتمويل هذه المؤسسات والمتمثلة في:

1- التمويل التجاري التأجيري:

ويقصد به التمويل عن طريق التأجير ويعرف بأنه عبارة عن اتفاق بين طرفين يحول أحدهما حق الانتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة، المؤخر هو الطرف الذي يحصل على الدفعات لدورية مقابل تقديم الأصل في حين أن المستأجر هو الطرف المتعاقد على الانتفاع بخدمات الأصل مقابل سداده لأقساط التأجير للمؤجر، وينقسم إلى 3 أنواع:

¹ محمد صالح الحناوي، ابراهيم اسماعيل السلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية ، مصر، 1999، ص 294.

- النوع الأول: هو ذلك النوع من التأجير الذي تكون فيه مدة عقد الإيجار أقل من العمر الإنتاجي للأصل لمؤجر مثل تأجير السيارات.

- النوع الثاني: فهي طويلة نسبياً مقارنة بالنوع الأول حيث يكون فيه العقد غير قابل للإلغاء فهو يستعمل في تأجير الأراضي.

- النوع الثالث: فهو البيع وإعادة التأجير هو عقد بين مؤسسة مالطة لبعض الأصول حيث تقوم ببيع أصولها إلى مؤسسة مالية كشركات التأمين أو الشركات المالية أو التأجيرية. بشرط أن يقوم الطرف الشاري بتأجير هذه الأصول التي باعته إياه.

2- التمويل عن طريق البنوك:

هناك صيغ تمويل متعددة تستعملها البنوك الإسلامية في تمويل موصوف وسوف نركز على معظمها.

أ- المشاركة: بين أحد أساليب التمويل وتعني المساهمة في رأس المال المشروع لرفع قدراتها المالية.
ب- المضاربة: وهي اتفاق بين طرفين يقدم أحدهما رأس المال ويسمى بـ"صاحب المال" ويقدم الثاني جهده المتمثل في الإدارة أو الخبرة وسمى المضارب وهي أحد الأساليب الحديثة التي تعبر عن عملية مشاركة بين البنك الإسلامي وصاحب المؤسسة يقدم بمقتضاها المؤسسة الممولة تمويلاً ويقوم صاحب المؤسسة بالسهر على العملية الممولة حيث يتفق الطرفان معاً على قيمة عوائد عملية الاستثمار بنسب محددة مسبقاً¹.

ج- المرابحة: هي إحدى صور البيع، وهي صورة تقوم على أحد أساليب تحديد ثمن البيع الثلاثة المزيدة، المساواة، المرابحة حيث يتم في المرابحة تحديد ثمن البيع للسلع بتكلفة الشراء البائع لها هذا بالإضافة إلى ربح معلوم يتدفق عليه ويظهر الجانب التمويلي إذ يبيع السلعة مرابحة لأجل أو على أقساط وبالتالي تتضمن العملية بجانب البيع ائتماناً تجارياً يمنحه البائع للمشتري الذي يسدد الثمن فيما يعد من إيراداته إما مرة واحدة بعد أجل معين أو على أقساط ومن المقرر شرعاً أنه تجوز الزيادة في ثمن البيع الأجل عن النقدي للسلعة².

¹ بوزيان محمد، خالد خديجة، التمويل الإسلامي فرص وتحديات، مداخلة ضمن الدورة التدريبية حول التمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003، ص 03.

² سلطان محمد راشدي، حسين رحيم، نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المضاربة الاستصناع، مداخلة ضمن فعالية ملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسة دراسة حالة الجزائر والدول النامية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 21-22-2006، ص 13.

د- البيع الأجل: يتم دفع سعر السلعة على أقساط مستقبلا وهي في مجموعها أكثر من ثمنها إذ بيعت حالا وقد أجازها جملة من الفقهاء بشروط بحيث يجب أن يتم تحديد الأجل عند ابتداء عقد البيع وتبينان كل قيمة كل قسط من الثمن وتعيين مدة الاستلام وإذ تأخر المشتري في سداد الأقساط لم يجز تحميله إلى زيادة قيمة القسط، أما الاختلاف بين الفقهاء فكان بخصوص البيع من حفظ الملكية حتى تتم سداد قيمة الأقساط.

إن هذا الأسلوب في التمويل يعطي الفرصة لصاحب المؤسسات والمشروعات المتوسطة والصغيرة بالحصول على العقارات والمعدات والآلات والأدوات التي تدخل ضمن عمل المؤسسة حتى بغياب القيمة المادية المطلوبة فهو يعطي لصاحب المشروع الفرصة في تعويض النقص لمادي الموجود مقابل سعر إضافي لا يعتبر فائدة وإنما يعتبر قيمة مضافة خلال عملية شراء المؤسسة الممولة من شخص آخر وبيعها لصاحب المشروع بالتقسيط¹

و- السلم: هو عقد بيع يتم بموجبه تسليم ثمن حاضر مقابل بضاعة آجلة موصوفة بدقة ومعلومة المقدار كيلا أو وزنا أو عدا، يظهر الجانب التمويلي الائتماني في السلم بشكل واضح فلمنتج يحتاج إلى نفقات للقيام بنشاطه لا تكفي موارده فيتعاقد مع الغير على بيع كمية من إنتاجه ويتسلم منه الثمن حالا لإنفاق على الإنتاج على أن يسدد هذا الدين من منتجاته بتسليم المشتري كمية من سلعة يتفق عليها.

هـ- الإستصناع: وهو صيغة من صيغ البيوع ويعرف على أنه يطلب من الصانع أن يصنع شيئا بثمن معلوم علما بأن المادة الصبغ والعمل من الصانع وبالتالي هو عقد بموجبه يكلف الصانع بضاعة شتى محدد الجنس والنوع والقدرة والصفة ويتم الاتفاق على الاستصناع خلال أجل معين، كما يجوز عدم تحديد الأجل والفرق بين السلم والاستصناع هو أن السلم يتم فيه دفع رأس المال مقدما والاستصناع ليس كذلك ولعل السبب راجع إلى أن السلم فيه عملية السلف من ناحية تقديم الثمن وذلك مقابل الاسترخاص في الأسعار والاستصناع فيه المساومة والصانع الذي يقوم بالعمل المصطنع لا يرضي إلا بما يحقق له ربحا مناسبيا في الغالب ويشترط في عقد الاستصناع بيان جنس المصنوع.

¹ صالح صالح، مصادر وأساليب التمويل، الكفائية الصغيرة والمتوسطة في إطار نظم المشاركة، مداخلة ضمن الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 25-28 ماي 2003، ص 12 .

المطلب الثالث: معوقات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يمكن إسناد امتناع وتراجع أداء البنوك التجارية المرخصة¹ في توفير التمويل للمشروعات ص و م إلى ما يلي:

- 1- ارتفاع الكلفة الإدارية المرتبطة بتنفيذ هذه القروض.
- 2- ارتفاع المخاطر المصرفية لهذا النوع من لقروض مقارنة مع الإقراض العادي وعادة ما تلجأ البنوك إلى الابتعاد عن أي نوع من أنواع المخاطر المصرفية وتكشف المشاريع الصناعية الصغيرة تحديدا والمتوسطة وصورة عامة مخاطر تكفي الابتعاد البنوك التجارية.
- 3- تدني الصناعات اللازمة والكافية التي تقبلها البنوك لتقديم القروض هذا يؤدي إلى تراجع حجم الائتمان المقدم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- 4- الصعوبة التي تواجه البنوك التجارية في محاولتها لتسجيل موجودات هذه المشروعات نظرا لانخفاضها من جانب والاعتبارات الاجتماعية من الجانب الآخر.
- 5- محدودية الثقافة المصرفية لدى أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة وقد دفعهم ذلك للابتعاد عن البنوك للحصول على التمويل اللازم لمشروعاتهم ولم يقبل المجتمع لهذه المحددات كمبرر للابتعاد عن القيام بدورها في هذا وخاصة أنها تتمتع بعدد من المزايا، وهي:
 - أ- كفاءة الإدارة وملاءمتها المالية وكفاءة رؤوس الأموال وشفافيتها.
 - ب- توفر البنية التحتية المناسبة والانتشار الواسع لفروعها، مما يؤمن وصولها إلى معظم الأماكن ولذوي الحاجة من المقترضين.
 - ج- كفاءة أنظمتها الرقابية والمحاسبية وأجهزة المتابعة .
 - د- ملكيتها من قبل القطاع الخاص مما يجعلها تركز على كفاءة وإدارة المشاريع المحدية.
 - هـ- الربحية الأكيدة إلى حد ما و استقرار مصادرها المالية.

¹ ليث عبد اله القهوي، بلال محمود الوادي، مرجع سبق ذكره، ص 38، ص 39.

المبحث الثالث: واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

رغم أن اهتمام الدولة بالمؤسسات ص و م ليس حديث العهد في بلادنا لكون معظمها تنشأ قبل الخواص وفي حدود الأنشطة المسموح بها في إطار المنهج الاقتصادي المتبع آنذاك، إلا أنها تحتل مكانة متميزة في الاقتصاد الجزائري وقد تعددت الأهمية في السنوات الأخيرة لتصل إلى أن تكون مصدرا لتنمية الدخل وفرص العمل كما أننا سنحاول في هذا المبحث دراسة النقاط التالية:

- أ- تطور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر.
- ب- آلية دعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر.
- ج- العراقيل التي تواجه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والحلول المقترحة لها في الجزائر.

المطلب الأول: تطور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر.

لثلاث عشريات من الزمن ظلت المؤسسات ص و م مهمشة في الجزائر وفي المقابل كانت المؤسسات الكبيرة هي المسيطرة على النشاط الاقتصادي فما كان على المستثمرين إلا النشاط في الميدان التي لم تستغلها المؤسسات الكبيرة ومع بداية 1988 انطلقت أول الإصلاحات الاقتصادية والسياسية واتخذت الجزائر منهج اقتصاد السوق لتحقيق التنمية الاقتصادية، وفتح مجال للقطاع الخاص بعد توفير الإطار القانوني المناسب لتطوير الاستثمار الخاص وخصوصة المؤسسات العمومية.

ونميز في هذا النوع من المؤسسات مرحلتين أساسيتين:

المرحلة الأولى: قبل 1990.

في سنة 1982 ومن خلال قانون المؤرخ 1982/08/23 عرف الاستثمار الخاص تطورا ملحوظا، حيث تم تعديل الإطار القانوني والتنظيم المتعلق به (خاصة الأمر 66-284) واعتبر القطاع الخاص كمكمل للقطاع العام وبموجب تم توسيع المجالات التي يمكن للقطاع الخاص النشاط فيها والتي كانت منحصرة في الساحة والصناعة، ليتمدد إلى كل من الخدمات الصناعات الصغيرة والمتوسطة، لصيد، البناء والأشغال العمومية والنقل، كما أن هذا القانون يمنح الاعتماد المسبق لكل استثمار لا يتجاوز 30 مليون دينار جزائري، ولقد أنشأ لذلك الهيئة المكلفة بتنمية الاستثمار الخاص oscip والتي سجلت أكثر من 10.000 مشروع ولقد تم

انجاز أقل من 15% من المشاريع المعتمدة من طرف OSCIP وهذا راجع للعقبات التي واجهت القطاع الخاص في ظل اقتصاد تهيمن فيه المؤسسات العمومية على كل المجالات.¹

1983 إنشاء ديوان التوجيهي للمتابعة والتنسيق للاستثمار الخاص.

1987 فتح الغرفة الوطنية للتجارة الخاصة بأصحاب المؤسسات الخاصة .

1988 بإصدار قانون 88-25 في 19/7/1988 والذي حرر سقف الاستثمار الخاص وسمح للمستثمر الخاص الخوض في مجالات جديدة على أن تكون هذه المشاريع في إطار النشاطات التي تعتبرها الدولة ذات أولوية.

المرحلة الثانية: في ظل الإصلاحات

بداية من 1990 وبصدور قانون 90-10 في 14/04/1990 والمتعلق بالنقد والقرض، ثم في:

1991 صدر المرسوم 37/91 في 19-02-1991 المتعلق بتحرير التجارة الخارجية ، تم بالفعل الاعتراف الرسمي بالدور الذي يمكن للقطاع الخاص أن يؤديه في ظل التحولات الاقتصادية الجزائري نحو اقتصاد السوق وتحقيق الاقلاع الاقتصادي.

ولقد سمح قانون القرض والنقد للمستثمر الأجنبي النشاط في الجزائر بنسب رأسمال تفوق 50% حتى 100% أجنبية كما سمح للقطاع الخاص انشاء لشركات المشتركة والتي كانت حكرا على القطاع العام فقط .

1993 من خلال قانون 93-12 الصادر في 15/10/1993 تم تكريس حرية الاستثمار الخاص الوطني والأجنبي واختزال الإجراءات اللازمة في تسهيلات جبائية وشبه جبائية، سواء كانت هذه الاستثمارات تدخل في إطار العام أو في إطار تنمية المناطق الجهوية.

ولقد تم 1994 انشاء وكالة وطنية لدعم ومتابعة الاستثمار (APSI) المؤسسات ص و م للمستثمرين .

ومنذ تاريخ انشاءها سجلت لوكالة 30.000 مشروع استثمار مثلت المؤسسات ص و م منها 99% وبلغت قيمة هذه المشاريع 37 مليار دولار و طاقة تشغيل بلغت 1268 مليون بمنصب شغل ولكن في الواقع لم يتم انجاز إلا أقل من 6% من هذه المشاريع.

¹ سعد جمال، مساهمة البنوك في تفعيل دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير، فرع لنقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2002، ص 99.

المطلب الثاني: آلية الدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

رغبة في تطوير المؤسسات ص و م وزيادة دورها في اقتصاد الجزائر قامت الدولة بعدة إجراءات وبرامج من أجل توفير الدعم المالي لها ويمكن توضيح هذه الإجراءات فيما يلي:

الفرع الأول: هيئات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

أولاً: وكالة ترقية ودعم الاستثمار: (ASPI)

بتعهد من المرسوم 12/93 ل 05

أكتوبر 1993 والمتعلق بترقية الاستثمارات ظهرت الوكالة من أجل ترقية ودعم ومتابعة الاستثمار كمنشأة عمومية ذات طابع إداري محدد لخدمة الاستثمار في الجزائر حققت الوكالة ما بين سنتي 1993/1994، 694 مشروع استثماري يشغل 59606 عامل بمبلغ 114 مليار دج، وهدف هذه الوكالة إلى¹:

1- دعم ومساعدة ومتابعة المستثمرين في إنجاز مشاريعهم.

2- تطوير وتنمية المستثمرين بتعهداتهم أمام الهيئات المعنية بالاستثمار.

إضافة إلى ذلك تعمل الوكالة على جمع المعلومات المتعلقة بقطاع الاستثمار لتضعها بين يدي المستثمرين وتنظيم عدة ندوات ومؤتمرات (دولية ومحلية) كما تقوم بتحضير النشرات الترويجية وتوزيعها.

يتم اقرار منح أو رفض طلبات الاستثمار، بعد الدراسة الفنية والتقنية لملف الاستثمار في أجل أقصاه 60 يوما طبقا للمادة 9 من قانون الاستثمار وفي سنة 1995 حلت محلها وكالة أخرى هي الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار.

ثانياً: الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI)

أقدمت لوزارة على وضع إستراتيجية هدفها تطوير الاستثمار وذلك بإنشاء هيئة حكومية جديدة هي الوكالة الوطنية لدعم الاستثمار، وذلك بمقتضى الأمر 22/95 المؤرخ في 29 ربيع الأول 1416هـ الموافق ل 26 أوت 1995 والمتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية المعدل والمتمم للمادة 06: تنشأ لدى رئيس الحكومة وكالة وطنية لتطوير الاستثمار.

¹ شريط عابد، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل التغيرات الاقتصادية الراهنة في الجزائر، الملتقى الوطني الثاني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المركز الجامعي سعيدة، 14-15 ديسمبر 2014، ص 170.

ثالثا: الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب (ANSEJ)

أنشأت طبقا لمرسوم التنفيذي رقم 295/96 بتاريخ 15/09/1996 توضع تحت سلطة رئيس الحكومة وتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي مخصصة لتدعيم الشباب العاطلين عن العمل والتي كان الغرض منها مساعدة هذه الفئة في إنشاء مؤسسات صغيرة ومن ثم تخفيض معدلات البطالة باستعمال استثمارات صغيرة ومتابعة المستثمر ولكن النتائج لم تكن بالمعنى المسطر له لعدة اعتبارات منها:

- 1- إصرار البنوك على ضمان القرض.
- 2- ضعف تدفق المعلومات الخاصة بفرض نشاط وإمكانيات تعامل المؤسسات الناشئة في إطار المناولة بالباطن مع الاقتصاد الوطني.
- 3- إهمال فئة عريضة ممن وجه لها هذا النشاط من الناحية الإعلامية داخل الجامعات والمراكز والمعاهد العليا¹.

رابعا: صندوق ضمان القروض:

إن الاختلاف بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبرى يتجلى في أن الأول يتميز بصعوبة التقييم وانخفاض رأس المال ومحدودية الضمانات، الأمر الذي يصعب مساهمات البنوك التجارية في تقييمها وتقديرها للأخطار الناجمة عن نشاطات هذه المؤسسة، هذا ما أدى بها إلى العزوف عن تمويل هذا النوع من المؤسسات، ولحل هذه المعضلة ثم إدخال ميكانيزمات مالية متنوعة من بينها صندوق القروض وهو عبارة عن مؤسسة مالية تأخذ على عاتقها مخاطر عدم تسديد القروض البنكية من طرف المؤسسات المنخرطة فيه وقد أسس بموجب المرسوم التنفيذي رقم 373/02 الصادر في 11/11/2002 حيث يقوم المستثمر بالعمليات التالية:

- 1- يتقدم بطلب قرض من البنك.
- 2- تطلب المؤسسة من الصندوق ضمان القروض.
- 3- في حالة القبول يقدم شهادة ضمان القرض لفائدة المؤسسة المالية .
- 4- تدفع المؤسسة المستفيدة لصندوق القروض علاوة سنوية تقدر بـ 2% من مبلغ القرض.

¹ زغيب شهرزاد وآخرين، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الوطني الأول حول، المؤسسات الصغيرة ودورها في التنمية، جامعة الأغواط، 8-9 أبريل 2002، ص 19.

الفرع الثاني: التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

يعد قانون إنشاء صندوق الضمان للقروض ص و م أصبح هناك بروتوكولات الاتفاق بين وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعدة بنوك وطنية لى لتجسيد هذا القانون وقد تم توقيع الاتفاق مع خمس بنوك عمومية (BADRE/ BNA/ CRMA/ BDL/ CPA)

وسوف يسمح هذا البروتوكول بإنشاء 600 ألف مؤسسة ص و م ، الهدف من وراء ترقية الشراكة بين المؤسسات ص و م وتوجيه القروض إلى القطاعات المنتجة والتي تحقق قيمة مضافة وتخلق مناصب عمل ودعم المؤسسات ص و م والتي لها قدرة على التصدير عن طريق التمويل الملائم ولذلك وضع مقاييس ومتطلبات ملفات القروض في متناول هذه المؤسسات.

أولاً: الضمانات والرقابة البنكية على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المنح والقروض

- 1- الضمانات البنكية: عند تقديم يفرض لبنك على صاحبه ضمانات لحماية مساهمته وتختلف الضمانات باختلاف نوع القروض وتصنف إلى: الضمانات الشخصية، الضمانات الحقيقية.
- 2- صندوق الكفالة المشترك: أنشأ هذا الصندوق لضمان أخطار القروض الممنوحة للشباب حيث يقوم على التضامن بين المؤسسة ص و م والبنوك بحيث يقوم الصندوق بتعويض البنك في حدود 70% من الأصول المستحقة.
- 3- الرقابة البنكية المفروضة على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة: وتكون الرقابة على ثلاث مستويات:

أ-على مستوى الوكالة البنكية

ب-على مستوى مدرجة شبكة الاستغلال.

ج- على مستوى مدرجة الاعتمادات.

