

واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ومتطلبات تفعيلها

The stock market of The small and medium enterprises in Algeria, the reality and the requirements of activation

بن دعاس زهير¹ جامعة فرحات عباس - سطيف - الجزائر.

Dr. bendaas zohir , University of Ferhat Abbas Sétif 1, Algeria

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة إبراز أهمية استحداث بورصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بموجب الإصلاحات البورصية لسنة 2012، وكذا الدور الممكن أن تلعبه في تطوير سوق رأس المال ككل. وقد توصلنا إلى أن تخصيص سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر يعتبر خطوة في الاتجاه الصحيح لتطوير البورصة، وتيسير حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل، والاستفادة من المزايا الممنوحة لها، خاصة ما تعلق بمرافقتها من طرف متعهد البورصة، وإعفاء أرباحها من الضريبة. إلا أن نجاحها يتوقف على مدى قدرة البورصة على تجاوز عوائق تطورها، الوفاء بمتطلبات تفعيلها.

الكلمات الدالة: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بورصة الجزائر، سوق رأس المال

Abstract:

This study aims to highlight the importance of the stock market of the Small and Medium Enterprise in Algeria, which was developed in the stock market reforms in 2012; and the possible role of playing a role in the development of the capital market in Algeria, we concluded that the establishment of the market for small and medium-sized enterprises in Algeria is a step in the right direction for the development of the stock market on the one hand, and to enable these companies to obtain concessional financing, and benefit from the advantages granted in particular by the promoter in the stock market, and the benefit of exempting from tax; on the other hand. it all depends on the success of the stock market to meet the requirements of its activation.

keywords: small and medium enterprises; Algiers Stock Exchange. capital market;

تمهيد:

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور بالغ الأهمية في سيروية النمو الاقتصادي في الاقتصاديات المعاصرة، وقد أصبحت مصدرا للابتكار والإبداع واستقطاب المهارات الإنتاجية والفنية والإدارية، ما جعلها في حاجة ماسة لتطوير أدائها وتجديد خططها وأساليب إنتاجها باستمرار، وهو ما يتطلب ضمان تدفقات نقدية ومالية بالقدر اللازم، وفي أوقات الحاجة إليها، إلا أن البيئة التمويلية لاسيما البنكية منها تفرض شروط صارمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة ما تعلق بشروط الإقراض و الضمانات المرافقة لها، وهو ما يطرح إشكالية تمويلها كمحدد رئيس لتطورها.

إن استحداث بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أضحت من بين الحلول المطروحة لمشكلة تمويل المؤسسات التي لا تقوى على الدخول إلى السوق الرسمية، وقد برزت العديد من التجارب على المستوى الدولي على غرار السوق الثانية في فرنسا، السوق الثانية في تونس، بورصة النيل.. إلخ.

¹ zbendaas@univ-setif.dz

وبورصة الجزائر كغيرها من البورصات العالمية، وبالرغم من محدودية أدائها قامت بتخصيص قسم من سوقها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ سنة 2012، حيث يسمح فيه للمؤسسات التي لا تستوفي شروط الإدراج في السوق الرسمية أن تدرج أوراقها، وتستفيد من المزايا الممنوحة، لكن رغم ذلك لا يزال هذا القسم من السوق يتسم بالجمود بسبب العديد من العراقيل والعوائق، ما يستوجب الوفاء بالعديد من المتطلبات لتفعيلها. وبناء عليه تبرز إشكالية البحث في التساؤل الرئيس التالي:

ماهو واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وكيف يمكن تفعيلها في ظل التحولات الراهنة؟

انطلاقاً من التساؤل الرئيس تبرز الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أهم مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- ماذا يقصد ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وما أهميتها؟
- ماهي المعوقات والعراقيل التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟
- كيف يمكن تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟
- للإلمام بمختلف حيثيات البحث والإجابة على تساؤلاته، تم تقسيم البحث إلى ثلاث محاور:
- نبذة عن مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛
- متطلبات تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

أولاً: نبذة عن مصادر تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة :

مما لا شك فيه أنّ جميع المشاريع الاقتصادية بمختلف مستوياتها سواء الجديدة منها أو القائمة تحتاج للتمويل المناسب حتى تنمو وتحقق دخلاً وربحاً مقبولين. والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها محرك أساسي لهذه المشاريع تحتاج إلى التمويل في فترات حياتها بدءاً بتأسيس المشروع و انطلاقه، وأثناء تطويره وتنميته وتحديثه، وكذلك في حالة استعداد المشروع إلى الانطلاق نحو الأسواق التصديرية، وفي هذا المحور سنحاول إبراز أهم مصادر تمويلها، لكن قبل ذلك ماذا يقصد بالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة؟

1- تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة:

يختلف تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من دولة إلى أخرى، وذلك حسب الأهمية التي تحض بها في النسيج الاقتصادي والاجتماعي والدور الذي تلعبه في دفع النمو الاقتصادي واستدامته، وأحياناً نجد المؤسسات التي توصف بالكبرى في الدول النامية تعتبر صغيرة في الدول المتقدمة، ما يعكس اختلاف تعريفها باختلاف المعيار الذي ينظر منه إليها، وعادة ما تستخدم العديد من المعايير في تعريفها، كمعيار العمال، معيار رأس المال، معيار المبيعات والإيرادات، معيار الإنتاج، معيار التقنية المستخدمة، ...، ولكن أكثر المعايير شيوعاً هو عدد العاملين بها¹، رغم الاختلاف حول الحد الأعلى و الأدنى لعدد العاملين، مثلاً في ألمانيا لا يزيد العدد على 49 عامل، وفي إنجلترا 200 عامل و 300 عامل في اليابان².

وفي دول بلدان جنوب شرق آسيا ASEAN نجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي التي يكون عدد عمالها أقل من 100 عامل.

أما لجنة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية فتعرف المؤسسات المتوسطة وصغيرة في الدول النامية على أنها كل مؤسسة يعمل بين أقل من 99 عامل، أما بالنسبة للدول المتقدمة فتكون فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة إذا كانت تشغل أقل من 500 عامل.

وفي الجزائر تتبنى وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التعريف البارز في القانون 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، الذي يعرفها على أنها مؤسسة إنتاج وخدمات تشغل من 1 إلى 250 شخص، ولا يتجاوز رقم أعمالها 2 مليار دج، وتستوفي شروط الاستقلالية وتحقق حصيلة سنوية لا تتعدى 500 مليون دج³. حيث استند المشرع الجزائري في تصنيف المؤسسات على ثلاثة معايير، هي: حجم العمالة، رقم الأعمال، ومجموع الأصول. والجدول التالي يوضح كيفية تصنيف المشرع الجزائري للمؤسسات.

الجدول رقم (1): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشريع الجزائري.

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

المصدر: بالاعتماد على الجريدة الرسمية، القانون رقم 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، العدد 77، ديسمبر 2001.

2- خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- من أهم خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نذكر ما يلي⁴:
- تعتمد على الموارد الأولية المحلية بالدرجة الأولى؛
- تعتمد على العمالة الكثيفة وتكنولوجيا البسيطة؛
- صغر رأس المال المستثمر والكميات المنتجة، والتوزيع في السوق الداخلية بالدرجة الأولى؛
- سهولة التأسيس والتنفيذ؛
- محدودية المخاطر واستقلاليتهما؛
- صعوبة الحصول على قروض ميسرة.

3- مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

تتعدد المصادر التي تعتمد عليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل أنشطتها، وذلك حسب الزاوية التي ينظر منها إلى التمويل في حد ذاته. وعموما يمكن تبويبه إلى مصادر من داخل المؤسسة ومصادر من خارجها.

3-1- مصادر من داخل المؤسسة:

يقصد بها الحالة التي تعتمد فيها المؤسسة على أموالها الذاتية كالأموال الخاصة، مخصصات النتائج ..؛

3-2- مصادر من خارج المؤسسة:

عندما لا تكفي المصادر الداخلية لتمويل نشاط المؤسسة تلجأ إلى مصادر تمويلية خارجية (خارج المؤسسة)، وذلك من خلال أسلوبين شائعين، هما:

- **الأسلوب الأول:** يتعلق بطلب تمويل بنكي عن طريق قروض مصرفية من البنوك التجارية أو المتخصصة....، كما قد تلجأ إلى السحب على المكشوف عندما يتعلق الأمر بالحاجة لتمويلات قصيرة جدا في الآجال وقيم صغيرة، أيضا قد تستعمل أسلوب البيع الإيجاري أو الحصول على الإعانات والتسهيلات الحكومية وشبكات الدعم والضمانات وحاضنات الأعمال وعقد تحويل الفواتير وخصم الأوراق التجارية⁵.. الخ.
- **الأسلوب الثاني:** يتعلق باللجوء إلى الطرح المباشر للأوراق المالية في سوق رأس المال⁶، وقد أصبح هذا النمط التمويلي من أهم الأساليب التمويلية المتاحة للمؤسسات خاصة في الاقتصاديات التي تعتمد على الأسواق المالية في التمويل الاقتصادي.