ثانياً : أمثلة التمويلات التي تقدمها البنوك للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة :

1- قروض الاستغلال:

وتنقسم إلى: قروض مباشرة، تسهيلات الصندوق وهو قرض يمتد بنسبة

- 2- **السحب على المكشوف:** يشبه المكشوف تسهيل الصندوق من حيث تحويل حساب العميل إلى المدين لكن يختلف عنه كون تسديد قيمة المكشوف يكون في نهاية السنة ويفرض عليه البنك نفس سعر الفائدة أي يتراوح ما بين 9% إلى 9.75%
- 3- **قروض الموسم:** هيب قروض تمنح للعملاء التي تتم أعمالهم بالموسم.
- 4- **القرض المستندي:** في هذه الحالة يقوم البنك بالوفاء بالتزامات مستورد اتجاه المؤسسة المصدرة مع فرض سعر الفائدة

الفرع الثالث: أجهزة دعم التصدير.

هناك عدة أجهزة تقوم بمرافقة المتعاملين في مجال التصدير خارج نطاق المحروقات، أهمها المكتب الجزائري التجارة الخارجية، الغرفة الجزائرية للتجارة والصناعة، الشركة الجزائرية للأسواق الدورية والمعارض بالإضافة إلى الجمعية الوطنية للمصدرين الجزائريين.

المطلب الثالث: العراقيل التي تواجه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر والحلول المقترحة لها.

رغم الجهود والإجراءات الاقتصادية التي قامت بها الجزائر لمحاولة تنمية المؤسسات ص و م ولترقية مساهمتها في الاقتصاد الجزائري إلا أن هناك مشاكل عديدة تعرقل نشاطها وتطورها، وهذا ما يدفعنا للبحث عن حلول لها.

الفرع الأول: العراقيل التي تواجه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر.

إن صعوبة تمويل هذه المشاريع يعتبر أهم العراقيل التي تواجه عملية إنشائها في الجزائر كما يمكن أن نلخص أهم المشاكل التي تواجهها فيما يلي:

- 1- **عدم وجود ارتباط وتكافل بين المؤسسات الكبيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسبب انعدام المعلومة وضعف تدفقها.**
- 2- **صعوبات تتعلق بالإجراءات كثيرا ما كانت تتسبب في العديد من المشاكل كعدم الفصل بين الملكية والإدارة، وعدم ارتباط السلطة بالمسؤولية**
- 3- **قيود تتعلق بصاحب المشروع وإضافة إلى انعدام روح المبادرة الفردية .**

- 4- صعوبات تتعلق بالضرائب والرسوم التي تحول دون تحقيق أرباح هامة تساهم في تنمية هذه المؤسسات.
- 5- صعوبات تتعلق بالعقار.
- 6- انتشار الفساد الإداري الذي يمثل عائق أمام المستفيدين الحقيقيين، ويفتح المجال أمام الانتهازيين للإستفادة من التسهيلات الممنوحة في هذا الإطار، دون أن يكون هناك استثمار هادف.
- 7- صعوبات فنية وتسويقية(بسبب صغر حجم رأس مالها)
- 8- صعوبات الإقراض بسبب رفض البنوك لتقديم قروض دون ضمانات إذ أن أغلبهم من المبتدئين لم يتم التعامل معهم، ويفتقد البنك لمعلومات حول مدى وفائهم للتسديد، كما أنهم يفتقدون للخبرة مما يعرض المشاريع إلى المخاطر، هذا ما أدى بالحكومة لإعادة النظر في إيجاد صيغ وآليات جديدة لتشجيع البنوك على تمويل هذه المشاريع، سواء عن طريق الصندوق الوطني لضمان المخاطر أو في إطار صندوق الضمان لبرنامج ميداني الذي اقترحه الإتحاد الأوربي لتأهيل المؤسسات¹

الفرع الثاني: الحلول المقترحة.

- 1- تطوير الجهاز المصرفي الجزائري وتنوع اختصاصاته.
- 2- خلق آليات جديدة تمكن البنوك من الحصول على الثقة والضمان لتشجيع هذه المشروعات.
- 3- ضرورة إسهام الجمعيات المحلية في تكوين وإنشاء هذه المؤسسات، كما هو معمول به في العديد من الدول العربية كمصر، الأردن، تونس... الخ فيجب أن تخرج الجمعيات عن مجالها الكلاسيكي وتدخل مجالات الاقتصاد للمساهمة في التنمية الوطنية .
- 4- ضرورة مساعدة الحكومة لهذه المؤسسات بتخفيض الرسوم والضرائب والإعفاء منها في بعض الأحيان لتشجيع توجيه هذه المؤسسات نحو قطاعات معينة كالصناعة الحرفية أو لتشجيع إقامتها في مناطق محرومة وتعاني من حدة البطالة (الجنوب الجزائري).
- 5- خلق توعية أكثر عن طريق كل وسائل الإعلام للتعريف بوجود صناديق وطنية لضمان المخاطر.
- 6- نظرا لضعف مجال التسويق في هذه المؤسسات بسبب رأس مالها المحدود فيجب على الحكومة أن تساهم في تسويق منتجاتها، وتدعيم مركزها التنافسي بالتقليل من تكاليف المنتج عن طريق إعفاء المواد الأولية المستوردة من المرسوم الجمركي والتخفيض من الرسوم والأعباء للأرباح المعاد استثمارها.

¹ أيت عيسى عيسى، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آفاق وقيود، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، ص10.

- 7- يجب على الدولة أن تخصص أموال أكثر فلهذا القطاع، بحيث تكون حصة تدعيم هذه المؤسسات يكون أكثر في برنامج النمو الاقتصادي.
- 8- ضرورة خلق دورات تكوينية لتمكين أصحاب المشاريع الاستفادة من تقنيات التسيير والتعرف على خطوات إنجاح مثل هذه المشاريع.
- 9- ضرورة خلق نظام معلوماتي يمكن من استغلال المعطيات في الوقت المناسب لاحتلال مركز تنافس يضمن بقائها وتطورها

خلاصة الفصل :

لقد قمنا من خلال هذا الفصل بدراسة أهم الأسس النظرية المتعلقة بموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تبني من خلالها الدراسة التي سوف نقوم بها على هذه المؤسسات بدأ من توضيح اختلاف آراء حول تعريف المؤسسات والمعايير التي تحكم هذا التعريف وكذا خصائصها والأهمية التي تكتسبها هذه المؤسسات وصولاً إلى دورها في التنمية الاقتصادية وتصنيف الأشكال التي تمكن أن تكون عليها.

كما تطرقنا إلى دراسة تعدد مصادر وأساليب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تسعى من خلالها الدول إلى تمويل هذه الأخيرة وتطرقنا إلى المشاكل والمعوقات التي تقف أمام تمويل هذه المؤسسات والتي تبطئ من عملها ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية تطرقنا إلى دراسة واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر والأساليب والآليات التي من شأنها دعم ومساندة وتنمية هذه المؤسسات.

وكحوصلة شاملة وجدنا أنه بالرغم من اختلاف المختصين والباحثين حول وضع تعريف موحد لهذه المؤسسات بسبب تعدد المعايير والأسباب المراد بها هذا التعريف وكذا الأشكال التي يمكن أن تكتسبها هذه المؤسسات إلا أنهم أجمعوا على الدور الذي تلعبها المؤسسات ص وم والأهمية البالغة التي تكتسبها في التنمية الاقتصادية الأصعدة علة ضرورة دعم وتنمية هذه المؤسسات لمواجهة المشاكل والتحديات التي تواجهها.

الفصل الثاني

السوق المالي و البورصة

تمهيد:

يهدف هذا الفصل إلى عرض العديد من المفاهيم النظرية الأساسية ذات صلة بمفهوم السوق المالية حتى تعتبر هذه المفاهيم كنقطة انطلاق من أجل فهم وتحليل الأفكار والمواضيع على المستوى الواقعي التطبيقي. تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً، في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص، في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط تنموية، وتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تزاوله من نشاط حيث تعد الأسواق المالية المكان الذي يجتمع فيه عارضوا رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الأخرى وتوجيهها لمختلف المشاريع الاستثمارية بهدف تحقيق التنمية الشاملة والمستدامة في أبعادها الاقتصادية والاجتماعية لذا وهي ذات أهمية بالغة خاصة في الدول النامية هذه الأخيرة التي سعت في إنشاء هذه الأسواق عليها تساهم مساهمة إيجابية في جمع المدخرات و صرفها للتمويل متوسط الأجل والطويل وهذا ما سنحاول دراسته في هذا الفصل وذلك من خلال الإطار التطوري الأساسي والضروري لفهم الأسواق المالية بشكل عام والبورصات بشكل خاص من خلال معالجة المحاور التالية:

- تقديم السوق المالي.
- مفاهيم حول البورصة .
- كفاءة ومؤشرات بورصة الأسواق المالية والمخاطر التي تواجهها.

المبحث الأول: تقديم السوق المالية.

تظهر السوق المالية كنتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية فائض مالي ترغب في استثماره بدلا من تركه رأس مال عاطل ومن جهة أخرى، تكون وحدات اقتصادية أخرى تعاني من عجز في الموارد المالية ويكون بحالة إلى تمويل لمواصلة نشاطها. فتلقى هاتان الوحدتان عن طريق السوق المالي التي تساهم بدورها في جمع المدخرات وتحويلها فقد قسمنا هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- مفهوم السوق المالية وخصائصها.
- وظائف السوق المالية وعوامل نجاحها.
- تقسيمات السوق المالية.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وخصائصها.

يتصاعد الاهتمام بالأسواق المالية في مختلف الدول وذلك لأنها وسيلة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية والخطط التنموية.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية.

حسب تعريف: **دريد كمال ال شبيب** « عبارة عن مكان لأولية توفد المناخ المناسب للتداول الأوراق المالية بيعا وشراء من قبل جمهور المستثمرين ولتعاملين الآخرين»¹

أما حسب **محمد الصيرفي** « عرفت الأسواق المالية على أنها الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق المالية وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي تتم فيه ولكن يشترط توافر قنوات الاتصال وكالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الائتمان السائد في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيها»²

وحسب **بريان كويل**: تعرف الأسواق المالية «بمثابة أسواق مالية تختص بتعاملات القروض والودائع القصيرة الأجل إلى التي تتم بمبالغ كبيرة وكذلك بتبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل»³

¹ دريد كمال ال شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية ، الأردن، 2009، ص 187.

² محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 51.

³ بريان كويل، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الفاروق ، مصر، 2005، ص 7.

أما حسب هوشيار: فهي « الوسيلة¹ (ينفي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون دون ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بأدوات الرأسمالية والنقدية أو (بالصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على (قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محلياً أو دولياً) »

رغم تعدد التعاريف المتعلقة بالسوق المالية إلا أننا نلاحظ بأنها غير مختلفة فيما بينها بل تحمل نفس المعنى والمتمثل في أن الأسواق المالية هي « عبارة عن مكان التقاء طالبي الأموال مع عارضيهما يدعى هذا المكان بالسوق ويكون الهدف من وراء هذه ذلك القيام بعملية التمويل».

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية

تتميز هذه الأسواق بعدة خصائص نذكر منها²:

- 1- تتميز السوق المالية بطبيعة خاصة تتمثل في أن التداول يتم بين رؤوس الأموال والادوات المالية الأخرى إلا أنه لا يستلم أصول حقيقتها فالمشتري يدفع الأموال مقابل الأصول التي تتمثل في الأسهم والأوراق المالية الأخرى إلا أنه لا يسلم أصول حقيقية ويقوم الأعوان بشراء الأدوات المالية من أجل العائد المنتظر حصوله أثناء الاحتفاظ بها وكذلك من أجل ارتفاع المنتظر في قيمتها.
- 2- تعتبر السوق المالية بمثابة آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي تتوافر على فوائض مالية إلى الوحدات الاقتصادية التي يعاني منها عجز في الموارد المالية.
- 3- تتميز الأسواق المالية بأنها أسواق منظمة، ففي معظم البلدان هناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذا السوق بالإضافة إلى وجود هيئات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في الأسواق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية التي يحتاجونها.

¹ هو شيار معروف كاكما مولا، الاستثمار والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء ، الأردن، 2015، ص58.

² عيسى نجاة، تقييم أداء الأسواق المالية العربية، دراسة تجرية الأردن ملخص رسالة ماجستير، علوم التسيير المدرسة العليا للتجارة، منشورة، الجزائر، 2003، ص24.

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية وعوامل إنجاحها.

إن الأسواق المالية خلال فترتها الطويلة الماضية أثبتت دورها الفعال في كافة الاقتصاديات التي توفر الشروط الأساسية لإنجاحها.

الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية.

تكمن وظائف الأسواق المالية في أمور متعددة نذكر منها¹

1- تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مواد ملائم على مستوى مخاطر ملائم

2- المحافظة على الثروة وتنميتها:

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تتم التعامل بها في الأسواق وسلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباح وبذلك تساعد على نمو ثروة من يقتهاها.

3- تسهيل الحصول على السيولة:

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية والأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز هند الحاجة إليها.

4- تسهيل الحصول على الائتمان:

والمقصود به افتراض النقود مقابل وعد الوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص 10، ص 11 .

5- تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية بذات العلاقة (الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات) وما شابهه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

6- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر السيولة بأحد الأساليب التالية:

أ- التأمين: منذ نتائج بعض المخاطر إذ وقعت الحرائق والسرقات وتأمين السيارات....) وخاصة في المجالات الاستثمار الحفيض.

ب- التنوع: أي تنوع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تصنع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة) وهو أمر واضح ومؤدات أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأوراق المالية كثيراً على التنوع.

ج- التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر اتفاق بيع أو شراء مقدار معين من الكلمة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة) بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن وبغض النظر عما يكون عليه السعر في المستقبل.

وتساعد الأسواق المالية في ذلك كثيراً إذ أنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

7- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود بها " أنه أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يحسب (يشفط) جزء من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات) ويبيعه بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذ أراد مكافحة الركود(يضع) في الاقتصاد مبالغ النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

الفرع الثاني: عوامل نجاح الأسواق المالية¹

1- تعكس السوق المالية واقع الاقتصاديات التي تضمها، فيما إذا كانت هذه الاقتصاديات متقدمة ومندرجة هيكلها وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة وآلية حرة أو بالعكس إذ كانت مختلفة ومشوهة هيكلها وتسيطر عليها أنظمة شمولية ومؤسسات عامة لا شك أن الأسواق المالية تحقق في الاقتصاديات الأولى تقدمه أكبر مما يمكن أن تبلغه في اقتصاديات أخرى وذلك لأن هذه الأسواق تتطلب لتسيير نشاطاتها واستمرار تطورها دورا قياديا للقطاع الخاص وسريان القوانين السوق وآياتها في إطار حريات التمويل والاستثمار والإنتاج والتبادل.

2- تربط الأسواق المالية بتعاضد دور شركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بالمرونة عالية اتجاه حركات الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصاديين المحللين والدوليين وهما بما يناسب مع حجم هذه الشركات يتحدد توجه نحو الأسواق المالية لأغراض الاستثمار وإعادة الاستثمار والاقتراض وتوسع قاعدة الحصص المالية وعدد المساهمين.

3- إن وجود أجهزة إئتمانية من مؤسسات مصرفية ومكاتب وساطات عائلية الكفاءة يجعل أهمية الأسواق المالية أكبر وخاصة عندما تعمل هذه الأجهزة ومن خلال شبكات الاتصالات المحلية والدولية على مدار الساعة، إن نشاطات الأجهزة المعينة وإدارتها المتقدمة وكفاءتها العلمية والتكيفية تجعل بالإمكان الوصول إلى كافة مواقع العرض والطلب للأموال الرأسمالية في الداخل والخارج ومن ثم جذبها إلى الأسواق المالية التي تعمل في بلادها.

4- بناء السعر اعتمادا مع عدد كبير من الباحثين والمستثمرين الراغبين للتبادل عند مستويات أعلى أو أدنى من الأسعار الجارية.

5- توافر لسيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع السريعة للموجودات عند أسعار معلومة.

6- تقليل تكاليف المعاملات البحوث والإعلانات والمعلومات) وتتعلق الكفاءة الاقتصادية أو المالية للمعاملات الجارية في الأسواق المالية بهذه التكاليف فإذا كان الحديث يجري حول تخفيض التكلفة كنسبة من القيمة التبادل فإذا ذلك يخص الكفاءة الداخلية ولكن عند تبديل الأسعار وتم التكاليف

¹ هو شيار معروف كاكما مولا، مرجع سبق ذكره، ص87، ص88.

بسرعة تدع المعلومات الجديدة حول العرض فالطلب يعكس الأسعار ومن ثم التكاليف المعلومات المهمة بأدوات الاستثمار وهذا ما يعرف بالكفاءة الخارجية أو بكفاءة المعلومات.

7- تبرز أهمية الأسواق المالية مع تطور مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات وكلما تيسر أكثر نشر المعلومات سادت الشفافية في الأسواق المالية وبالتالي ازداد دورها. الأسواق في توسيع نطاق المبادلات وفي تكثيف معدلاتها.

8- إن إدارات الأسواق المالية وكفاءات كوادرها وطاقاتها التكنولوجية كلها تنعكس على أداء هذه الأسواق وبالتالي إذا أراد بلد تطوير أسواقه المالية يجب أن يهتم في المقال الأول بإدارة هذه الأسواق لأن الإدارة المتطورة هي التي تتولى وضع الخطط بتعبئة الاستثمارات وإبعادها عم المخاطر المختلفة.

المطلب الثالث: تقسيمات السوق المالية:¹

إن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد وهذا يعني أن سوق المال يتكون من شقين أساسيين هما أسواق رأس المال وسوق النقد. والحديث عن سوق رأس المال يستوجب الإشارة إلى السوق النقدي نظرا لارتباطه الوثيق بينهما.

أولاً: سوق النقد:

يعتبر سوق النقد مصدر التمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين الحصول على القروض قصيرة الأجل وذلك من أجل المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة وتلاعب البنوك التجارية دورا قياديا في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محددة نسبيا تطور الانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

¹ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز، الأردن، 2005، ص 21، ص 24.

ثانيا: سوق رأس المال:

هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي طويل الأجل كأسهم والسندات وتكمن أهمية هذا السوق في تشجيع الاستثمارات الرأسمالية وتقديم تمويل طويل الأجل إلى المشاريع تحتاج فترة طويلة.

وينقسم إلى: 1- السوق الأولية

2- السوق الثانوية

3- السوق الثالثة

4- السوق الرابعة .

- إن العمل داخل الأسواق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها وتحقق هذا الإلقاء بين مصدري الأوراق المالية ومدخرين وهذا ما يمثل لدورة المالية الأولى تسمى السوق الأولى يلي ذلك خطوة أخرى تتمثل في قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيع الأوراق سواء لحاجتهم سيولة نقدية أو لإعادة الاستثمار أموالهم وهذا ما يخلق دور مالية ثانية للأوراق المالية تعرف بالاسم السوق الثانوي .

1- السوق الأولية:

ويختص هذا السوق بالتعامل في إصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص وهذا يعطي الفرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.

إذن هذا السوق ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال المكتتبين وبين تلك المشروعات.

وقد يتم هذا الإصدار بالتصريف هذه الأوراق إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الحصة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار للمستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها

وإما أن تتم ذلك بطريقة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة. عادة المؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً¹.

كما تعرف السوق الأولية هي تلك الأسواق التي يكون فيها بائع الورقة المالية هو مصدرها إلى أن المنظمة هي البائعة لهذه الورقة فشلا إذ أصدرت شركة جنرال موتورز أسهما إضافية فهذه الأسهم تطرح للاكتتاب لأول مرة فيم يسمى بالسوق الأولي حيث تحصل الشركة على ما في التحصيلات من هذا الإصدار²

2- السوق الثانوي:

هي تلك الأسواق التي يتم فيها التكامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين فشلا إذ يرغب المستثمر الحصول على 100 سهم من شركة I.B.M من بورصة نيويورك W.Y.S.F فقيمة هذا السهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى البائع هذا السهم وهذا يعني أن التعامل يتم بين المستثمرين ولا دخل للشركة في عملية التداول والتغيير الذي طرأ على إصدار شركة I.B.M هو التغيير في حملة الأسهم³

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما أسواق منظمة، غير منظمة.

أ- الأسواق المنظمة:⁴

تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ويدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

يتم التعامل في هذا السوق من طرف سماسرة ووسطاء ومختصين وفق نظر ولوائح، تحددها البورصة كما أن التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق.

¹ عبد الغفار الحذفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص305.

² عبد الغفار الحنفى، البورصات (أسهم سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، مصر، ص43.

³ عبد الغفار حنفى، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم سندات، وثائق استثمار، خبرات)، الدار الجامعية، 2001،

ص41.

⁴ عبد الغفار الحذفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص51.

ب-السوق غير المنظمة:(غير رسمية) هي كذلك سوق لتداول إلا أن التعاملات التي تجري تكون خارج السوق المنظمة (البورصة) فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل. تختص بيوت السمسرة بالتعامل في هذا السوق من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات (الهاتف، الأنترنت) ومن خلال هذه الشبكة يمكن لمستثمر أن يختار أفضل الأسعار، كما أن تحديد الورقة المالية يتم بالتفاوض.

3-السوق لثالثة:

تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة التي تكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وأن كل لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية أكبر قيمة في تلك الأسواق وتشمل هذه البيوت في الواقع أسواق ممتدة إلى استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق ويأتي كمية مهما كبرت أو صغرت وكما هو واضح، فإنها تمارس دور منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة أما جمهور العملاء في هذا السمسرة فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وإلى إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تبدو وكأنها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالثة¹

4- السوق الرابعة:

يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيها بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وهذا يعني أنها صفقات سريعة وقد تتم الصفقة بوجود وسيط لا يمارس هذا الدور السمسار، كما أنه لا يحتفظ برصيد من الأوراق المالية وربما تكون عمولته قليلة يجعل الاتصال المباشر بين الطرفين أن تكون تكلفة منخفضة والأسعار مرضية للطرفين ويمكن التعامل في هذه الأسواق بكل أنواع الأوراق المالية لذا فهي تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة². كما تعرف أنها أسواق غير منظمة وتقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين وليس

¹ علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2012، ص113.

² خالد وهين الداوي، الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 1999، ص11.

من خلال السماسرة ويتم التعامل فيما بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية وتمتاز بالانخفاض للتكاليف والبساطة في الإجراءات¹.

المبحث الثاني: مفاهيم حول البورصة.

تعتبر البورصة مركز لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى الاستثمارات طويلة الأجل متمثلة في الأسهم والسندات مما يجعلها المصدر الأول كرؤوس الأموال طويلة الأجل كما أن لها صلة وثيقة بالقروض قصيرة الأجل (تكمن في أن المتعاملين في البورصة لا يستعملون فقط رأس مالهم الخاص وإنما يحصلون أيضا على قروض قصيرة من البنوك حيث تتيح لهم البورصة إمكانية التصرف هذه الأسهم والسندات) مما يجعل البورصة تلعب دورا فعالا في تفعيل وتحريك رؤوس الأموال قصيرة الأجل ولهذا قسمنا هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- مفهوم البورصة وأهميتها.
- وظائف وعمليات البورصة.
- الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

المطلب الأول: مفهوم البورصة وأهميتها.

إن وجود البورصات في أي بلد يعتبر المرآة العالمية للوجه الحضاري لحديث للاقتصاديات الدولة وتقدمها فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

الفرع الأول: مفهوم البورصة.

-تعرف البورصة حسب عبد الغفار حنفي «على أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أول لأصل مالي معين وفقا لذلك فإن البورصة تمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من أسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال»².

¹ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2008، ص58.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم سندات، وفاق استثمار، خبرات)، الدار الجامعية، 2001، ص37.

-حسب طارق عبد العال حماد: «تعرف البورصة بالسوق التي يتم فيها تداول قيد وتداول أوراق مالية بين المتعاملين وفقا لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم»¹

وكذلك يمكن القول أن عناصر البورصة تتمثل في:

-الأوراق المالية: وتتمثل في السلعة أو البضائع المتداولة في السوق.

-المتعاملون: وهم البائعون والمستثمرون والسماسرة والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.

وتتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ القرارات شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين.

-حسب ماجد أحمد عطا الله: تعرف البورصة على أنها سوق البيع والشراء عن طريق الوسطاء وهذا هو التعريف الشامل والبسيط لهذا السوق، وهي أيضا أداة لتحريك عجلة الاقتصاد وتنشيط الحركات المالية كما تعتبر بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد فعالة سوق البورصة تشير بشكل عام إلى التطور وإلى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني أو هي سوق مستثمرة ثابتة المكان تقام في مراكز التجارة والمال ف(ي) مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة ومساعدوهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظام ولوائح محددة².

-حسب تعدد التعاريف: إلى أنها تحمل معنى واحد وهو أن البورصة سوق يجمع بائعي الأوراق المالية لمشتري تلك الأوراق المالية وذلك بغض النظر عن الوسيلة و التي تحقق بها هذا الجمع أو هذا المكان الذي يتم فيه ولكن يشترط توفير قنوات الاتصال ذات فعالية فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الائتمان السائد في أية لحظة زمنية معينة.

الفرع الثاني: أهمية البورصة:

1-إن البورصات تقوم بدور مهم في توفير السيولة لحكومات أيضا من خلال ما تطرحه من سندات وأدوات للخزانة فيها، كما اعتمد الكثير من الحكومات التي اتجهت لخصخصة القطاع العام، على البورصة في تنفيذ برامج الخصخصة أو قسم كبير منه على الأقل.

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص19.

² ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2001، ص199.

2- تتركز الوظائف الأساسية للبورصة في توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة بما يساعد على استنهاض الاستثمارات ورفع معدل الاستثمار الذي يعد المحرك الأكثر أهمية للنمو الاقتصادي، كما أن الحركة في البورصة تؤدي لرفع كفاءة تخصيص الوارد.

3- تنحصر عمليات التعامل في البورصة، في البيع والشراء والاحتفاظ بالأسهم والسندات، وتتم عمليات الشراء من خلال شركات الوساطة المالية، مانعة للأسواق مهمتها حفظ التوازن في البورصة.

4- ومن الضروري أن تكون هناك جهة رقابية مستقلة لمراقبة البورصة ومنع التلاعب فيها، وهذه الجهة الرقابية يجب أن تكون ذات طابع قومي وليس حكومي، وذلك من خلال تمثيل الخبراء الحقيقيين من كل اتجاهات السياسة فيها.

5- تقوم كل عمليات التعامل في البورصة على التوقعات المستقبلية، ولذلك فإن أي تلاعب أو إشاعات أو تقديرات حقيقية بشأن مستقبل الشركات المدرجة في البورصة أو مستقبل السياسات الاقتصادية، تؤثر بشدة في حركة أسعار الأسهم والسندات¹

المطلب الثاني: وظائف وعمليات البورصة.

إن الوظائف والعمليات التي تؤديها البورصات متشابهة في جميع الدول التي تجدها سوق الأوراق المالية. مهما تفاوتت تلك الأسهم التي يتم تداولها فيها ومهما اختلفت الآليات التي يتم من خلق التداول وكذلك مهما تعددت أنظمتها وإجراءاتها الداخلية وتتبع هذه الأسواق أنظمة تمكن المستثمرين من شراء وبيع الأوراق بأسعار عادلة ومناسبة

الفرع الأول: وظائف البورصة².

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي:

¹ ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص 199، ص 200.

² محمد الصبري، مرجع سبق ذكره، ص 83.

أولاً: تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. حيث تشجيع سوق الأوراق المالية على التنمية عادة الادخار الاستثمار، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية، التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمار الملائمة، سواء في الأسهم أو السندات وذلك وفقاً اتجاهات الأسعار.

ثانياً: المساعدة في تحويل الأموال من فئات التي لديهم فائض المقرضين إلى الفئات التي لديهم العجز المقرضين- فالمقترضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية العالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجيل عناصر الإنتاج. فإنهم سوف ينتجون دخول أعلى، وبالتالي زيادة مستوى أكد عيشة ليس فقط للمقرضين بل بكل الفئات.

ثالثاً: المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح الأوراق مالية حكومية في تلك الأسواق حيث يوافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومة إلى الاقتراض العام من افراد الشعب لسد نفقاتهم المتزايدة وتمويل المشروعات التنموية، وكذلك عن طريق إصدار سندات والأدونات التي تصدرها الخزينة العامة ذات الأجيال المختلفة.

رابعاً: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عملات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهر من مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن فيول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

خامساً: المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد على المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية يمكن إنجازها في ما يلي:

- 1- كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
- 2- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل بتكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يسكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

- 3- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات .
- 4- **الأمان:** ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات الأخلاقية التي يعتمد إليها بعض الأطراف.

سادسا: تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس ن المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضات أو المزايدة- المزاد العلني- والتي تعكس بورصة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائد بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات من نشر كافة البيانات والمتعلقة بالشركة وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع أعلى سعر طلب (highest bid) أدنى سعر عرض (lowest offer) .

سابعا: إن سوق الأوراق المالية يعتبر أداة هامة للتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ويتم الحكم عليها بالنجاح أو لفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من شركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتهم أو سياستها أملا في تحسين مركزها.

ثامنا: تعد أسواق رأس المال مؤشر للحالة الاقتصاد القومي مستقبلا لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الاقتصادية المستقبلية. فتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر..

تاسعا: تؤدي أسواق رأس المال دورا إيجابيا في إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض من العامة، والتكتل بين شركات، فالعرض العام بشراء أسهم شركة معينة يهدف الإشراف على إدارة تلك الشركة يوجه إلى المساهمين في الشركة من خلال البورصة بسعر معين، وعدد معين من الأسهم له حد أدنى. وخلال مدة معينة وذلك بصورة علنية وصریحة، وقد انتشرت هذه العروض العامة في لولاية المتحدة الأمريكية وفرنسا وإنجلترا.

الفرع الثاني: عمليات البورصة.

أولاً: أوامر البورصة: هي التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء بيع أو شراء أوراق مالية معينة.

1-أهلية معطي الأمر: يجب أن يتمتع الموكل معطي الأمر بالأهلية وهذا ما يدفع الوسطاء في الغالب إلى تصنيف زبائنهم إلى قسمين- الأول زبائن مباشرين بحيث أن يتحقق من أهليتهم.
-الثاني مصاريف ووسطاء يتقدمون لطلبات نيابة عن زبائنهم.

2-تحرير الأمر: يجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح منعا لأي التباس قد حصل ويستطيع صاحب الأمر تحديد السعر الذي يرغب أن تتم به الصفقة بأشكال متعددة.

ثانياً: أشكال وأوامر البورصة.

1-الأمر بالسعر المحدد: يحدد الزبون الوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يجمع فيه مسبقاً فيحدد السعر الأدنى في حالة البيع و السعر الأعلى في حالة الشراء. ويتم هنا الأمر في الأسواق المالية الضيقة التي يرغب فيها معطي الأمر بتلاقي الفروقات الكبيرة التي يمكن أن تحصل في الأسعار.

2-الأمر بالسعر الأول: يلزم تنفيذ الأمر(بأول سعر) وعادة ما يبلغ الزبون الوسيط أثناء انعقاد الجلسة عن رغبته في الشراء أو البيع بالسعر الأول الذي تم فيه التسعير، ويصعب تنفيذ هذا الأمر إذ حصل تأخير معين نتيجة تغيير الأسعار أثر العمليات الجارية.

3-الأمر بالسعر الأخير: وهو الأمر الذي ينفذ عند الإقفال ويخص عادة السوق الآجلة كما أنه يصلح واحد بالنسبة لآخر تسعير في الجلسة¹.

4-الأمر بالسعر التقريبي: سعر به مرونة عالية أكثر من السعر الثابت يترك الزبون الوسيط حرية تنفيذ السعر أعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء وأدنى بقليل من السعر المطلوب عند عملية البيع.

5-الأمر بالسعر الأفضل: يترك بعض الحرية أمام الوسيط، لأنه لا يحدد أسعار الشراء والبيع تماماً لكن بفضل العميل تنفيذ العملية في البورصة حالة استلامه الأمر.

6-الأمر مع التوقف: وهي تعني الخسارة المحددة وهذا الأمر يهدف إلى أمرين هما:

¹ وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص 232، ص 233.

- المتعامل مع البورصة يمكنه تخفيض خسارة الممكنة
- المتعامل مع البورصة يمكنه من تحقيق ربح معقول.
- ويقسم هذا الأمر مع التوقف إلى أمرين هما:
- الأمر مع التوقف عند الشراء يضع حدا لخسارته.
- الأمر مع التوقف عند البيع يحقق له ربح معقول.

7-الأوامر المركبة والأوامر المحددة: إن الأوامر المركبة أو المرتبطة يمكن تمييزها عن أوامر التحكم أو المسيطر عليها وهي (الأوامر المركبة) التي يمكن تنفيذها بالتتابع بينما الأخرى أن تشمل عمليات متعددة في عدة بورصات.

ثالثا: أنظمة التسعير.

ويمكن التمييز هنا من حيث عدة أشكال للتسعير كما يلي:

- 1- نقطة التوازن: وتكون نتيجة تلاقي العرض والطلب عند نقطة معينة.
- 2- التسعير بالمناداة: يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء في ساحة البورصة والمناداة بأعلى صوت.
- 3- التسعير بالمعارضة: يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية جميع عروض البيع والشراء ومجموع هذه التسجيلات يؤدي إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة.
- 4- التسعير بواسطة الصندوق: تستعمل عند ما لا يستطيع السوق الوصول إلى توازن عن طريق التسعير بالمعارضة، حيث يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص وتقوم إدارة البورصة بتحديد الأسعار وفقا لما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة.¹

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في البورصة وتمثل ورقة الصك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين يدعاه فشلا حملة الأسهم العادية والممتازة لهم الحق في جزء من عائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب من أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة به طالما ان المنشأة مستمرة كما أن لحملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحهم أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

ويمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أوراق مالية تقليدية وأوراق مالية حديثة .

الفرع الأول: الأوراق المالية التقليدية.

أولاً: الأسهم

1-تعريف الأسهم: إن الأسهم تشكل الرأس مال المكتتب (المضاف) من قبل المستثمرين والذي يهتم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة. حيث تتصف الأسهم بالدوال أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة ولكن من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد.

2-أنواع الأسهم: يسكن التقسيم إلى عدة أنواع²

أ-من حيث الشكل.

أ-1 أسهم اسمية: هي أسهم تحمل اسم صاحبها على وجه صل السهم وعدد متداولة بتعيين اثبات اسم المالك الجديد في محل التنازلات بالشركة.

أ-2 أسهم لحامله: هي أسهم لا تحمل إسم صاحبها عليه وإنما يكتب على السهم أنه لحامله ويتم نقل الملكية بالتسليم المادي من البائع للمشتري ويعتبر حامل السهم هو مالكة في نظر الشركة.

¹ منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق المال ، منشأة المعارف، مصر، 2007، ص05.

² علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص32.

أ- 3 أسهم اذنية أو للأمر: وهي أسهم يذكر اسم مالكيها مع التنصيص على مونه لإذنه أو لأمره ويتم تداولها بطريقة التطهير وذلك بأن يكتب البائع ظاهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها للمشتري.¹

ب- من حيث طبيعة حصة المساهم.

ب-1 أسهم نقدية: يسد المساهم قيمتها نقودا وقد تكون محررة أي مدفوعة بالكامل أو غير محررة جزئيا والمتبقي دينا ولا يتم تداولها إلا بعد تأسيس الشركة.

ب-2 أسهم عينية: يسد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة ويجب أن تكون محررة بالكامل. فلا يجوز للشركة أن تسلم هذه الأسهم إلى صاحبها إلا عند الاستلام المساهمات والموجودات التي تقابلها بالكامل.

ب-3 أسهم مختلطة: يدفع جزء منها نقدا وجزءا عينا.

ج- من حيث استهلاكها: وتنقسم إلى:

ج-1 أسهم رأس المال: الأسهم التي لم تستهلك أي لم يرد قيمتها الاسمية إلى أصحابها أثناء حياة الشركة.

ج-2 أسهم التمتع: الأسهم التي استهلكه بأن ردت قيمتها الاسمية إلى أصحابها أثناء حياة الشركة.

د- من حيث الحقوق التي يقررها لأصحابها.

د-1 أسهم عادية: هو صك ملكية له ثلاث قيم اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، أما القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس والقيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات، الأرباح، المحتجزة، الأسهم العادية) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي تباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.²

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 2009، ص 50، ص 51.

² محمد الفاتح محمود بشر المغربي، تمويل المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2011، ص

والقيمة السوقية تعتبر التقييم الحقيقي للسهم العادي، وهي تتوقف على العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح التي تحصل عليه.

د-2 أسهم ممتازة: هو سند ملكية له الحق لقيمة الدفترية واسمية وسوقية مثل السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في تلك الأسهم الممتازة كما يظهر في دفاتر الشركة مقسومة الأسهم. ويجدر الإشارة إلى أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق وهناك بعض امتيازات حملة الأسهم الممتازة على العادية.

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحققها قبل حملة الأسهم العادية.
- حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة عن 5% في حال تحققها.
- حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحية الشركة أو خسرت.
- حق الحصول على فائدة شهرية متغيرة ومرتبطة بسعر فائدة.
- حق التحويل إلى أسهم عادية .

أما امتيازات حملة الأسهم العادية على الأسهم الممتازة.

- الأسهم العادية في الاحتياجات أو الأرباح المحتجزة بخلاف الأسهم الممتازة.
- الأسهم العادية لصادق التصويت داخل مجلس الشركة بخلاف الأسهم الممتازة.
- الأسهم العادية لصادق التصويت داخل الجمعية العمومية بخلاف السهم الممتازة.
- الأسهم العادية لصادق الترشح داخل مجلس الإدارة بخلاف الأسهم الممتازة.¹

3- خصائص السهم: هنا مجموعة من الخصائص نذكر منها

- أ- **التمثيل:** والمقصود به الناحية التمثيلية للسهم وهو صك يمثل ملكية لحصة شائعة في موحداث الشركة وله تمثيل نسبي لنفسه.
- ب- **التنوع:** مادام السهم عبارة عن حصص فليست كل هذه الحصص واحدة فهناك الأسهم النقدية والعينية وأسهم عادية وممتازة... الخ

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 52، ص 53.

- ت- التماثل: أي أن كل سهم يمثل وحدة واحدة من الحصة الشائعة من الموجودات ويقصد به أن الأسهم على تنوعها فيها ترد عند تصنيفها وإصدارها إلى القيمة الاسمية الواحدة، فالمالك للسهم ليس له حصة أكثر أو أقل من المالك الآخر لنفس السهم.
- ث- التسعيرة: أي قابليتها للتقييم والتسعير بأكثر من قيمة فيمكن أن تسعر بقيمة اسمية أو سوقية أو حقيقية أو تفاوضية بحسب مكان وأطراف التداول.
- ج- التحول: أي أن الأسهم قابلة للتحويل من سهم لآخر فيمكن ان تتحول الاسهم الممتازة إلى عادية.
- ح- التصرف: أي أنها قابلة لكافة أنواع التصرفات المالية الأخرى وليس حصرا على البيع والشراء
- خ- التماسك: عدم قابلية للتجزئة.
- 4-مزايا وعيوب الأسهم:
- المزايا : يمكن أن نعدد بعضها كالاتي: ¹
- العائد المتوقع من السهم العادي أكبر من ذلك المتوقع من السند.
 - حاملو الأسهم العادية لهم حق التصويت في المجلس.
 - الأسهم العادية للشركات الكبرى في البورصة تستطيع التخلص منها بسرعة وبقيمتها التجارية.
 - في حالة الأسهم الممتازة المنشأة غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباحا.
- أما العيوب:
- السهم العادي يحمل درجة خطر أكبر من السند.
 - المؤسسة توزع الربح بين أصحاب السندات قبل حاملو الأسهم وهو آخر من يتلقى أرباحهم.
 - ارتفاع تكاليف فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق التمويل بالاقتراض لأن التوزيعات الأسهم الممتازة على عكس فوائد تخصم من الوعاء الضريبي.

¹ شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005، ص 70، ص 71.

- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لخطر أكبر من إلى يتعرض لها المقترضون وبالتالي يطلبون عائدا أعلى.