ثانيا - واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

ظهرت سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كجزء من بورصة الجزائر ضمن الإصلاحات المطبقة على سوق رأس المال في الجزائر سنة 2012، بعد أن أثبت واقع بورصة الجزائر استحالة استفادة هذه المؤسسات من التمويل وفق الشروط العامة للإدراج، وفيما يلي سنحاول الوقوف على ظروف نشأتها وأهميتها، وشروط الإدراج فيها.

1- تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها:

1-1- تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تعرف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنها قسم من سوق بورصة قائمة يخصص لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات الولوج للأسواق الرئيسية المخصصة للشركات الكبيرة. وتتميز هذه السوق عادة بانخفاض أعباءها الإدارية، ومنحها امتيازات وإعفاءات ضريبة من أجل تشجيع الإدراج فيها⁷.

1-2- أهمية ولوج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة:

لاشك أن الحصول على التمويل من أجل تحقيق المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لأهدافها وطموحاتها يتطلب حصولها على السيولة بالقدر اللازم وفي الوقت المناسب، لذلك فسوق رأس المال يعتبر خيارا جد مناسب لها، في ظل ارتفاع تكاليف التمويل الأخرى، ويمكننا أن نستشف أهمية إطلاق بورصة خاصة بهذه المؤسسات من خلال ما يلي⁸:

- صعوبة إيفاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالشروط العامة للإدراج في السوق الرئيسي؛
- ارتفاع تكلفة التمويل البنكي وشروطه القاسية خاصة ما يتعلق بالفائدة والضمانات المطلوبة؛

- افتقار مديرو المؤسسات للخبرة في اتخاذ قرار التمويل والتنظيم قد تجعل قراراتهم غير رشيدة؛
 - الاستفادة من تدابير الإعفاءات الضريبية ومصاريف الإدراج التي قد ترافق دخولها للبورصة؛
 - الوفاء بمتطلبات الحوكمة خاصة ما تعلق بالإفصاح والشفافية ما يحسن من مركزها المالي وتنافسيتها، وزيادة الثقة في نشاطها؛
 - التحكم في مخاطر التعامل مع هذه المؤسسات بحكم أنها تصبح كل نشاطاتها ضمن الاقتصاد الرسمي؛
 - تفعيل أداء سوق رأس المال عموماً، واستقطاب الاستثمارات الأجنبية، باعتبار أن التعامل على هذه الأوراق قد يرفع من سيولة السوق؛
 - تفعيل مختلف آليات التمويل خاصة ما تعلق برأس المال المخاطر؛
 - تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من توسيع أنشطتها وتقوية مركزها التنافسي والتفاوضي؛
 - تمكين المؤسسة من الحصول على خبرة المستثمرين الاستراتيجيين في السوق؛
 - تمكين المؤسسة من معرفة القيمة العادلة لأوراقها المالية، والحكم على مدى نجاح خططها الاستثمارية.
- 2- بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كجزء من سوق رأس المال في الجزائر:**
- تعتبر سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جزء من بورصة الجزائر، بموجب الإصلاحات التي تم تبنيها سنة 2012؛ حيث تم وضع شروط ميسرة للإدراج فيها، وبمرافقة من متعهدي البورصة.
- 2-1- ظروف نشأة سوق رأس المال في الجزائر:**
- شرعت الجزائر في تأسيس سوق لرأس المال في شهر ديسمبر سنة 1990 تحت اسم " شركة القيم المنقولة SVM" و ذلك استناداً للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 ؛ ومرت نشأتها بالمراحل التالية⁹:
- أ- المرحلة الأولى:** 90-92 تميزت بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM وإصدار ثلاث مراسيم تتعلق بالبورصة:
- المرسوم التنفيذي رقم: 91-91-169 في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
 - المرسوم التنفيذي رقم : 91-91-170 في 28 ماي 1991 حدد 10 أنواع من القيم المنقولة أشكالها، شروط إصدارها وطرق ذلك، تداولها وتحويلها.
 - المرسوم التنفيذي رقم: 91-91-171 في 28 ماي 1991 يتعلق بلجنة البورصة.
- ب- المرحلة الثانية:** 92-93 واجهت شركة القيم المنقولة صعوبات تتعلق بمهمتها ووظيفتها، وقد تم رفع رأسمالها من 230000 دج إلى 932000 دج وصدر :
- المرسوم رقم: 93-93-08 لـ 93/04/25 المكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.
 - المرسوم رقم: 93-93-10 لـ 93/05/03 حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوساطة
 - لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة COSOB ، ولجنة تسيير بورصة القيم SGBV.