ثانيا: السندات

1-تعريف السند: هو صك يعود بدخل ثابت على صاحبه ويمثل ديناً على المؤسسة لأصل طويل المدة مع دفع القيمة الاسمية عند الاستحقاق¹

كما يعرف على أنها السندات هي تصدرها لمنشآت الأعمال تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشآت والمستثمر وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول(المنشأة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في التواريخ المحددة².

2- أنواع السندات: هناك عدة أنواع من السندات نذكر منها:

أ- السندات العادية

هي أبسط أنواع السندات وهي أداة تمويل طويلة الأجل تسمى صك المديونية ذ، يعتبر حاملها دائناً للشركة والشركة مدينة له، تتصف بأنها غير أبدية ولها معدل فائدة محدد مسبقاً لا يحق لحاملها التدخل في تسيير المؤسسة يحصل على الفائدة في نهاية المدة تمكين بيعها قبل تاريخ استحقاقها.

ب- سندات ذات فائدة متحركة:

هي سندات وحدة من أجل محاربة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسند وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات يتلائم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق بهدف التقليل من الخسائر.

ج- السندات القابلة للتحويل:

هي السندات العادية قابلة للتحويل إلى أسهم بحق حامل هذه السندات بأن تحويلها إلى أسهم في فترة لاحقة تتميز هذه السندات بأن أسعارها أعلى من أسعار السندات العادية.

¹ ضياء مجيد الموسوي، الازمة الاقتصادية العالمية، دار الهدى، الجزائر، 1990، ص82.

² محمد الفاتح محمود البشري الغربي، مرجع سبق ذكره، ص 93، ص94.

ح-السندات الحكومية:

هي وثائق الدين العام طويلة الأجل تصدر عادة من البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة¹ وتلجأ الحكومة إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة.

و- السندات المشاركة:

تعطي المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من الأرباح المنظمة.

3- خصائص السند: تتميز السندات بخصائص أهمها²

أ- أن السندات هي أداة استثمارية ثابتة لدخل بقدر الفائدة لسنوية المتفق عليه في شروط الإصدار.

ب- للسندات فترة إطفاء محددة إذ يتم إضفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الإصدار.

ت- يعد السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي ويسمح لحامله بيع ونقل ملكيته، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة لحاملي السندات عند تداولها في السوق الثاني.

4-مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات:

أ-ثبات واستمرارية نسبة العوائد إذ يحصل حامل السند على العائد المحدد في شروط الإصدار بغض النظر عن رقم الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ب-انخفاض درجة المخاطر عند حلول موعد إضفاء السند خاصة بالنسبة للسندات المضمونة بأصول الشركة إذ يستطيع حامله أن يستوي قيمة السند من هذا الضمان.

¹ هو شيار معروف كاكما مولا، مرجع سبق ذكره، ص 114 .

² دريد كامل ال شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 265،ص266.

ج- تتمتع السندات بالميزة الضريبية من خلال احتساب فوائدها كلفة لأغراض الاحتساب الضريبي أو إعفائه السندات الحكومية من ضريبة الدخل مثلا ولذلك نرى أكثر المستثمرين يملون إلى السندات لقلّة مخاطرها وهذا لا يعني عدم وجود مخاطر من أهمها:

-مخاطر السيولة : تفتقد السندات طويلة الأجل إلى خاصية السيولة مما يعرض حاملها إلى انخفاض القدرة الشرائية.

-تقلبات الأسعار: تتحرك أسعار السندات هبوطا وسعودا عكس حركة معدل الفائدة السائد في السوق فعند ارتفاع سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى انخفاض سعر السند.

-مخاطر استدعاء السند: إذ كان من ضمن شروط الإصدار شروط الاستدعاء ستستغل الشركة المصدرة الفرصة المناسبة لاستدعاء ورفع الفائدة على السند لتغطية الخسارة.

-مخاطر رفع مالي: إن دراسة مخاطر الرفع المالي للشركة المصدرة يعد من الأمور المهمة، وهناك معايير لنسبة الرفع المالي يأخذها المستثمرين بعين الاعتبار لأن المقرضين للآخرين هم منافسين إضافيين لهم الحق في موجدات الشركة في حالة تعرضها للتصفية.

الفرع الثاني: الأوراق المالية الحديثة¹

أولا الخيارات: option

هي عبارة عن عقود يمنح بموجبها مصدر الخيار حامل الخيار العقد الحق دور التزام لشراء أو بيع، أصل مالي بسعر، متفق عليه وقت تحرير العقد في خلال مدة زمنية ، أو في تاريخ محدد ويمنح المشتري هذا الحق مقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الخيار تدفع المصدر الخيار ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ وبيع أو شراء الأصل محل الخيار بسعر التنفيذ أو الممارسة.

ويسمى الخيار الذي يمنح لمالكه الحق في شراء ب: خيار الشراء cull option أما الخيار الذي يمنح

لمالكه الحق في بيع الأصل محل الخيار ب خيار البيع put option

¹ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق لمالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطورها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 79، ص 80، ص 81، ص 82.

ثانيا: العقود المستقبلية:

هي عقود معيارية واتفاقية تجهيز يمكن تحويلها إلى تاريخ تسليم آجل وبحجم مقدار محدد من سلعة معينة وبسعر محدد.

فالسعر المستقبلي لهذه الصفقة يكون عند تاريخ الاستحقاق العقد ويتم تحديد اليوم، المتاجرة بالعقود المستقبلية تعني التزام مالي تنشأ بين المشتري والبائع والعقود المستقبلية عبارة عن عقود قانونية وتستخدم لتغطية أنواع متعددة من السلع على وفق تاريخ تسليم في المستقبل وبسعر محدد للوحدة بالنسبة للسلع وكذلك يرى (EALES) بأن مفهومها الجوهرية يشبه العقود الآجلة فيها يشير إلى أن اتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينها في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد الآن ولأن الاختلاف الجوهرية للعقود الآجلة والعقود المستقبلية هي أن العقود المستقبلية عقود معيارية ويتم تحديد شروطها في بورصة المستقبلية أما أطراف العقد الآجل فلا يتحدد دون المواصفات المعيارية وإنما يكونون قرار في تحديد الشروط التفصيلية مثل الكمية، النوعية، ووقت التنظيم للموجود الذي يكون قابل للتسليم.

ثالثا: العقود الآجلة: ¹

تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا، بحيث يتم تسليم في تاريخ لاحق وهي بذلك التعريف لا تختلف عن المستحقات المالية عن المستقبلية باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلية في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد بها سوقا قانونيا وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات العقد، بحيث لا يمكن التخلص منها بيعة في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلية.

رابعا: المبادلات: هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد آنيا وفقا لقيمة الصفقة على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق، وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية) .

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية ، عمان، 2011، ص 33.

تكون ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيار وتمثل عمليات المبادلات فيما يلي: عمليات مقايضة، العملات، عمليات مقايضة حق الخيار، عمليات مقايضة الأسهم، عمليات مقايضة معدلات العائد.

المبحث الثالث: كفاءة و مؤشرات البورصة و مخاطرها

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في البورصة وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين أي أن أي معلومة ترد إلى السوق تنعكس في سعر الورقة المالية ويسمى ذلك السعر العادل ليس هذا وحسب بل يعتمد المستثمرون على المؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه الأسعار بمختلف الأوراق المالية المتداولة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقديم على السواء خاصة أن هذه السوق تنطوي على درجة عالية من المخاطر بسبب التقلبات التي تحدث فيها لذا قسمنا هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- فرضية كفاءة البورصة.
- مؤشرات البورصة.
- مخاطر البورصة.

المطلب الأول: فرضية كفاءة البورصة.

قد أثار موضوع كفاءة السوق اهتمام الكثير من المهتمين الباحثين في مجال الاستثمار سواء على المستوى النظري أو التطبيقي وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات التي تحدد شروط الواجب توفرها في السوق التي تتسم بنوع من الكفاءة.

الفرع الأول: تعريف كفاءة السوق ومتطلباتها.

أولاً: تعريف كفاءة السوق: تعرف السوق الكفاءة بأنها سوق تعكس فيها أسعار الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني بين الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى النتائج محددة بشأن الورقة المالية وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:

- التخصيص الأمثل للموارد.

- التقييم الدقيق للمبادلات

- تقديم خدمات بأقل تكلفة.

كما يعرف كفاءة السوق " أنها السوق التي تحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة أي توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا ويعتبر السوق كفؤ عندما تكون القيمة السوقية للسهم متساوية إلى قيمته الحقيقية¹.

ثانيا: متطلبات كفاءة السوق².

لكي تتحقق كفاءة البورصة جيب أن تتوفر فيها خاصيتين أساسيتين هما:

1- كفاءة التسعير: يطلق عليها الكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم المرآة العاكسة لكافة المعلومات المتاحة، ليس فقط هذا بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بمعنى أن الفرصة متاحة لجميع المتعاملين للحصول على تلك المعلومات وبهذا تصبح السوق بمثابة سيارة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب إلى أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

2- كفاءة التشغيل: يطلق عليها الكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبدوا المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه وكما يبدو أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فللكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل جهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع او كانت تكلفة المعلومات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

¹ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 501، ص 502.

الفرع الثاني: شروط السوق الكفاءة:

توفر الخاصيتين السابقتين لسوق الأوراق المالية مرهون بتوفر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:¹

1- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا شرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.

2- وتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العدد ق والاتساع حيث يوجد مجموعات كبيرة ومختلفة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

3- أن يكون هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا شرط هو في الحقيقة الأمر نتيجة طبيعة لتوفر الشرط السابق وتوفر خاصية السيولة في أسواق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المنافسين لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة خاصة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه وأن تخفض من احتمال حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير مأمونة فيه .

4- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر والحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمرين فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

5- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات من أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدر المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط إدراج في السوق توفر متطلبات خاصة في

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وفاق استثمار، خيارات)، مرجع سبق ذكره، ص 191، ص 192.

الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصيحة عن نشاطها خلال العام.

6- توفر تقنيات الحديثة المناسبة لحركة تداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة بين السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والإرشاد للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا وسكونه من أفراد ذو خبرة ثانيا ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة بسلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية .

الفرع الثالث: مستويات كفاءة السوق¹ :

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات حيث أن مفهوم الكفاءة نسبي وليس مطلقا.

أولاً: المستوى القوي: يتوفر في هذا المستوى كل المعلومات للمتعاملين في السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية وبني ذلك أن تتوفر كل المعلومات في السوق بشكل عام ولا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة احتكار المعلومات .

التقنية المتوقعة للأرباح غير العادية: صفر

ولكن هذا المستوى لا يعني عدم قدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات المعلنة وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية ولكن نلاحظ على هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي لما يتعرض له هؤلاء المحللين إلى حسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة.

ثانياً: المستوى شبه القوي: تقتصر المعلومات في هذا المستوى على البيانات المنشورة والمعلنة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها لذلك يكون هنالك مجال لبعض الأشخاص من

¹ وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 20، ص 21.

المحللين للوصول إلى معلومات غير منشودة وغير معلنة يحققون من خلالها بعض الأرباح غير عادية من خلال استغلال ما يسمى بظاهرة (احتكار المعلومات).

ثالثا: المستوى الضعيف: وهو المستوى الذي لا يعكس فيه الأسعار المتداولة في السوق المالي الأسعار الحقيقية أو الأسعار التاريخية ولذلك تكون فرصة أمام المحللين وأصحاب الخبرة من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية سواء كان من خلال تطبيق ظاهرة احتكار المعلومات، ومن خلال القيام بتحليل الدقيق المعتمد على الخبرة للوصول إلى اتخاذ قرارات تجنبهم الاستثمار في أدوات السوق المالي غير الفعالة والتركيز على الاستثمار بأدوات تحقق أرباحا عادية.

المطلب الثاني: مؤشرات البورصة.

لأن كل الدراسات السابقة لمجموع المفاهيم والنظريات الاقتصادية والمالية الخاصة بالوصول إلى تحديد سوق مالي ذي كفاءة مالية لا نستطيع التوصل لذلك بدون الرجوع إلى معيار أو مقياس يستخدم لهذه الغاية، ومن هنا لابد من التعرف على بعض النماذج المستخدمة في عملية التقييم ولقياس مستوى كفاءة الأسواق المالية ولهذا الغاية سيتم التركيز فقط على المؤشرات والمقاييس الخاصة بكفاءة السوق المالي.

الفرع الأول: تعريف وأنواع المؤشرات.

أولاً: تعريف المؤشر: هو أداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيدا إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما يعطي مؤشرا لوضع الاقتصاد.

ثانياً: أنواع المؤشرات: يمكن تقسيم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية إلى مؤشرات متعددة نذكر منها على سبيل المثال:

1- مؤشرات البورصة الأكبر شهرة في الولايات المتحدة الأمريكية:

أ- مؤشر دواجونزا للصناعة: dowjohes industrial

يحتوي هذا المؤشر على 30 شركة صناعية في الولايات المتحدة الأمريكية يعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الوزون بالسعر $insuscprioweihted$ وهذا المؤشر يعتمد سعر السهم في السوق وأنه يجب وضع أساس للأسعار في اليوم الأول (كيوم عمل) في السوق

السعر	الأسهم	مثال
10	A	
40	B	
100	C	

$$ind1 = \frac{10 + 40 + 100}{3} = 50$$

وهذا المؤشر ينحاز نحو سهم السعر الأعلى

$$ind2 = \frac{10 + 40 + 100}{10 + 40 + 100} \times 100 = 100\%^1$$

بالمقارنة مع أسهم أخرى نأخذ المعيار لسابق للمقارنة ونأخذ الأسعار السابقة للأسهم قبل التعديل وتوجد بعدها القيمة الجديدة كما يلي:

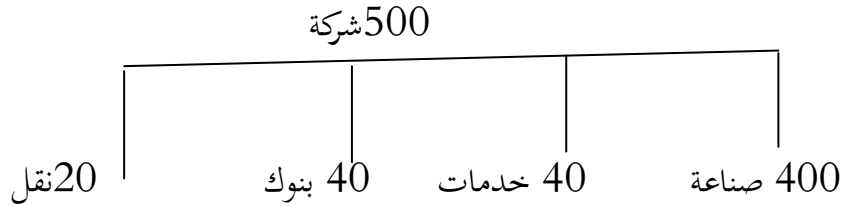
السعر الجديد	السعر	الأسهم
11	10	A
40.5	40	B
98	100	C

$$ind2 = \frac{10 + 40.5 + 98}{10 + 40 + 100} \times 100 = 99.6\%$$

ب-مؤشر ستاندر Standard Idex

وهذا المؤشر المستخدم يحتوي على العديد من الشركات في مختلف القطاعات وهي موزعة كما يلي:

¹وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 244.



وهذا المؤشر يعتمد على عملية التمهيد لأسعار الأسهم المتداولة فيه على عدد الأسهم المتداولة \times سعر الأسهم

من خلال ما سمي (الوسط الموزون بالقيمة السوقية)

مثال :

السهم	الأسهم المطروحة في السوق	السعر	القيمة السوقية	الوزن
A	150	10	1500	12%
B	200	20	4000	32%
C	500	14	7000	56%
			12500	100 %

الحالة الأولى عند الافتتاح بتحديد أسعار محددة وعدد أسهم ثابت ماذا بعده لو تغيرت الأسعار المطروحة للأسهم وبنفس عدد الأسهم

A	150	11	1650	13.5%
B	200	20.5	4160	33.5%
C	500	13	6500	53%
			12310	100%

إذ يكون التغيير للقيمة السوقية للسهم (C) وهي القيمة الأعلى¹

$$ind1 = \frac{(10 \times 0.12) + (20 \times 0.32) + (14 \times 0.56)}{(10 \times 0.12) + (20 \times 0.32) + (14 \times 0.56)} \times 100 = 100\%$$

¹ وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 245.

$$ind2 = \frac{(11 \times 0.135) + (20.5 \times 0.335) + (13 \times 0.53)}{(10 \times 0.12) + (20 \times 0.32) + (14 \times 0.56)} \times 100 = 98\%$$

ج- مؤشر الوسط الموزون بالتساوي:

ويتم الاعتماد عليه كمؤشر من خلال ما يسمى بمؤشر Average thevalue line وهو يحتوي على 1700 شركة في أمريكا، وجزء منها من السوق النظامي وجزء منها من (overthe countes) خارج السوق ويتم بناء على هذا المؤشر استثمار مبلغ معين من النقد في كل شركة مثاله لنفرض أنه في الأساس قررنا استثمار 100 دولار في كل سهم

عدد الأسهم	سعر السهم	السهم
10	10	A (100) سهم
5	20	B (100) سهم
7	14.285	C (100) سهم

عدد الأسهم = (مبلغ الاستثمار ÷ سعر السهم)

$$ind1 = \frac{(10 \times 10) + (20 \times 5) + (14.285 \times 7)}{300} \times 100 = 100\%$$

لقد فرضنا أنه قمنا بتغيير أسعار الأسهم وبقيت الأعداد للأسهم ثابتة، مع بقاء ثبات مبلغ الاستثمار الرئيسي 100 دولار لكل سهم.

عدد الأسهم	سعر السهم	السهم
10	10.2	A
5	20	B
7	14.5	C

$$ind2 = \frac{(10.2 \times 10) + (20 \times 5) + (14.5 \times 7)}{300} \times 100 = 101.17\%$$

ونلاحظ أنه في هذه الحالة وهذا المؤشر تم التخلص من التحيز للأسهم القوية مرتفعة السعر كما كان في المؤشرات السابقة.

2 المؤشرات البورصة الأكثر شهرة في اليابان:

- أ- مؤشر نيكاي NIKKEI : مؤشر ببورصة طوكيو اليابانية تم إنشاؤه عام 1950 ويكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة ويعتمد حسابه على أساس القيمة السوقية .
- ب- مؤشر توبيكس TOPIX : لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/10 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس ويعتبر هذا المؤشر أهم من سابقة لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية لكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

3-مؤشر كاك 40: يحسب انطلاقا من عينة تتكون من 40 قيمة للأسهم تداولها وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغيير في القيمة السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 100 نقطة ويحسب هذا المؤشر كل 30 ثانية في كل جلسة بورصة وتتم عملية حساب مؤشر كاك 40 وفق الصيغة التالية:

$$\text{كاك مؤشر} = \frac{\text{الحالية السوقية القيمة}}{\text{المعدلة القاعدية السوقية القيمة}}$$

أ-مؤشر كاك لكافة الأسهم: وهو مؤشر أكبر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصة الفرنسية ويتضمن 300 مؤسسة في سنة 1991 وقيمة المؤشر في سنة الأساس هي 100 نقطة وذلك في 1981/12/31.

الفرع الثاني: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات وكيفية بنائها.

تتغير مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور¹ الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بصفة أخص غير أن للمؤشرات استخدامات عديدة تهم المستثمرين وكذا كيفية بناء هذه المؤشرات.

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 247.

أولاً: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات.

نظراً لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك لاختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه ومن تلك الاستخدامات نذكر:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداة المحفظة: القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغيير في سعر السهم ما والتغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق، فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغيير في عائد محفظة أوراق مالية إيجاباً أو سلباً بمجرد معرفته لاتجاه التغيير الذي طرأ تغييراً طرأ على مؤشر حالة السوق، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة. وبالطبع إذا كانت استثمارية كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقاً لفكرة التنويع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختار عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة بالسوق)، الذي يعكس المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية (البنوك، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، ومؤسسات إدارة أموال المعاشات) والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع ماركوفوتز، يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: يشير ريلي وفرنسيس إلى أنه إذا أکمن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه عادةً بالتحليل الأساسي الذي سنتعرض له في فصول تالية. فإنه قد يمكنهم التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل وهذا أمر من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم، ويضيف أنصار التحليل افني أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق وقد يكتشف فن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه.

4-تقدير مخاطر المحفظة: كذلك يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس هذه الأخيرة بمعدل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوري بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة¹.

ثانيا: كيفية بناء المؤشرات

تشارك مؤشرات البورصة في جملة من الصفات حيث تأخذ بعين الاعتبار حين بناءها اختيار العينة واختيار الأوزان النسبية لأفراد هذه العينة على الرغم من التفاوت بين تلك المؤشرات من حيث كيفية بناءها فإنها جميعا تقوم على أسس عينوية الملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة في داخل العينة وطريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر.

1-ملائمة العينة: يعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب و هي الحجم والانتساع والمصدر. أ-الحجم: تشير القاعدة العامة في هذا الإطار إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا في واقع السوق.

ب-الانتساع: يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق² والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهمها لمؤسسات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تمييز إما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المؤسسات المكونة لتلك الصناعة .

ج- المصدر: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر حيث ينبغي أن يكون مصدرها السوق الأساسية التي تتداول فيها الأوراق المالية.

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 248

² الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجستير، تخصص مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2012، ص 57، ص 58.

2- الأوراق النسبية لأفراد العينة المختارة: تعني الأوزان النسبية المعطاة لكل سهم من أسهم العينة المكونة للمؤشر ويمكن التمييز بين ثلاث صيغ هي:

أ- **الوزن أساس السعر:** حيث يتحدد وزن السهم بصفة تلقائية وذلك على أساس مقدار (شبه) سعر هذا السهم مجموع أسعار الأسهم الفردية المكونة للمؤشر، ويدعى هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر وبحسب متوسط العائدي على المؤشر من فترة إلى أخرى.
من فترة إلى أخرى كما يلي:

$$\frac{[(\text{سنة } 11) \text{ للمؤشر المطلقة القيمة} - (\text{سنة } 1 + \text{سنة } 1) \text{ للمؤشر المطلقة القيمة}]}{}$$

(سنة 1) للمؤشر المطلقة القيمة

على عائد متوسط مؤشر =

ومن عيوب هذه الصيغة أن قيام الوزن النسبي على سعر السهم وحده وهو أمر تحكيمي حيث أن سعر السهم قد لا يعكس بصدى وأمانة أهمية المؤسسة أو حجمها، إذ قد يعود ارتفاع السعر إلى انخفاض عدد الأسهم التي تمثل مجموعها رأسمال المؤسسة كما أنه يعاب على هذا المؤشر أنه سيختل كثيرا بمجرد وقوع اشتقاق واحد أو أكثر من الأسهم المكونة لعينة المؤشر.

ب- **الوزن على أساس القيمة:** يتحدد الوزن النسبي للسهم بإعطاء القيمة السوقية الكلية لكافة الأسهم العادية للمؤسسة الممثلة داخل المؤشر، وتحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة داخل المؤشر.

3- **طريقة حساب قيمة المؤشر:**

يمكن التمييز بين طريقتين في كيفية حساب قيمة المؤشرات وهما:

أ- حساب قيمة المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس الأرقام القياسية) ويلاحظ أن معظم المؤشرات يتم حساب قيمتها من خلال المتوسط الحسابي.
ب- حساب قيمة المؤشرات على أساس المتوسط الهندسي للأسعار الأسهم المكونة للعينات التي تقوم عليها المؤشرات.

المطلب الثالث: مخاطر البورصة.

إن المخاطرة في الاستثمار قد تعني بشكل عام احتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما توقع خسائر رأسمالية، ون المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافعة للعائد.

الفرع الأول: مخاطر البورصة.

تقسم مخاطر الاستثمار إلى:

أولاً: المخاطر النظامية: قد تسمى أيضاً مخاطر سوقية أو عادية وهي المخاطر¹ الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

وترتبط هذه المخاطر بالعوامل والظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد وظروف التضخم أو ارتفاع معدلات أسعار الفوائد وأسعار الصرف أو الحروب والانقلابات السياسية فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية سياسية كصناعة الصلب والحدي والصناعات كالمطاط، وبعض الشركات التي يتصف عملها بالمؤسسة كشركات الطيران، وبشكل عام يمكن أن نذكر أن أكثر الشركات تعرضا للمخاطر النظامية هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي النشاط في سوق الأوراق المالية، وتتمثل المخاطر النظامية في الأنواع التالية:

1-مخاطر معدلات الفائدة: وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغيير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية والمعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصا السندات منها تتأثر بالتغيير في معدلات الفائدة السوقية بطريقة عكسية، فكلما زادت معدلات الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس صحيح، وبسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن معدل الفائدة للسوق هو عبارة عن سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا زاد سعر الفائدة السوقية، فتنخفض بذلك

¹ وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 176، ص 190.

قيمة السند في السوق أي يقلل سعره، وبالعكس يرتفع سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقي وبشكل عام كما طال آجل استحقاق السند يزداد تعرضه لخطر أسعار الفائدة.

2-مخاطر القوة الشرائية: مخاطر ناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخرات أو المبلغ المستثمر نتيجة لوجود تضخم في الاقتصاد أو بعبارة أخرى، في حالة عدم التأكد من مستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر ويكون له تأثير كبير في حالات حسابات التوفير، أو التأمين على الحياة، أو السندات، وأي استثمار يحمل عائد ثابت.

ففي حالة ارتفاع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحالية، وأكثر الأدوات في الاستثمار تعرضا لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل والاستثمار في الأسهم العادية يشكل في معظم الأحيان للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية وذلك لأن أسعار الأسهم في السوق المالية تستجيب غالبا للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى بنفس الدرجة فتحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار.

3-المخاطر السوقية: تشمل تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.

ثانيا: المخاطر غير المنتظمة: وهي جميع المخاطر التي قد ترتبط بنوع¹ معين من الاستثمار عن غيره، وقد تكون هذه المخاطر غير نظامية مخاطر تصيب نوع واحد من الاستثمار مثلا الاستثمار في الأسهم العادية عن غيرها من الاستثمارات (السندات، أسهم ممتازة، أدوات) ويعني ذلك أن السهم العادي قد يتعرض لعدة مخاطر تؤثر فقط وقد نذكر أن المخاطر الغير نظامية مخاطر ناتجة عن العوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل ومن هذه المخاطر حدوث إضراب عمالي في شركة أو في قطاع اقتصادي معين أو بعض الأخطاء الإداري وظهور اختراعات جديدة، وتغيير في الحملات الإعلانية والتغيير في أذواق المستهلكين وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة بالذات والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر الغير منتظمة هي تلك الشركات التي تنتج سلع استهلاكية معمرة وتمثل المخاطر الغير نظامية في الأنواع التالية:

¹ وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 174، ص 175.

1-مخاطر الإدارة: قد تسبب الأخطاء الإدارية اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار بالرغم من أن المنشأة تتمتع بجودة نتيجة وقوة المركز المالي، وقد تؤدي الأخطاء الإدارية إلى انخفاض معدل العائد حتى في حالات الازدهار الاقتصادي.

وإن تحمل شركة معينة لخسائر من خلال انخفاض مبيعاتها مثلا سيؤثر وبشكل سلبي على سعر سهم الشركة داخل الأسواق المالية المحلية والدولية وقد يتحمل المستثمرون في مثل هذه الشركات والأسهم خسائر رأسمالية كبيرة.

وفي حالات كثيرة تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة للإدارة منع تداول لأسهم هذه الشركة في سوق الأوراق المالية، وبعض الأخطار غير المعتمدة التي تقوم بها لإدارة إلى الاقتراب من حالة الإفلاس وأخذ بما يسمى بمخاطر الفشل المالي، ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف، عدم اتخاذ تدابير مناسبة في الأزمات والحوادث الطارئة وإضرابات العمال، أو مثلا خسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، أو فقدان ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم.

2-مخاطر الصناعة: وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضحة دون أن يكون لها تأثير هام خارج نطاق هذا القطاع، وقد تنتج مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة مثلا، عدم توفر المواد الخام للصناعة، أو ظهور قوانين تمس الصناعات المعينة مثل قوانين حماية البيئة. وتغير في أذواق المستهلكين أو التوقف على استخدام منتج معين نتيجة لظهور اختراعات أحدث فعند ظهور السيارات مثلا كسده صناعة العربات، وتؤثر المنافسة الأجنبية على الصناعات المحلية وتختلف تأثير مخاطر الصناعة من قطاع لآخر ومن وقت لآخر فقد يظهر في وقت معين غالب المخاطر ولكنه يكون قليل أو معدوم في أوقات أخرى.

الفرع الثاني: طرق تقليل مخاطر البورصة.

تتمثل طرق التقليل من مخاطر البورصة فيما يلي:

أولاً: التنوع: يؤدي التنوع في الاستثمارات إلى تخفيض المخاطرة إلا أنه لا يؤدي إلى إزالتها أو القضاء عليها وتتمثل مجالات تنوع الاستثمار فيما يلي:

1-تنوع لأوراق المالية التي يجوز الاستثمار فيها وقيمتها الاستثمار في كل نوع.

- 2- مستوى جودة الأوراق المالية، حيث يرتبط مباشرة مع النسبة المقبولة من المخاطر، فعند الرغبة في عدم قبول مخاطر عالية ف'نه يلزم شراء أوراق مالية جيدة المستوى.
- 3- تواريخ الاستحقاق فيجب أن تتماشى تواريخ استحقاق السندات مع احتياجات التدفق النقدي ومتطلبات السيولة، فهناك مشكلة عدم توافق تواريخ استحقاق الودائع مع تواريخ استحقاق القروض.
- 4- عند إدارة المحفظة يجب مراعاة درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة إذ أن تقليل المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد يتم من خلال اختبار أوراق مالية لا يوجد ارتباط بين عوائدها فكلما زاد الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة كلما ارتفعت نسبة المخاطر فيها.
- ثانيا: سياسة الوقاية من الخسائر:** يمكن إتباع سياسات معينة للوقاية من مخاطر احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية فعند توقع انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ثمانية أشهر في نفس الوقت الذي يتوقع فيه زيادة الطلب على القروض وظهور حاجة السيولة، فإنه يجب العمل على الوقاية من خسائر بيع الأوراق المالية بعد ثمانية أشهر بتوقيع ما يسمى العملات الأجنبية والأدوات المالية والسلع ويعطي عقد الإيجار هذا لحامله حق في بيع وشراء كمية معينة من الأوراق المالية سعر محدد مقدما في تاريخ معين والحق في أن لا ينفذ عملية البيع والشراء¹

¹ الجوزي غنية، مرجع سبق ذكره، ص 64.

خلاصة الفصل:

نخلص في نهاية هذا الفصل إلى جملة من الاستنباطات :

-تعتبر البورصة القناة التي تمر عبرها تدفقات الأموال من جهة آتي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج وبالتالي فهي تسعى إلى تحقيق التوازن بين العرض الموالم والطلب عليها.

-تشمل البورصة سوقا بمفهوم الاقتصاد للسوق حيث يمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع المتمثلة في الأسهم والسندات وعنصر الجذب الوحيد بالنسبة للبائع والمشتري، كما تصنف هذه السوق ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

-إن التعامل في الأوراق المالية يتم من خلال تدخل عدة أطراف وهم الطالبون والعارضون لرؤوس الأموال والوسطاء وذلك بتوفر شروط معينة.

-نظرا لكون البورصة الإطار الذي يحدد فيه القيمة السوقية للأوراق المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة.

-أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها ونظرا لانطوائها على درجة عالية من المخاطر بسبب تقلبات التي تحدث فيها والتي تؤدي إلى إلحاق الخسائر الكبيرة بالمتعاملين بما فقد زاد الاهتمام بدراسة مخاطرها ومحاولة التقليل منها.

الفصل الثالث

البورصة و المؤسسات الصغيرة

و المتوسطة في الجزائر

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

تمهيد:

تخضع بورصة القيم المنقولة في الجزائر لتنظيم مقنن يحدد كل المتدخلين من متعاملين و وسطاء إضافة إلى الإدراج في البورصة و إصدار و تداول الأوراق المالية فيها، و نظرا لانخفاض الاستثمار فيها و المتعاملين بها.

لجأت السلطات الجزائرية إلى إجراء إصلاحات جوهرية و هذا بين هذه الإصلاحات بداية فتح المجال للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و دخولها بورصة القيم المنقولة و عليه سنتعرض إلى المباحث التالية:

- واقع بورصة الجزائر.
- دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر.
- العراقيل التي منعت دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر و آليات تشجيعها

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

المبحث الأول: واقع بورصة الجزائر.

ظهرت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية أول مرة في ظل الإصلاحات، الاقتصادية التي قامت السلطات الجزائرية بتسطيرها سنة 1987 والتي شرعت في تنفيذها سنة 1988 وعليه تم إصدار قوانين تقيد باستقلالية المؤسسات العمومية وميادين المساهمة حيث إنشاء ثمانية صناديق مساهمة تتقاسم فيما بينها رأسمال المؤسسات العمومية بعدما تطرحه في شكل عدد من الأسهم وعليه تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة ومن ثم صار من الضروري إنشاء بورصة للأوراق المالية لتداول هذه الأسهم وعليه تم تقييم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- نشأة بورصة الجزائر.
- تنظيم بورصة الجزائر.
- إجراءات قبول المؤسسات ببورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر.

عرفت الجزائر تحولات هامة خلال العقود السابقة منها الإصلاحات الهامة لتحرير الاقتصاد وتهيئة المحيط ورغبة منها في ربح الوقت رأت السلطات العمومية أنه من الحد فيد توفير آليات ذات فعالية بالنسبة لنظام اقتصاد السوق وهذا ما حدث وعلا وذلك بإنشاء بورصة الجزائر.

الفرع الأول: نشأة البورصة ومفهومها.

أولاً: نشأة البورصة: مرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر بمراحل الآتية¹:

1-المرحلة الأولى: (1990-1992)

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدت إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذا إنشاء صناديق المساهمة من جملة هذه الإجراءات أنشئت بمؤسسة سميت شركة القيم المنقولة (SGBV) كانت مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى لقد تأسست هذه المؤسسة بفضل صناديق المساهمة الثمانية والتي هي (صندوق المواد الغذائية، الفلاحية، صندوق المناجم، صندوق التجهيز، صندوق الميناء، صندوق الكيمياء، البيترو كيمياء، الصيدلة، صندوق الاتصال الالكتروني والإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة صندوق الخدمات أما رأسمالها فلقد قدر بمبلغ (3200.00دج) يزيد المؤسسة مجلس إدارة تتكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

¹ شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 79، ص 80.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

2- المرحلة الثاني: (1992 إلى يومنا هذا)

لقد مرت هذه المرحلة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور الغير واضح الذي يجب أن تلعبه، ثم في فيفري عام 1992 رفع رأس مال المؤسسة إلى (3920.00 دج) كما تم تغيير اسم المؤسسة وأصبح بورصة الأوراق المالية .

اعتبر ذات المرسوم البورصة شركة أسهم من أهم المساهمين فيها المؤسسات المالية- بما فيها بنك الجزائر والخزينة العمومية- وصناديق المساهمة، المخول لهم قانونيا القيام بالعمليات سواء لحسابهم أو على اعتبار أنهم وسطاء، ومن جهته حدد المرسوم 91-170 أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروطه إصدار الشركات لها ليتم من خلال المرسوم رقم 91-171 تأسيس لجنة البورصة باعتبارها المسؤولة عن تنظيم السوق المالي خاصة فيما يخص مسألة قبول المتعاملين ووضع نظام العام للتسعير وحماية مدخرات المستثمرين .

المرحلة الثالثة: انطلاق العمل في بورصة الجزائر.

تأسست بورصة القيم المنقولة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر في 23 ماي 1993¹، (المعدل والمتمم بالأمر 96-10 الصادر في 10 جانفي 1996) وقد تم إنشاء هيئتين تشرفان على تنظيمها وتسييرها هما: لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (COSOB) وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)، أما من حيث ممارسة وإجراء العمليات فيقوم به بموجب ذات القانون وسطاء العمليات المالية (IBO)، لذلك ويهدف إجراء المعاملات بهذه البورصة صدر الأمر رقم 96-08 الذي يحدد قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية (ه، ت، ج، ق، م) والتي تتألف من صنفين من المؤسسات هما: شركة الاستثمار ذات الرأس المتغير (ش، أ، ر، م، م) حافظه القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول، وكذا الصناديق المشتركة للتوظيف (ص، م، ت) وهي ملكية مشتركة للقيم المنقولة تصدر حصصا ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة²، لتصدر بعد ذلك مجموعة من القوانين خلال الفترة 1997-1998، لعل أهمها قرارات وزارة المالية التي صدرت تباعا في 18 و25 نوفمبر 1997³ قصد ضبط أفضل للنشاط والتعاملات، وتوضيح أدق لدور مختلف الهيئات.

¹ الجريدة الرسمية العدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993.

² الجريدة الرسمية العدد3، الصادرة بتاريخ 14 جانفي 1996.

³ الجريدة الرسمية العدد 87، الصادرة بتاريخ 29 ديسمبر 1997.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

من خلال ما تقدم تم السماح للمؤسسات الوطنية ذات النتائج الجيدة (سونطراك، صيدال) باستغلال السوق لتوسيع رأسمالها بنسبة 20% ابتداء من 1998، حيث قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمنح التأشيرة رقم 001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997، على المذكرة الإعلامية المقدمة كم طرف شركة " سونطراك"، والتي تتعلق بقرض سندي 5 مليار دينار (تم تعديله إلى 12 مليار دج) بمعدل فائدة اسمي 13% مدته 5 سنوات، تبعته إصدارات من قبل شركات أخرى كشركة " رياض سطيف" التي لجأت إلى الدعوة العمومية للمدخرين من أجل رفع رأسمالها وذلك بوضعها في السوق 2 مليون سهم تأشيرة الدخول إلى البورصة لمجمع صيدال على أساس المذكرة الإعلامية المقدمة بتاريخ 24 ديسمبر 1998 وتمثل قيمة العرض في طرح سندات تساوي 20% من رأس المال الاجتماعي للمجمع والمقدر بـ 2.5 مليار دج أين قسّمت الحصة المتنازل علنها إلى 2.000.000 سهم بقيمة اسمية 250 دج للسهم.

ثانيا: مفهوم البورصة.

تعتبر بورصة القيم المنقولة إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة ومن الأشخاص المعنوي ذات القانون العام بالإضافة إلى المؤسسات ذات الأسهم وتعتبر البورصة¹.

- سك القصر غير مكلف بين الإطار والاستثمار.
- أداة السيولة الادخار على المدى الطويل.
- أداة لقياس أموال الشركات على المدى الطويل.
- أداة لفتح رأس المال للخصوصية والانصهار الشركات.

الفرع الثاني: المعوقات التي أخرجت انطلاقاً بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

قد أصبحت السوق المالية في الجزائر منذ 1997 واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية، غذ أن الهيكل التي تكونها أنذاك وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والنظام المتضمن سرها قائمة بفعل وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو تجسيد نظام اقتصادي يعتمد على مبادئ اقتصاد السوق، لكن رغم هذا التقدم الملحوظ إلا أن يقبض العقبات جعلت انطلاقة الفعلية لهذه السوق صعبة وعرقلت تطورها ومن هذه العقبات:

¹ شمعون، شمعون، المرجع السابق، ص 80.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

أولاً: المعوقات الاقتصادية.

إن غالبية المؤسسات ملك للدولة ومعظم هذه المؤسسات خاسرة إن هذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء هذه الأسهم كما أن هناك مؤشرات لا تشجع الأفراد عللاً استثمار مدخراتهم في شراء هذه الأسهم مثل معدل التضخم المرتفع معدلات الفائدة، كما أن نصف الكتلة النقدية يذهب إلى السوق الموازية (سوق غير رسمية) بدلاً من الاستثمار.

ثانياً: المعوقات السياسية والقانونية.

أصبح الوضع السياسي والأمني ابتداءً من بداية التسعينات من القرن 20 غير مستقر وهذا ما قد أثر على نمو وتطور بورصة الجزائر، نظراً لتعاقب الحكومات وتعدد السلطات المتبعة لكن لا بد من نوعية المستثمرين بأن القاعدة التشريعية وقوانين السوق المالية وحماية رأس المال بقيت سارية المفعول، بل وقد تم تحديثها لتتماشى ومتطلبات مواكبة البورصات العربية والبورصات الناشئة الأخرى¹. ومن الناحية القانونية يلاحظ أنه لحد الآن لم تستكمل القاعدة التشريعية الخاصة بالبورصة خاصة فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب وكيفية توزيع الأرباح على المساهمين والفوائد المحصلة من القيم المنقولة.