ت- المرحلة الثالثة: 93-95 حيث تم إصدار نصين تشريعيين:

- المرسوم رقم: 94-175 لـ 94/06/13 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال وتمول الاستثمار وبرامج التنمية.

وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر سنة 1997 .

2-2- تنظيم سوق رأس المال في الجزائر: تتضمن البنية القاعدية لسوق رأس المال في الجزائر ثلاث عناصر أساسية أسندت لها وظائف بالغة الأهمية ويتعلق الأمر بما يلي¹⁰:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB :

تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية¹¹، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض وللاكتتاب العام، وذلك في 18/11/1997م. ثم إرياض سطيف وصيدال والأوراسي، وأعطت أول اعتماد في 31/03/1998م لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير SICAV.

ب- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المعروفة اختصاراً SGBV ، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها¹².

ت- الوسطاء في عمليات البورصة IOB

إن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين و المدعويين بالوسطاء في عمليات البورصة، حيث تنص المادة 05 من المرسوم التشريعي على أنه لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول فيها قيم منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها و عن طريق وسطاء ماليين في عمليات البورصة.

2-3- تقسيمات سوق رأس المال الجزائرية بعد تعديلات 2012:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين¹³:

أ- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة،

- أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات،
- أن سي -روبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- بيوفارم الناشطة في الصناعات الصيدلانية
- ب- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتم للأنظمة رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة¹⁴.
- ت- سوق سندات الدين وتكون من:
 - سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة. مرت على هذا السوق العشرات من الإصدارات (سوناطراك، الجوية الجزائرية، سونلغاز...) كان آخرها سند خاص بمجموعة دحلي الذي تم استحقاقه في سنة 2016.
 - سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) وهي سوق مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. حيث تأسست سنة 2008 وتحصي حوالي 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري . ويتم التداول على عليها وفق فترات استحقاقها تتراوح بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.
- 3- قواعد التعامل في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر :
 - تعتبر سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جزء من بورصة الجزائر، بموجب الإصلاحات التي تم تبنيها سنة 2012؛ حيث تم وضع شروط ميسرة للإدراج فيها، وبمرافقة من متعهدي البورصة، وفيما يلي سنحاول الوقوف على شروط الإدراج وكيفية التعامل فيها والعراقيل التي حالت دون نجاحها في استقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
 - 3-1- شروط الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:
 - تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما، وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط، حيث تم تخفيف بعضها، ومن أهم هذه الشروط نذكر ما يلي¹⁵:
 - يجب أن تكون الشركة ذات أسهم؛
 - يجب عليها أن تعين مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة"، لمدة خمس (05) سنوات؛
 - 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 ؛

- تنشر كشوفاتها المالية المصدقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط.

أما 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.

نشير إلى أن هذه الشروط لا تنطبق على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

3-2- مرقى البورصة كرفيق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

يقصد بمرقى البورصة ذلك الوسيط المعتمد في عمليات البورصة سواء كان مؤسسة وساطة أو بنكاً أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات المالية والقانون وإستراتيجية الأعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفاً به ومسجلاً لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها¹⁶.

ويتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مرقى بورصة، سواء بالنسبة لعملية الإدراج، وكذا طوال فترة حياتها داخل سوق البورصة. و يقوم المرقى بدور أساسي في مراقبة احترام التزامات الشفافية التي تخضع لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة. وتتم عملية المرافقة بالمراحل التالية:

أ- **مرحلة ما قبل الإدراج:** يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تعيين مرقى بورصة لمساعدتها عند إصدار أوراقها، وعند تحضير عملية إدراجها. حيث يشهد المرقى من خلال توقيعه على المذكرة الخاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و أن المعلومات الواردة فيها مطابقة للواقع على حد علمه، وأن المذكرة لا يشوبها إغفال من شأنه أن يؤثر على الفهم والإدراك لما هو وارد فيها.

ب- **مرحلة الإدراج:** يجب على الشركة أن تبرم مع مرقى البورصة اتفاقية يتم إعدادها وفقاً للنموذج الذي حدّدته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لمدة سريان يُتفق عليها بين الطرفين، على أن لا تقل عن سنتين (2) اثنتين. ويجب إخطار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حال إنهاء الاتفاقية، فتصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ملزمة على الفور بتعيين مرقى بورصة جديد.