ثالثاً: المعوقات الاجتماعية والثقافية.

ينصب غالبية الأفراد المجتمع على إشباع الحاجات الأساسية وما تبقى من دخلهم يفضلون إبقاءه على مستواهم بدلاً من توظيفه وفي حالة تفكيرهم في الادخار يتوجهون إلى الوسائل التقليدية كالبنوك وصناديق التوفير والاحتياط، أما اللجوء إلى الاكتتاب في الأسهم أو السندات فهو شبه معدوم ويعتبر حكراً على طبقة معينة من المجتمع، وهذا راجع بشكل أساسي إلى نقص الثقافة المالية والرشادة الاقتصادية.

رابعاً: العامل الديني.

يعتبر العامل الديني ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في الأوراق المالية، فقبل القيام بتأسيس سوق مالية من المهم الأخذ بعين الاعتبار نظام القيم لدى العائلات الجزائرية، إذ نجد أن هذه الأخيرة تتمتع عن توظيف فرائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائد يتمثل في الفائدة والتي تعتبر من الربا في الإسلام.

¹ مرّوة أحمد جمال الدين، واقع البورصات العربية وأفاق تطورها في الدول العربية، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2007، ص 189.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

المطلب الثاني: تنظيم بورصة الجزائر.

الفرع الأول: الهيئات المنظمة للبورصة.

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹ (COSOB).

1-تقديم اللجنة: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهددة مدتها 04 سنوات، ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب كفاءتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع سنوات تبعا للتوزيع الآتي:

أ- قاض يقترحه وزير العدل.

ب- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية

ج- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.

د- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

هـ- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة.

و- عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

تخصص للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إعانة تمنح إياها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها وتحدد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

2- مهام اللجنة: تسهر اللجنة على:

أ- حماية المستثمرين في القيم المنقولة:

تسهر اللجنة على تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو دخول إلى البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية.

تمارس اللجنة زيادة على هذه المراقبة القلبية على الإعلام مراقبة بعدية على المؤسسات المقبولة في جدول التسعيرة وتتعلق بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه المؤسسات: الكشوف المالية

¹ التقرير السنوي للجنة تنظيم المراقبة عمليات البورصة لسنة 2009، ص 08-10، في www.cosob.org

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

والتقارير السنوية، ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييما لنوعية العملية التي يقرها المصدر، بل تعني ان المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.

ب- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:

تهدف مراقبة السوق أساس إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها وتنصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البوصة وماسكي الحسابات حافظي السندات وشركة تسيير القيم والمؤتمن المركزي على السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط وبالتأكد مما يأتي:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف.

- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.

- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.

3- سلطات اللجنة: لقد زود المشرع اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق وتأديب وتحكيم.

أ- **السلطة التنظيمية:** تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات وعلى حافظي السندات.

- واجبات الإعلام المفروضة على المؤسسات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.

- تسيير محفظة القيم المنقولة.

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

- القواعد المهنية المطابقة على الوسطاء في عمليات البورصة.

- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات - حفظ السندات.

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- ب- سلطة الاعتماد والتأهيل: تعتمد اللجنة على:
 - الوطاء في عملية البورصة.
 - شركات الاستثمار ذات الرأسمالية المتغير وصناديق التوظيف المشترك.
 - تؤهل ماسكي الحسابات - حافظي السندات.
- ج- سلطة المراقبة والتحقيق: تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد من:
 - احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.
 - امتثال المؤسسات التي تلجأ إلى طلب العلي على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.
 - إدراج التصويبات في حالة حدوث مخالفات.
 - حسن سير السوق.
- تؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة لإجراء التحقيقات لدى مؤسسات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة.
- د- السلطة التأديبية والتحكيمية: تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وغرفة تأديب وتحكيم تتكون من الرئيس وعضوين ينتخبان ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وقاضيين يعينهما وزير العدل، ويتولى رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمانة الغرفة ون مهامها:
- في المجال التأديبي: تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.
- في مجال التحكيم: تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة قد يحدث:
 - بين الوطاء في عملية البورصة.
 - بين الوطاء في عملية البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.
 - بين الوطاء في عملية البورصة وزيائتهم
 - بين الوطاء في عملية البورصة والشركات المصدرة.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

ثانيا: شركة إدارة بورصة القيم (SGBV):¹

1-تعريف شركة إدارة بورصة القيم: تعتبر شركة إدارة بورصة القيم المنقولة SGBV شركة خاصة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري في البورصة حيث تم تأسيسها في 25 ماي 1997 برأسمال يقدر بـ24 مليون دينار جزائري وهي التي يكون فيها المساهمون عبارة عن مجموعة من الوسطاء والمعتمدين من لجنة البورصة، وفي الواقع أنه منذ نشأتها ما فتئ رأسمالها يشهد الكثير من حالات الارتفاع، إذ قفز من 24 مليون دينار (في سنة 1997) إلى 4750.200.000 دينار (في سنة 2010) وذلك بعد أن تمت تسوية العديد من الزيادات المختلفة في الرأسمال.

ولشركة إدارة بورصة القيم المنقولة مجلس إدارة مكون من هيئة مالية تتمثل في:

أ- البنوك التجارية BNA , BADR , BDL , CNEP , BEN

ب- البنوك الخاصة UNION BANK

ج- شركات التأمين, CAAR , SAA , CNMA , CNR , CAAT

شارك في رأسمال مؤسسة SGBV الوسطاء في عمليات البورصة الذين يحتكرون سوق تداول الأوراق المالية في البورصة لحساب زبائنهم (المدخرين) أو لحسابهم الخاص²

2- مهام شركة إدارة بورصة القيم: تعمل شركة إدارة بورصة القيم على:

أ- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.

ب- التنظيم المادي لجلسات البورصة.

ج- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة.

د- تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة.

هـ- تسيير نظام تفاوض في الأشعار وتحديدتها.

و- نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.

ز- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

¹ سحنون جمال الدين، الانضمام إلى البورصة، رسالة ماجستير ، تخصص نقود ومالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة ، الجزائر، 2001، ص 50.

² التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص.74.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

ثالثا: المؤتمن المركزي على السندات " الجزائر للتسوية"¹. المؤتمن المركزي على السندات هو الهيئة الثالثة من الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وهي شركة ذات أسهم ارتفع رأسمالها من 75 مليون دينار جزائري في سنة 2002 إلى 240 مليون دينار جزائري سنة 2010 ويتكون رأسمالها من 240.000 سهم بقيمة 1.000.00 دينار من القيمة الاسمية وتحوز على ستة (6) بنوك عمومية وثلاث مؤسسات مسعرة في البورصة، وهي مجمع صيدال ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة -سطيف، ومع نهاية 2010 كان التعداد الإجمالي لموظفي الجزائر للمقاصة قد بلغ 25 موظفا من الموظفين، الإطارات وأعاون التحكم.

يقو المؤتمن المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية:

- 1- **وظيفة الحفظ:** فهو يمسك حسابات باسم المهنيين، وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر فإن المؤتمن المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي.
- 2- **وظيفة حركة تداول السندات:** وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب. ويقوم البنك والمؤسسات المصدرة والمتداولون بإرسال تعليمات تسليم السندات. ويراقب المؤتمن المركزي هذه التعليمات وينظم اتفاق الأطراف على التداول. وبحلول تاريخ التسوية/ التسليم يقوم المؤتمن المركزي بقيد حسابات السندات والوراق النقدية وفي حساب الدائن والمدين.
- 3- **وظيفة إدارة السندات:** فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات (الوضع قيد الدفع، زيادة رأس المال...) حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية. وزيادة على هذه الوظائف الثلاث (الحفظ وحركة السندات وإدارة السندات) التي تمثل المهام الأساسية للمؤتمن المركزي على السندات فإنه لا بد من التذكير بأن هذا الأخير يمكن أن يتولى وظائف أخرى تتعلق بالسندات منها:

أ- تقنين الأدوات المالية.

ب- جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب المؤسسات التي تقوم بالإصدار.

زيادة على تسيير عمليات التسوية والعمليات المرتبطة بالسندات المتعلقة بالقيم المنقولة (الأسهم وسندات استحقاق المؤسسات) فإن سندات التشبيه للخرينة قد تم تحويلها من بنك الجزائر إلى الجزائر للمقاصة، ويمارس المؤتمن المركزي مهامه على السندات تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

¹ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص 57.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

الفرع الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر.

أولا: الوسطاء في عمليات البورصة.¹

1- تعريف الوسطاء: لا يمكن القيام بعملية التفاوض على القيم المتداولة المقبولة بالبورصة إلا من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وهؤلاء الوسطاء، إما أن يكونوا أشخاصا اعتباريين في شكل شركات مساهمة أو أشخاصا طبيعيين على أن يتم اعتمادهم من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. ونشير إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة"

أ- نوع الوسطاء ذوي النشاط المحدود: وهي الحالة التي يريد فيها الوسيط تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط دون توسيع دائرة نشاطه لتشمل تقديم الخدمات في ميادين تسيير المحافظ المالية أو التوظيف أو السعي بمعنى يقتصر الوسيط على تمثيل أوامر عملائه فقط ويسمون سماسرة.

ب- نوع الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود: يكون الوسيط المنتمي لهذه الفئة يمارس فضلا عن مهنة التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة إحدى أو كل الأنشطة المتعلقة بالاستشارة، التوظيف، تسيير المحافظ المالية بمقتضى توكيل أو (صناعة السوق) يضاف إلى ذلك إمكانية القيام بالسعي المصنفي والممثل في عملية اقتراح الاكتتاب، الشراء التبادل، أو البيع للقيم المتداولة في الأماكن العمومية، مكان العمل أو الأماكن الخاصة بالعملاء المحتملين، وفي الأخير ، يمكنه القيام بأي نشاط آخر تحدده اللجنة.

2- الشروط الواجب توفرها لاعتماد الوسطاء في عمليات البورصة: حتى يتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة بالجزائر، ينبغي أن تتوفر فيهم جملة من الشروط والتي تختلف بالنظر إلى كون الوسيط طبيعيا أو شخصا اعتباريا.

أ- الشروط الواجب توفرها في الوسيط الذي له صفة الشخص الطبيعي:² ينبغي على الشخص الطبيعي الذي يريد أن يصبح وسيطا في عمليات البورصة تحقيق جملة من الشروط هي:

¹ محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة دكتوراه، الجزء 02. معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2000، ص 380، ص 382.

² العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، رسالة ماجستير، فرع النقود و المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة ، منشورة، الجزائر 2009، ص 54.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

- جزائري الجنسية ولا يقل عمره عن 25 سنة.
- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة اللازمة لضمان حماية المدخرين.
- تقديم اكتتاب كفالة تقدر بمبلغ خمسمائة ألف (500.00) دينار جزائري، ويمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر، بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي قد تقتضي ضمانا أكبر.
- حيازة محل واضح التعيين وملائم لممارسة النشاط.
- تحقيق شروط الكفاءة المهنية كالحصول على شهادة ليسانس في التعليم العالي في التخصص أو الشهادة معادلة لها، كما ينبغي أن يكون المعني قد حصل على تكوين مقبول في شؤون التجارة وتسيير القيم المتداولة وكسب تجربة مهنية مرضية.
- ب- **الشروط الواجب توافرها في الوسيط الذي له صفة الشخص المعنوي:** ينبغي على الوسيط في عمليات البورصة ذي الشخصية الاعتبارية أن تتوفر فيه جملة من الشروط حتى يمكنه ممارسة وظيفته كوسيلة وهذه الشروط هي:¹
 - الشكل القانوني الذي ينبغي أن يأخذه هذا الشخص المعنوي هو شركة المساهمة.
 - حيازة رأسمال مقداره مليون دينار جزائري (1000.000 دج) ويمكن للجنة أن تحدد قيمة الكفالة بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة والتي تتطلب ضمانات أكبر.
 - تتكون رؤوس الأموال الخاصة من رأس المال لاجتماعي والاحتياطيات والحاصل المنقول من جديد ونتيجة نهاية الدورة المالية.
 - حيازة محلات واضحة التعيين وملائمة لممارسة النشاط وضمن أمن مصالح العملاء على أن يمول مقر المؤسسة بالجزائر.
 - توفر المؤسسة على مسير على الأقل يهتم بالإدارة العامة لها تكتمل فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي سالفة الذكر.
 - ولقبول الوسطاء في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين يتعين عليهم تقديم طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وينبغي أن يرفق طلب الاعتماد عموما بما يلي:
 - ✓ وثائق تثبت المساهمة في صندوق الضمان، والاكتتاب في تأمين ضمان المسؤولية تجاه زبائنهم خاصة ضد مخاطر الخسارة، سرقة الأموال والقيم الممنوحة لهم من طرف زبائنهم.

¹ عبد الغفار الحنفي، رسمية قريبا قص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص310.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

✓ الالتزام باحترام القواعد الأخلاقية .

✓ وثيقة تثبت ملكية أو كراء المحلات المخصصة لنشاط الوسيط في عمليات البورصة.

✓ الالتزام بالاكتتاب في حصة من رأس مال شركة إدارة بورصة القيم ولا يكون الاعتماد نهائيا إلا عندما يكتب فعلا الوسيط في عمليات البورصة في الحصة المحددة من رأسمال الشركة المذكورة.

ثانيا: المستثمرون الماليون:

يستطيع المستثمر المالي في بورصة الجزائر التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق اللجوء لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إذ أن هذه الأخيرة نص عليها القانون من خلال الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، حيث قسمها إلى صنفين هما: شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير والصندوق المشترك للتوظيف.

1- شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير:

إن الشكل القانوني لهذا النوع من الهيئات هو شركات مساهمة حسب المشرع، وهي بنك تخضع للأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى الأمر المذكور أعلاه، والذي حدد رأسمالها بخمسة ملايين (5.000.000) دج حيث لا يمكن لها النزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم، ويتمثل هدف هذه الشركة في تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول للمستثمرين الماليين المكتتبين في رأسمالها.

ولقد تم اعتماد أول شركة استثمار ذات رأس المال المتغير رسميا بمقتضى مقرر رقم 98-01 الصادر في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي- شركة ذات أسهم- برأس مال أولي قدره 120 مليون دينار جزائري، المؤسسة من طرف كل من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات.

2- الصناديق المشتركة للتوظيف:

على عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، لا تتمتع الصناديق المشتركة للتوظيف بالشخصية المعنوية، إذ هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة، ولقد حدد رأس المال الأدنى للصندوق بمليون دينار جزائري، كحد أدنى ولا يمكن النزول عن نصفه. إن الهدف من إنشاء هذه الهيئات هو توفير بدائل استثمارية للمدخرين وخاصة للمبتدئين أو غير المحترفين منهم- والذين يكون عددهم كبير عند بداية انطلاق بورصة في مجتمع ليس لديه ثقافة بورصة- تسمح بتحقيق امتيازات في تسيير أفضل لحافظهم

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

وبأكثر أمان، باعتبار أن هذه الهيئات تتضمن مختصين ومهنيين ذوي خبرة وكفاءة في تسيير أدوات الاستثمار.

المطلب الثالث: إجراءات قبول المؤسسات ببورصة الجزائر.

هناك عدة أسباب يمكن أن تؤدي إلى أن مؤسسة ما تسجل في البورصة، ويمكن أن نذكر منها ما يلي:

- 1- الرغبة في تغيير رأسمالها الاجتماعي (خاصة المؤسسات العمومية المرشحة للخصوصية الجزئية).
- 2- اكتساب التسعيرة بالبورصة يشكل ازدهار المؤسسة وينوع ما لديها ويحسن صورتها ثم يضمن لها إشهارا مجانيا.
- 3- استغلال إمكانية التوسع الدولي.
- 4- تحسين القابلية للمنافسة (وبهذا المعنى، فإن قيد الفعالية المحسدة في التقييم أن تكون منافسة).

إذن فمزايا القبول بالبورصة متعددة ويمكن أن نذكر منها ما يلي:

- أ- يسمح القبول بالبورصة للشركة من التفتح على الخارج بفضل الدعوة العمومية للدخار ويمكن كذلك من دعم شهرتها، ذلك أن القبول بالبورصة يعزز مصداقيتها في مواجهة الغير مما يجعلها معروفة من قبل شريحة عريضة من الجمهور.
- ب- يمكن القبول بالبورصة من تمويل توسع الشركة، فالدعوة العمومية للدخار يمكن أن يعوض الاستدانة المصرفية على المدى الطويل، ومن ثمة يضاعف الموارد المستقرة للشركة بتعزيز رأسمالها وتمكينها من تمويل برامجها الاستثمارية الأكثر طموحا.
- ج- القبول بالبورصة يمكن من تنمية سيولة الأوراق النقدية للشركة، وذلك بفضل سهولة المبادلات والمفاوضات التي تقع على هذه الأوراق، فسيولة هذه الأخيرة تتنامى بفضل سهولة المبادلات والمفاوضات التي تقع على هذه الأوراق، فسيولة هذه الأخيرة تتنامى بفضل تضاعف عدد المكتسبين، كما تنشط التنافس بينهم.

وبالمقابل فإن بعض المؤسسات يمكن أن تفشل في بداية الأمر جراء شكليات القبول وقيمة الدخول والتخوف من ضياع الرقابة على المؤسسة، وأسباب أخرى أقل موضوعية مثل:

1-نقص التحفيز لدى المسيرين.

2-التردد لإعطاء المعلومات.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

3-نقص الرؤية أو الإستراتيجية ذات المدى البعيد، وبالنتيجة غياب ضبط الاحتياجات من رأس المال.

الفرع الأول: شروط وملف القبول ببورصة الجزائر¹

أولاً: شروط القبول.

ووفقاً لهذا التنظيم فالقيم المنقولة التي تكون موضوع طلب القبول للمفاوضة في البورصة ينبغي أن تستجيب للشروط التالية:

1-ينبغي أن تكون القيم المنقولة صادرة عن شركة ذات أسهم (مما يؤدي إلى الرغبة في تغيير النظام

القانوني لبعض الشركات الراغبة في القبول ببورصة القيم منها حالة سونلغاز.

2-يجب أن تكون الأسهم محررة بكاملها.

3-إن القيم التي تمس رأس المال لا يمكن قبولها بسوق السندات إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها ذاتها في البورصة.

4-يجب توزيع الساهم المعروضة على الجمهور على 300 مساهم على الأقل.

5-يجب أن تكون سندات الديون موضوع طلب موزعة على الأقل بين 100 مكتب يوم إدخالها إلى مفاوضات البورصة.

6-لا يشترط الحد الأدنى المنصوص عليه لقيمة الإصدار ولا عدد المكتتبين عندما تكون سندات الاقتراض صادرة عن الدولة.

ثانياً: ملف القبول.

إن المؤسسة التي ترغب أن يتم قبولها في البورصة أن تقدم للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة معلومات تتضمن أو وثائق حول المؤسسة وأخرى متعلقة برأس المال ثم وثائق مالية وقانونية يمكن إدراجها كما يلي:

1- وثائق عامة حول المؤسسة:²

يشترط النظام العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من كل شركة طالبة للانضمام في البورصة أن تودع الوثائق التالية:

أ-رسالة تطلب من خلالها المؤسسة قبول أسهمها وسنداتهما للتفاوض من البورصة تتضمن ما يلي:

¹ أمغار سميرة، نجاعة تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2011، ص 159.

² C.O.S.O.B , bulletin N°1, Editions de la C.O.S.B ALGER, P4.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

- الاسم والنظام الداخلي القضائي للمؤسسة التي تطلب القبول وتاريخ التسجيل في السجل التجاري ورقم الإثبات الجبائي.

- المكان الذي يتم فيه مسك سجلات المساهمين، وعند الاقتضاء التسجيلات في حسابات المؤسسة. تاريخ طلب قبول قيم المؤسسة في البورصة .

- طرب رسمي يحدد مبلغ، عدد ومصدر السندات التي تود المؤسسة تسجيلها في لائحة الأسعار. ب- وصف عام أنشطة المؤسسة وفروعها.

ج- قائمة أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المراقبة بالإضافة على أسهم مسيري المؤسسة مع الإشارة إلى الوظائف التي يمارسها هؤلاء الأفراد خارج المؤسسة.

د- يجب أن تكشف المؤسسة عن كل نزاع قيد المحاكمة تكون هي إحدى فروعها طرفا فيه إضافة إلى الأثر الذي قد يكون لهذه النزاعات على عوائد المؤسسة أو على حقوقها الملكية، وعند الاقتضاء يتم تقديم ملاحظة أن هذه النزاعات ستكون عديمة الأثر.

2- الوثائق المتعلقة برأس مال الشركة : تتمثل هذه الوثائق فيما يلي

أ- يجب على المؤسسة التي تطلب القبول في المؤسسة أن تقدم وثيقة تصف فيها تطور رأسمالها منذ تأسيسها بالإضافة إلى جدول يصف رأسمالها لخطه الطلب مشيرا إلى كل صنف من الأسهم وقيمتها الاسمية.

ب- الأنشطة التي تم تمويلها من المبلغ المتحصل عليه من الإصدار بالتدقيق الممنوح لكل من هذه الأنشطة.

ج- الإشارة على معدل الإصدار والتحرير الحالي للسندات، قابليتها للتفاوض، مراحل الحياة التجارية (مبلغ الإجمالي والمبلغ المقبوض عند آخر قسيمة محددة)

د- عدد المساهمين في صنف السهم موضوع طلب القبول للتفاوض في البورصة وفق سجلات المؤسسة عند تاريخ طلبها.

و- أسهم المساهمين المهمين الذين يمتلكون أكثر من % من رأس المال الإجمالي والعدد بالترتيب للأسهم التي يمتلكونها

3- الوثائق المالية:

أ- تعليمة حول نشاطاتها الصناعية والتجارية والتي تحدد تطور الشركة منذ نشأتها أو منذ تكوين المؤسسة التي انبثقت عنها، نظامها الحالي، مواقع بياناتها ورشاتها، وتطور الإنتاج والمبيعات حسب كل نشاط

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

فرعي وحسب كل فئة من الزبائن، الميزانية الاجتماعية، مخطط المصالح، نشاط البحث، بالإضافة إلى ذلك مستوى المنافسة السائد والوضعية التنافسية بالنسبة لكل سوق تعمل بها، وفي حالة إذا ما كانت المؤسسة تقوم بالإنتاج لعدد من السلع أو الخدمات المختلفة يجب دراسة المحيط التنافسي لكل سلعة على حدة، ومعلومات حول الوضعية المالية للمؤسسة مرفقة بالميزانية المقارنة للخمس سنوات السابقة للطلب.

ب- نستعين من حساب النتائج والميزانية المرصودة، الملحق، تقارير محافظي الحسابات، الحلول المتبناة، محاضرة اجتماع الجمعيات العامة العادية المتعلقة بخمس سنوات الأخيرة، محاضر اجتماع الجمعيات العامة العادية المتعلقة بخمس سنوات الأخيرة مصحوبة وتوضيحات حول التعهدات خارج الميزانيات وتعهدات القروض التأجيلية « crédits bailles »

ج- جدول توزيع الأرباح وتقرير تحليلي يوضح الأرباح أو الخسائر المحتملة بالنسبة لكل سنة خلال ثلاث (03) سنوات الأخيرة .

4- الوثائق القانونية:

يجب على المؤسسة التي تطلب القبول تقديم الوثائق التالية:

أ- نسختين من القوانين الأساسية لآخر وضعية لها، مطابقة للأصل وكذا نسختين من شهادة رقم السجل التجاري والشهادة التي تثبت الشروع في عمليتها.

ب- المحاضر بمفهومها الشامل مطابقة للأصل للجمعيات العامة التأسيسية، وكل الجمعيات العامة التي قررت وصادقت على الزيادات، وفتح رأس المال، وكذا مداولات مجلس الإدارة المطبقة لوثائق النشر القانونية المناسبة.

ج- في حالة الاحتواء « Absorbtion » فإن حصص المساهمات أو الاندماج اتفاقيات خاصة بالحصص محاضر الجمعيات التي تمت فيها المصادقة على هذه المساهمات، مداولات مجلس الإدارة، تقرير محافظي الحسابات، تقرير المحافظين المكلفين بالتأكد من المساهمات أو الامتيازات الخاصة إن وجدت وكذا الوثائق القانونية والمتعلقة بها.

د- نسخة من قرار مجلس إدارة المؤسسة الذي يسمح لها لإجراء طلب القبول لقيمتها للتفاوض في البورصة.

و- عينتين من الشهادات لكل صنف من القيم المنقولة .

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

الفرع الثاني: إجراءات القبول في البورصة القيم المنقولة في الجزائر

تكتسي إجراءات القبول بالبورصة عدة أنماط تبعا لوضعية توزيع رأس المال بين الجمهور عند التسجيل في التسعيرة الرسمية، وقد اعتمد النظام العام لبورصة الجزائر ثلاث إجراءات لإدخال سندات رأس المال، التي قررت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبولها في البورصة في التسعيرة الرسمية، وتمثل فيما يلي:

أولا: إجراء العرض العمومي للبيع "O.P.N.":

إجراء العرض العمومي البيع هو "الإجراء الذي يسمح لمالكي الأوراق المالية أشخاص معنوية أو طبيعية، ومن وضع تحت تصرف الجمهور كل أو جزء من أوراقهم المالية، ولمدة معينة بسعر يحدد بشروط اكتتاب شفافة"¹

وما يميز العرض العمومي عن الدعوة العمومية في كون العملية الأولى قيام مساهم (أو أكثر) بالتوجه على الجمهور ويقترح عليهم شراء أوراقه (أي بيعها) بينما تعني العملية الثانية توجه صاحب المبادرة إلى الجمهور واقتراحه بيع أوراقه إليه ولهذا نقول بأنه قدم عرضا عموميا للبيع تم إصداره. وفق إجراء العرض العمومي للبيع في السياق الجزائري هو ال إجراء الذي يمكن من إنجاز عمليات الخوصصة من جهة و ضمان التسعيرة الضرورية للتداول في السوق من جهة أخرى فينغلق الأمر إذن بتقنية لخصوصية المؤسسات العمومية بافتتاح رأسمالها الاجتماعي للجمهور العريض وينقسم إلى:

1- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:

يسمح هذا الإجراء من وضع تحت تصرف السوق يوم الإدخال عدد من الأوراق معروضة للبيع بسعر ثابت²، ففي هذه الحالة على المصدر أن يوفر شروطا وكافية لإنجاح العملية. وعلى العموم فإن السعر المحدد هو السعر المستخلص من المزايدة مع تخصيص تخفيض لا يستهان به للحصول على تدفق للمكاتبين.

ففي المرحلة الأولى يتمثل المخطط في الحصول على سعر مرجعي عن طريق التفاوض بالتراضي أو عن طريق المزايدة للترود بإمكانية صلبة من شأنها الحصول من 15 إلى 25% من رأسمال الشركة.

¹ C.O.S.O.B , bulletin N°1, Editions de la C.O.S.B ALGER.

² S.G.B.V sept O.P.V : privatisation par la bourse infos-bourse, Editions SGBV Alger N°2, P05.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

وفي المرحلة الثانية يستعمل السعر المرجعي بمنح تخفيض من 20 إلى 25% لصغار المساهمين وفي إطار العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.

فالعرض العمومي بسعر ثابت هو إذن إجراء بسيط لكون الشركة المصدرة تعرف مسبقا بسعر الإدخال، مما يمكنها من امتياز الاطلاع المسبق على المبلغ الذي ستحصل عليه عملية الإدخال.

2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى:

إجراء العرض العمومي بسعر أدنى هو "الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال وبهدف افتتاح رأس المال للجمهور، عدد السندات للبيع بسعر أدنى"¹ وأهمية هذا الإجراء بالنسبة للشركة المصدرة يتمثل في:

-الالتزام على أساس أدنى محتسب بأكثر اعتدال ولكن مع شبه التأكيد بأنه في نهاية الأمر سيتم التنازل عن السندات المعروض للبيع بسعر يفوق هذا السعر وقريب من سعر السوق.

-المرونة الكبيرة للمتدخلين والنتائج عن الاعتدال الأفضل بين العرض والطلب غير أن التحديد الأولي للسعر بكيفية مرتفعة يمكن أن يناقض مصلحة الشركة المصدرة ذلك أن السعر قد ينخفض مستقبلا حال مرور الأثر المضاربي.

ويمكننا حصر سيرورة العرض العمومي للبيع ببورصة الجزائر وفقا للشكل رقم 7 اللاحق.

ثانيا: الإجراء العادي la procédure ordinaire:

الإجراء العادي هو الإجراء المستعمل بالنسبة لسندات رأس المال التي سبق تسعيرها وكذا سندات الديون الصادرة من الدولة والجماعات المحلية أو الشركات ذات الأسهم

المبحث الثاني: دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر

يعتبر تعديل النظام العام لبورصة القيم المنقولة في الجزائر المقدم من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لوزارة المالية الجزائرية في بداية سنة 2012 لإبداء الموافقة عليه بهدف إنعاش بورصة الجزائر و تنشيط سوق القيم المنقولة كمرحلة أولى لإقحام المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ببورصة الجزائر فالتعديلات التي تم إدراجها على النظام العام ستسمح بإعداد تنظيم بورصة الجزائر. و سنتطرق بموجب هذا المبحث إلى معالجة المطالب التالية:

-عملية الإدراج في البورصة.

-شروط و مزايا إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بورصة الجزائر.

¹ C.O.S.O.B , bulletin N°1, Editions de la C.O.S.B ALGER.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

- تكاليف دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر.

المطلب الأول: عملية الإدراج في البورصة

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

مرحلة ما قبل الإدراج

مرحلة الإدراج

مرحلة ما بعد الإدراج

اولا : مرحلة ما قبل الإدراج :

هذه المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية لإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

1-القرار بإجراء العملية

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

3- تقييم الشركة

يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

4-اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البورصة: بالنسبة للمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتمثّل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سندات والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني)¹

6- إيداع ملف طلب القبول:

يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

أ- طلب القبول

ب- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار

ج- مشروع المذكرة الإعلامية

د- مشروع الدليل

هـ- معلومات عامة عن الجهة المصدرة

و- معلومات عن التمويل

ز- معلومات اقتصادية ومالية

ح- الوثائق القانونية

ط- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم. ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة

بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر،

الشكل القانوني)

¹-<http://www.SGBV.dz> LE 22/04/2015

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

- ي- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها. تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) (لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة. -الانضمام إلى المؤمن المركزي قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.
- ك- حملة التسويق سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف) ... وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.
- ل- بيع السندات يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.
- م- كشف النتائج في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.
- ن- تسوية العملية يقوم المؤمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

ثانياً مرحلة الإدراج:

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

ثالثاً مرحلة ما بعد الإدراج:

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق.

1- عقد السيولة: يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

2-نشر المعلومات:

ما إن يتم تسعير السند في البورصة تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه و إن كان معرفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات. و يتعين عليها أيضا إطلاع الجمهور بتقارير التسيير و الكشوف المالية و السنوية و الفصيلة و كذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و شركة تسيير بورصة القيم و المؤتمن المركزي على السندات.

المطلب الثاني شروط و مزايا إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بورصة الجزائر

يعتبر الفصل بين مؤسسات الكبيرة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ضروريا لأن شروط دخول البورصة في الجزائر التي يتم تحديدها في البداية موجهة إلى فئة من المؤسسات التي تعتبر كبيرة، هذه الشروط صارمة بعض الشيء لكون المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تفتقر إلى الإمكانيات المالية و الخبرة الضرورية لتلبية كل هذه الشروط و تكون مستعدة في السوق كما أن الإدراج يمنح استحداث جزء خاص بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البورصة العديد من المزايا.

الفرع الأول: شروط القبول¹

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما و و عادة لا تملك المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و عادة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ملزمة بأن

1- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات مساهمة ، و ينبغي لها أن تعين، لمدة

خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرفقي البورصة"

-تكون على شكل شركة ذات أسهم، - 2-تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في

البورصة؛

-تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50)

مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛ أو أن يكون لديها رأس مال مدفوع

بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛

¹ -ZERFA ZAHIA, **modalités et conditions d'admission à la bourse d'Alger**, Séminaire sur les avantages de l'introduction en bourse, commission d'organisation et de surveillance des opérations en bourse. COSOB, el-awrassi, 25/04/2013.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

3- تنشر كشفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

4- أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛

5- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط

يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج

6- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة .

وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة

7- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات

8- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة

9- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

10- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

11- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج

المستثمرون المؤسسيون

هي الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيّرة للأصول

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

الفرع الثاني: مزايا الإدراج

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا:

1-رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة

مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ...) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها ... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدرا تمويل بديل ولا ينضب.

2-تنوع مصادر التمويل

يجب على الشركة تنوع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

3-توسيع نطاق المساهمين

تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

4-تعزيز الشهرة

تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

5-تثمين الموارد البشرية:

فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءاً من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية.

6-تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولاسيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

7- التغيير في نظام " حوكمة الشركات "

تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام " حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

المطلب الثالث : تكاليف دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر

الفرع الأول: تكاليف دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر

تنطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف يتغير مبلغها تبعاً ل:

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرة المذكرة الإعلامية:

تُقدّر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ب 0.075% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري.

2- شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة

تمثل حقوق شركة تسيير البورصة و القبول فيما يلي :

أ- حقوق القبول في البورصة:

تقدّر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم ب 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول. ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دينار جزائري.

ب- مصاريف تسعير الأوراق المالية: تتمثل فيما يلي:

• التسجيل الأولي..... 400000 دينار جزائري

• التسجيل الإضافي..... 100000 دينار جزائري

• استبدال وتعديل..... 100000 دينار جزائري

ج- مصاريف البقاء في التسعيرة

200000..... دينار جزائري بالنسبة للأسهم

30000..... دينار جزائري بالنسبة للسندات

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

د-مصاريف تنظيم العرض العلني للشراء

- الجزء الثابت: 1000000 دينار جزائري
- الجزء المتغير: 100000 دينار جزائري لكل حصة متكوّنة من 1000
أمر تتم معالجته.

3-المؤتمن المركزي على السندات: مصاريف الانضمام إلى المؤتمن المركزي على السندات تقدّر نسبة المصاريف ب 0.01% من رأس المال الاجتماعي، يكون الحد الأدنى للأموال المحصّلة هو 20000 دينار جزائري والحد الأقصى هو 200000 دينار جزائري.

4-الوسيط في عمليات البورصة: قائد الفريق مصاريف تتعلق بالخدمات التي يقدمها الوسيط في عمليات البورصة المرافق والبنوك الأخرى التي تشكّل نقابة التوظيف (لجنة التوظيف).

الفرع الثاني: جباية العمليات المتعلقة بالبورصة:

بمقتضى القانون رقم 08 - 13 المؤرخ في 27 صفر عام 1435 الموافق 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014 :

1-تستفيد الشركات التي تسعّر أسهمها العادية في البورصة من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس (5) سنوات، وذلك ابتداء من أول يناير سنة 2014.

2-تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (5) سنوات) ابتداء من أول يناير سنة 2014....

3-تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2014، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم والسندات المماثلة المسجلة في تسعيرة البورصة وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعية في القيم المنقولة.

4-تعفى من حقوق التسجيل ولمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2014، العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المسجلة في تسعيرة البورصة أو المتداولة في سوق منظمة.

5 -تفتح فوائض القيم الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم أو الحصص الاجتماعية المحققة من طرف الأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنويين غير المقيمين مجالا للإحضاع، على التوالي، بصدد

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات. ويحدد هذا الإخضاع الضريبي بنسبة 20 % محررة من الضريبة.

6- ووفقاً للقانون رقم 09-09 المؤرخ في 13 محرم عام 1431 الموافق 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمن قانون المالية لسنة 2010 تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات النواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الأسهم والسندات المماثلة المحققة في إطار عملية الإدخال إلى البورصة.

7- تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالإدخال إلى البورصة.

المبحث الثالث: العراقيل التي منعت دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر و آليات تشجيعها.

تقوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بدور فعال و حيوي من خلال دفع عجلة التنمية الاقتصادية و الاجتماعية من هذا المنطلق ثم في بورصة الجزائر وضع إطار قانوني و تقني خاص بهذه المؤسسات تستفيد من تمويلات مالية مباشرة غير أنه بالرغم من قيام الحكومة الجزائرية بتبسيط إجراءات و شروط الدخول إلى البورصة و في هذا الصدد سنتطرق إلى معالجة المطالب التالية:

- العراقيل التي منعت دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر.
- آليات تشجيع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للدخول إلى بورصة الجزائر.

المطلب الأول: العراقيل التي منعت دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر

من بين العراقيل التي أدت إلى عدم دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر.

الفرع الأول: العراقيل العامة

بعد غياب ثقافة السوق المالي و ضعف الترويج الإعلامي لهي من بين أهم أسباب رفض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الدخول إلى بورصة الجزائر، فغياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار و التعريف بالشراكات و النهوض بالاستثمار ساهم في تكريس عدم الدخول، فوعي الاستثمار ضعيف كما أن ثقافة الاكتناز مهيمنة على أفكار الفرد المحلي ، علما أن الكفاءة الإعلامية تساهم في تنشيط البورصة من خلال التأكيد من وجود مشاريع مربحة على المستوى

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

الاقتصادي و المالي، من أجل جذب الادخار و إعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية و بالتالي رفع القدرة التمويلية للمؤسسات فترفع مردوديتها، يحصل بالمقابل على عوائد جيدة مقابل استثماراتهم. محدودية المتخيلين من غير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة فكلما زاد عدد الشركات المدرجة زاد عدد الأوراق المطروحة للتداول و عدد المتعاملين و اتساع النشاط الاقتصادي و بالتالي استقطاب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

تعد العراقيل الإدارية و الأنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية من بين أسباب عدم استكمال العديد من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إجراءات الدخول فنقل الملف الإداري و عدم المرونة في التعامل المطلوبين، بعد عامل عدم وجود الأدوات المالية إسلامية من بين أبرز أسباب عدم إقبال العديد من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

الفرع الثاني : العراقيل الاقتصادية

من بين العراقيل الاقتصادية التي منعت دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر:

أولاً: ضيق نطاق التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة¹

و ذلك برفض البنوك الإقبال على شراء أصولها المالية المطروحة و دليل ذلك هو صعوبة حصولها على قروض بنكية، ذلك أن البنوك ترى أن شراء أسهم أو سندات مملوكة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة يعتبر مخاطرة كبيرة نتيجة لعدم ثقتها في دراسات الجدوى التي تقدمها هاته المؤسسات، كما تقف هذه الأخيرة في آخر اهتماماتها مسؤولي البنوك التجارية خاصة في البلدان النامية و ذلك لعدة اعتبارات نذكر منها:

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

2- أسعار الفائدة الجارية في النشاط المصرفي لا تعتبر ملائمة لظروف أصحاب المشروعات الصغيرة على الرغم من أن البديل في سوق الإقراض فير الرسمي يعتبر فادحاً بالمقارنة.

لذلك فإن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تحتاج إلى معاملة مميزة من قبل البنوك حتى لا تواجه مصاعب مالية سريعة بسبب عدم قدرتهم 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 ساعدهم كثيراً في بداية

¹ خالد ادريس، مرجع سبق ذكره، ص 85.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

أعمالهم و تنمية مشروعاتهم، و هذا حقيقي لأن فترة السماح تمكنهم من إنشاء و تكوين رصيد مالي لا بأس به.

إن الإطار الذي تعمل فيه البنوك لا يسمح عادة بتخفيض سعر الفائدة لمشروعات معينة، خاصة إذا كانت مخاطرة الاقتراض بالنسبة لها مرتفعة كما أن هذا الإطار لا يعطي أية فرصة لما يسوى بفترة سماح في مثل هذه الحالات. و يمكن ذكر أهم المبررات التي تركز عليها البنوك للامتناع عن الإقراض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

3- أن أصحاب الأعمال في المؤسسات الصغيرة يفتقرون إلى كثير من الخبرة التنظيمية و الإدارية و هي أكثر أهمية من التمويل فالخبرة التنظيمية القليلة تعني عدم القدرة على استخدام الموارد المالية استخداما رشيدا... و جميع مع أصحاب المشاريع الجدد هم من الشباب الذين يمتازون بالطاقة و الالتزام م معرفة ممن يملكون بخلق أعمال و منتجات و خدمات جديدة أو التغلب على مشاكل معينة، و لكنهم يفتقرون إلى خبرة إدارية، و نظرا لأن من طبيعة البنوك تنب المجازفة، و الكثير من المسؤولين فيها ينظرون إلى هؤلاء الشباب نظرة مليئة بهدم الثقة و بالتالي يعتبرون تمويل مشاريع استثمارا مليئا بالمجازفة.

4- تفتقر المؤسسات الصغيرة إلى الكفاءة و الخبرة في التعامل مع النظام المصرفي فهي عاجزة عن توفير الضمانات المصرفية المطلوبة له ذا فهي تلجأ إلى الديون غير الرسمية (السوق غير الرسمية).

ثانيا: القطاع غير الرسمي

إن نسبة عالية من المؤسسات الصغيرة أو حتى المتوسطة تعمل في القطاع غير الرسمي و ليس لها سجلات ضريبية و لا تهتم بتسجيل عملياتها و تقييد حساباتها في دفاتر منتظمة يمكن الرجوع إليها. و كل هذا مما يزيد من مخاطر التعامل معها، لذلك تعتمد المؤسسات الصغيرة بشكل عام على التمويل الخاص، غير الرسمي من الأهل و الأقارب و الأصدقاء. أو على ديون من الموردين أو من الزبائن كقيمة مدفوعة مسبقا... الخ

- في الأوقات التي تقل فيها الأرصدة النقدية لدى البنوك التجارية لسبب أو لآخر أو عند قيام البنك المركزي بتنفيذ سياسات انكماشية في مجال الائتمان المصرفي، فإن من مصلحة البنوك التجارية أن تحاول الاستمرار في مد عملائها الكبار و المرموقين باحتياجاتهم، و هذا ما ينعكس بتقلص الائتمان بشكل حاد، و ربما انقطاعه بالنسبة للعملاء المتوسطين، و لا نتحدث عن العملاء الصغار.

و تنعكس السياسات الانكماشية في مجال الائتمان أيضا في البلدان النامية في وجود فرص أكبر للاقتراض من المراكز الرئيسية و الفروع الكبرى للبنوك في العاصمة و بعض المدن الكبرى، على عكس

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

الحال في الفروع الموجودة في المدن الصغيرة (أو في القرى الكبيرة إن وجدت) ، حيث تتركز نسبة كبيرة من المؤسسات الصناعية الصغيرة في الأقاليم الريفية و المدن الصغيرة، فتقل فرصة الحصول على التمويل بشكل حاد من القطاع غير الرسمي الذي تروج أعماله في هذه الظروف.

-تكاليف الخدمة أو المعاملة المصرفية في تمويل المشروع الصغير مرتفعة بسبب المبلغ المتواضع للقرض، بالإضافة إلى ذلك فإن ثمة إجراءات إدارية أكبر مطلوبة في حالة تمويل المشروع الصغير للحصول على المستندات الضرورية و البيانات التي يتم على أساسها اتخاذ قرار التمويل.

كذلك فإن إجراءات عمليات الإشراف و التحصيل غالبا ما تكون أكبر بالنسبة للبنك حينما تمنح القروض للمشروعات الصغيرة.

ظهر من بعض الدراسات في البلدان النامية آسيوية و أمريكية لاتينية أن تكاليف المعاملة المصرفية بلغت في حالة المشروعات الصغيرة نحو 5-7% أكثر من تكاليف المعاملة في المشروعات الكبيرة.

و في رأي أحد خبراء البنك الدولي أن هذا الرقم الأخير أقرب إلى الحقيقة و قيل أيضا أن تكاليف المعاملة المصرفية بالنسبة لقرض صغير تتساوى مع تكاليف قرض كبير يصل إلى عشرة أمثاله أو أكثر.

و هكذا يجد رجال البنوك التجارية ما يبرر تصرفاتهم، و بعض هذه المبررات كما ذكرنا قد يستفاد منها إذا كانت هناك إرادة للتغيير في مواجهة هامة هي مشكلة تمويل.

هذا يمكن القول من خلال سلوكيات مسؤولي البنوك التجارية اتجاه المشروعات الصغيرة أن معظم البنوك غير القادرة على فهم أو تحديد مقدار الخطورة أو المخافة المرتبطة بتأسيس شركات صناعية جديدة (أو مشروعات أخرى صغيرة) سابقة للاستدلال منها، و عدم القدرة هذه تعود إلى ركون العاملين في البنوك غير مليمين بالتكنولوجيا أو غير مؤهلين لاحتساب المخافة أو المكافأة المتعلقة بالشركات الجديدة و لذلك، و لذلك كله فإن مؤسسات التمويل و الإقراض للمؤسسات الصغيرة محدودة جدا.

و في دراسة لمنظمة العمل الدولية و في البرنامج الإقليمي للدول العربية تحديدا يشير الخبراء أنه إضافة إلى ما سلف ذكره من مشاكل و معوقات تمويل المؤسسات و الصغيرة فأن الدول العربية طبيعة التفكير لديها هو تفكير تجاري مبني على أسس تجارية نتيجة لممارسة العرب التجارة على نطاق واسع و منذ أجيال عديدة لكمونهم على الطريق التجاري بين الشرق و الغرب و من ذلك من الصعب (إيجاد في الدول العربية) من هم مستعدين لتمويل مشاريع ذات طبيعة غير التجارية و هذا هو السبب في بقاء الصناعة في الدول العربية متأخرة في مراحل بدائية ماعدا في مجالات محدودة الصناعات البترولية و البتر وكيماوية و الغزل و النسيج.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

من خلال ما سبق نستخلص بأن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لديها حاجة ماسة إلى إيجاد مصدر بديل للتمويل.

المطلب الثاني: آليات تشجيع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للدخول إلى بورصة الجزائر:

1- يقدر إجمالي المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر سنة 1990 حوالي 33,383 مؤسسة و تمثل ما نسبة 40% من القيمة المضافة الوطنية و تستخدم قرابة 1200000 موظف و هذا ما يعني وقت ذلك ما مقداره 30% من السكان.

و باعتبار الجزائر وحدة من البلدان الطامحة للنمو فإنه يتعين عليها رفع عدد هذه المؤسسات بغية رفع القيمة المضافة و من ثم الناتج المحلي الخام و في هذا الإطار يتم اقتراح البرنامج الموالي.

2- إنشاء لجنة تتكون خصيصا بين محليين و مسيرين بغرض متابعة المؤسسات و تقديم النصح و مستورة بما يضمن رفع المردودية من جهة و الاستمرار من جهة أخرى.

3- انطلاق العملية يكون بقيام الجهاز المصرفي بتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجديدة عن طريق القروض بعد دراسة لجدوى المشاريع.

4- تدخل اللجنة دوريا بانتقاء المؤسسات القادرة على الاستمرار و التوسع و التي تمتاز بالصحة التسيرية و المالية لإدراج قيمتها المنقولة في البورصة و ذلك بغية رفع رأسمالها إلى ما يساوي أو يتجاوز مائة مليون دج و يتم ذلك طبعه بموافقة صاحب المؤسسة.

5- تخفيض نسبة الضريبة على أرباح الشركات إلى 15% بالنسبة لشركات المقيدة أوراقها بالبورصة و يعد هذا تحفيزا جبائيا يهدف لجذب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالبورصة.

6- استمرارية اللجنة بمعالجة الصحة المالية للمؤسسات المقيدة أوراقها في التسعير، و نشر كل المعلومات للمستثمرين في مجالات متخصصة بما لذلك بين حماية لهم و نشر لثقافة البورصة و دعما للكفاءة الإعلامية للبورصة.

7- توفير المحيط الاقتصادي الملائم من خلال تشجيع القطاع الخاص و حرية المنافسة و حماية حقوق المستثمرين و تطبيق آليات اقتصاد السوق شرطا التي تعد عملا رئيسيا لقيام ببورصة قيم متداولة فعالة في الجزائر.

8- تنويع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين و إقبال الجمهور بما فيها الصكوك المالية الإسلامية.

الفصل الثالث البورصة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

خلاصة الفصل:

نظرا لقلة الاستثمار في بورصة الجزائر و العدد القليل جدا للمتعاملين بها، و ترجع أساسا لافتقار الجزائر لمناخ سياسي و أمني مستقر و قلة مصادر المعلومات المالية و صعوبة الوصول إليها خاصة تلك المتعلقة بالشركات المسعدة بالبورصة، و عدم مواكبة القوانين للتطورات الاقتصادية و إضافة إلى التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب إلى متطلبات الاقتصاد الحر، و لعل أهم ما ذكر هو ضيق السوق من خلال محدودية العرض و انخفاض الطلب على الأوراق المالية و عليه اضطرت السلطات الجزائرية إلى مباشرة إصلاحات على مختلف المستويات بهدف إنعاش بورصة الجزائر و النهوض بها و من بين الإصلاحات التي تم التخطيط لها إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بورصة الجزائر.

الخاتمة العامة

لقد تبين أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أصبحت تمثل قوة هامة للنهوض بالتنمية الاقتصادية، إذ يوجد حاليا في مختلف بقاع العالم مئات الملايين من تلك المؤسسات تساهم بنسبة عالية في الناتج المحلي الخام لبلدانها وتخفف من حدة البطالة وتزيد من التطور التكنولوجي وغيره من النتائج الإيجابية. وبتواجدها في مختلف نواحي الحياة الاقتصادية فقد أصبحت تمثل ركيزة أساسية في تطوير الاقتصاديات الوطنية. ورغم كل المشاكل التي تواجهها المؤسسات، إلا أنه يمكن القول بأنها تؤدي دورا أساسيا ومهما في الاقتصاد الوطني.

كما أصبح موضوع الأسواق المالية يلقى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به الأسواق من دور هام في تعبئة المدخرات الوطنية و توجيهها نحو قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاهية للأفراد و يعتبر الاقتصاديون الأسواق المالية مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدول، كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة بها و البورصة هي سوق لتداول الأوراق المالية وهي جزء من منظومة سوق رأس المال وهي سوق يلتقي فيه البائعون و المشترون للأوراق المالية وهي تمثل نموذجا لتطبيقات سوق المنافسة الكاملة، خاصة إذا كانت السوق تتسم بالكفاءة، و بالتالي فهي تعتبر من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية و توجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية بهدف تحقيق التنمية الشاملة و المستدامة،

وبعد الدراسة التي قمنا بها و محاولة الإجابة عن التساؤل المطروح و المتمثل في ما مدى أهمية إدراج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بورصة الجزائر اتضح أن للسوق الثانية(البورصة) دور رئيسي في تطوير تلك المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ليس فقط بتوفير التمويل المستمر لها بشروط ميسرة نسبيا والاستفادة من الادخار المتاح، ولكن أيضا برفع كفاءتها بسبب خضوعها لآليات الرقابة التي تفرضها السوق المالية على الشركات المقيدة. وعليه أصبح للسوق الثانية دور الموجه والوسيط في تنمية تلك المؤسسات.

1- اختبار الفرضيات

بعد داستنا للموضوع تمكنا من نفي و إثبات الفرضيات و هذا ما سنوضحه فيما يلي :

الفرضية الأولى : تؤدي المؤسسات ص و م في الدول النامية والمتقدمة دورا هاما في تحقيق مناصب الشغل ورفع إنتاجية العامل وهذه الفرضية صحيحة حيث تؤدي دور هام في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية

الفرضية الثانية: تعتبر البنوك التجارية هي الممول الرئيسي الأول للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و هذه الفرضية غير صحيحة فهناك عدة مصادر و أساليب لتمويل هذه المؤسسات أهمها التمويل الذاتي و البورصة

الفرضية الثالثة: لقد تم تبسيط الإجراءات لتحفيز دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر غير أن هذه الأخيرة لم تستجيب نتيجة لانعدام عامل التوعية و الإعلام الاقتصادي. هذه الفرضية صحيحة وذلك نتيجة انعدام الثقافة البورصية لدى هذه المؤسسات .

2-التائج :

- تلعب م ص و م دور كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية من خلال توفير مناصب شغل و خلق الناتج الداخلي و توفير متطلبات السوق من سلع و خدمات
- هناك عدة مصادر تمويل م ص و م فهناك مصادر داخلية كرأس المال (الأموال الشخصية) والتمويل الذاتي و مصادر تمويل خارجية كالائتمان التجاري و الائتمان المصرفي
- بالرغم من تبسيط الإجراءات لتحفيز دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى بورصة الجزائر غير أن هذه الأخيرة لم تستجيب ، ليس فقط نتيجة لانعدام عامل التوعية و الإعلام الاقتصادي ولكن كذلك بالنظر إلى أسباب أخرى من أهمها مخاوف مرتبطة بالإفصاح خاصة و أن اغلب هذا النوع من المؤسسات ذو طابع عائلي.

3-التوصيات:

-البحث عن إمكانية تمويل المؤسسات ص و م عن طريق البورصة وفق صيغ بديلة على غرار ما قامت به العديد من الدول في هذا المجال
-العمل على نشر الثقافة البورصية بين جمهور المستثمرين و توفير عنصر الثقة والشفافية في عمليات الاستثمار و الادخار في البورصة
-تشجيع شركات القطاع الخاص على الإدراج و تسهيل إجراءات طرح أسهمها للاكتتاب العام عن طريق البورصة

4-أفاق البحث:

-تسعير الأوراق المالية المدرجة في البورصة و المصدرة من قبل المؤسسات ص و م
-دور التحفيز الجبائي لجذب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للدخول إلى البورصة

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	تصنيف المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة	10

قائمة المراجع

أولا : الكتب :

باللغة العربية :

- 1- بريان كويل، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الفاروق ، مصر، 2005.
- 2- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية ، عمان، 2011.
- 3- خالد وهين الداوي، الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة ، الأردن، 1999.
- 4- خبابة عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013.
- 5- دريد كمال آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية ، الأردن، 2009.
- 6- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعترز ، الأردن، 2005.
- 7- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- 8- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005.
- 9- ضياء مجيد الموسوي، الازمة الاقتصادية العالمية، دار الهدى ،الجزائر، 1990.
- 10- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 11- عاطف وليم، أندراوس، أسواق الأوراق لمالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرر المالي، ومتطلبات تطورها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 12- عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 13- عبد الغفار الحنفي، البورصات (أسهم سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، مصر.
- 14- عبد الغفار الحنفي، رسمية قريا قص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) الدار الجامعية، مصر، 1997.

- 15- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم سندات، وثائق استثمار، خيارات)، الدار الجامعية، 2001.
- 16- علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2012.
- 17- فارس ناصيف التبيري، غسان سالم طالب، مبادئ المالية، الطبعة الأولى، دار الوثام، الأردن، 2012.
- 18- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2008.
- 19- ليث عبد الله القهوي، بلال محمود الوادي، المشاريع الإدارية لصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2012.
- 20- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2001.
- 21- محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 22- محمد الفاتح محمود بشر المغربي، تمويل المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2011.
- 23- محمد صالح الحناوي، ابراهيم اسماعيل السلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 24- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 2009.
- 25- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال توزيع منشأة المعارف، مصر، 2007.
- 26- هو شيار معروف كاكما مولا، الاستثمار والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 2015.
- 27- وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، سنة 2009.

باللغة الأجنبية :

ZERFA ZAHIA, modalités et conditions d'admission à -1
la bourse d'Alger, Séminaire sur les avantages de
l'introduction en bourse, commission d'organisation et de
surveillance des opérations en bourse. COSOB, el-awrassi,
25/04/2013.

ثانيا : أطروحات الدكتوراه والرسائل الجامعية:

- 1- أمغار سميرة، نجاعة تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2011.
- 2- الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مرد ودية المؤسسة وتمويل تطويرها دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجستير، تخصص مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2012.
- 3- حري مخطارية، مكانة وأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القضاء على البطالة، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة ابن خلدون تيارت، غير منشورة، الجزائر، 2007.
- 4- خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات ص و م عن طريق البورصة، رسالة ماجستير، تخصص تسيير المؤسسات ص و م، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، منشورة، ورقلة، 2008.
- 5- سحنون جمال الدين، الانضمام إلى البورصة، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2001.

- 6- سعد جمال، مساهمة البنوك في تفعيل دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية ، رسالة ماجستير، فرع لنقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002.
- 7- العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، رسالة ماجستير، فرع النقود و المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة يوسف بن خدة ، منشورة، الجزائر، 2009.
- 8- عمران عبد الحكيم، الإستراتيجية البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة البنوك الإسلامية، بولاية المسيلة، رسالة ماجستير، تخصص إستراتيجية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، منشورة، الجزائر، 2007.
- 9- محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة دكتوراه، الجزء 02. معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2000.
- 10- مروة أحمد جمال الدين، واقع البورصات العربية وأفاق تطورها في الدول العربية، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2007.
- 11- نصر الدين بن نذير، الإبداع التكنولوجي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، منشورة، الجزائر، 2002.
- 12- يوسف حمدي، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية في ظل العولمة ، رسالة دكتوراه ، تخصص تحليل اقتصادي ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، منشورة ، الجزائر ، 2009 .

ثالثا: المقالات العلمية:

- 1- أيت عيسى عيسى، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، آفاق وقيود، مجلة اقتصاديات شمال اقليمي، العدد السادس، جامعة تيارت ، الجزائر .

رابعا: الجرائد الرسمية :

1- القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م رقم 01-18 صادر عن وزارة المؤسسات ص و م
المادة 4 القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م رقم 01-18 صادر عن وزارة المؤسسات
ص و م المادة 5

2- القانون التوجيهي لترقية المؤسسات ص و م رقم 01-18 صادر عن وزارة المؤسسات ص و م
المادة 6

3- الجريدة الرسمية العدد 34، الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993

4- الجريدة الرسمية العدد 3، الصادرة بتاريخ 14 جانفي 1996

5- الجريدة الرسمية العدد 87، الصادرة بتاريخ 9 ديسمبر 1997

خامسا: المؤتمرات و الملتقيات :

1- بوزيان محمد، خالد خديجة، التمويل الإسلامي فرص وتحديات، مداخلة ضمن الدورة
التدريبية حول التمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية
العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003 .

2- زغيب شهرزاد وآخرين، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الوطني الأول
حول، المؤسسات الصغيرة ودورها في التنمية، جامعة الأغواط، 8-9 أفريل 2002.

3- سلطان محمد راشدي، حسين رحيم، نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة
والمتوسطة المضاربة الاستصناع، مداخلة ضمن فعالية ملتقى الدولي حول سياسات التمويل
وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسة دراسة حالة الجزائر والدول النامية كلية العلوم الاقتصادية
وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 21-22-2006 .

4- شريط عابد، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل التغيرات الاقتصادية
الراهنة في الجزائر، الملتقى الوطني الثاني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المركز
الجامعي سعيدة، 14-15 ديسمبر 2014 .

5- صالح صالح، مصادر وأساليب التمويل، الكفائية الصغيرة والمتوسطة في إطار نظم
المشاركة، مداخلة ضمن الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها
في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 25-28 ماي
2003.

6- عمران عبد الحكيم، الإستراتيجية البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة البنوك الإسلامية، بولاية المسيلة، رسالة ماجستير، تخصص إستراتيجية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 2007.

7- لبحترى نصيرة، بوعروج لامياء، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة ضمن الملتقى الرابع حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كرهان جديد للتنمية الاقتصادية في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية جامعة سكيكدة، 13-14 أبريل 2008.

سادسا: التقارير السنوية:

بالغة العربية :

1- التقرير السنوي للجنة تنظيم المراقبة عمليات البورصة لسنة 2009.

www.cosob.org

2- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010.

بالغة الأجنبية :

1- CO.S.O.B , bulletin N°1, Editions de la C.O.S.B ALGER.

2- C.O.S.O.B , bulletin N°1, Editions de la C.O.S.B ALGER.

3- S.G.B.V sept O.P.V : privatisation par la bourse infos-bourse,

.Editions SGBV Alger N°2

4- C.O.S.O.B , bulletin N°1, Editions de la C.O.S.B ALGER.

سابعا: الانترنت :

1- <http://www.sgbv.dz>