ت- **مرحلة ما بعد الإدراج:** يُكلف مرقى البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة، وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات. وفي حال حدوث تقصير من قبل المؤسسة المصدرة، ينبغي لمرقى البورصة أن يذكرها بالتزاماتها ويقدم لها المشورة اللازمة لتصحيح الوضع.

3-3- مزايا إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر:

إن إدراج المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة في البورصة يحقق لها العديد من المزايا، من أهمها¹⁷:

- رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة مهما كانت طبيعة طموحات المؤسسة؛

- تمكين المؤسسة من تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها، فالبورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب؛
- الاستفادة من المزايا المتعلقة بالإعفاء الضريبي؛
- تنويع مصادر التمويل: حيث تتيح البورصة للمؤسسة فرصة تحقيق ذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة؛
- توسيع نطاق المساهمين: إن عملية الإدراج في البورصة تسهل دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. كما تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم؛
- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي؛
- تسهل عملية الإدراج في البورصة استدامة المؤسسة، ولا سيما 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؛
- الالتزام بمتطلبات الحوكمة: تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات المؤسسة.

ثالثاً- العراقيل التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر متطلبات تفعيلها:

رغم مرور أكثر من 6 سنوات على إدخال الإصلاحات التنظيمية على بورصة الجزائر، والتي أوجدت سوقاً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها لم تفلح في استقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفيما يلي سنحاول تشخيص أهم العراقيل التي حالت دون ذلك، وطرح بعض المتطلبات التي نراها كفيلة بتدعيمها.

1- العراقيل التي حالت دون إقبال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبورصة:

- تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من العراقيل بعضها يتعلق بالمؤسسات والبعض الآخر يتعلق بالبورصة والنظام المالي ككل، في حين يتعلق البعض الآخر بالظروف الاقتصادية المحيطة بكلاهما.
- 1-1 عراقيل متعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: من أهمها نذكر ما يلي:
 - الطابع العائلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمالك هذه المؤسسات يفضل الاقتراض من البنوك بدل اللجوء للبورصة خوفاً من رهن قراراته ؛

- عدم وجود تحفيزات كافية، خاصة في ظل الامتيازات التي يمنحها السوق الموازي لهذه المؤسسات؛

- عدم التزام أغلبية هذه المؤسسات بقواعد الإفصاح والشفافية عن المعلومات وحساباتها؛

- غياب جهاز معلوماتي فعال يُمكن المستثمر من معرفة نشاط هاته المؤسسات؛

- ضعف مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛

- عدم بلوغ برامج التأهيل المتعددة لأهدافها؛

- تهديدات الاقتصاد الموازي لفرص نجاح هذه المؤسسات انعكس على فرص نجاحها.

1-2- عراقيل متعلقة بركود أداء البورصة: من أهمها نذكر ما يلي:

لا تزال بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة وغير معروفة بالنسبة لأصحاب المؤسسات، ولا يوجد من يملك حاليا روح المغامرة للطرح فيها. وتطوير البورصة لا يمكنه أن ينجح بمجرد أن تعدل تشريع معين، لذلك لبدا من مرافقة ذلك بدعاية كافية على مستوى المؤسسات والمننديات والإعلام.. الخ، كما أن محدودية الإدراج وضعف أداء بورصة الجزائر وانعدام الثقة في تمويلاتها يعتبر من أهم أسباب عزوف المؤسسات على الولوج فيها، وعموما يمكن الوقوف على أهم هذه العراقيل من خلال جانبين مهمين، هما جانب الطلب وجانب العرض.

أ- معوقات تتعلق بجانب الطلب: من أهمها نذكر ما يلي:

- ضالة معدلات الادخار، فعلى عكس الدول النفطية التي يرتفع فيها مستوى الدخل الفردي فإن الجزائر تعرف تدني لمعدلات الدخل ما انعكس على تدني مستوى الادخار المالي، فحوالي 50 % من دخل الفرد الجزائري ينفق على السلع الاستهلاكية الضرورية، في حين نجده لا يتعدى 10% في أغلب الدول المتقدمة، ما يقلل من مستوى الدخل المحول للاستثمار ككل ناهيك عن الاستثمار المالي؛

- العائد المحقق على الاستثمار في الأصول المالية ضئيل مقارنة بما تتيحه الأسواق الحقيقية كالعقارات والودائع البنكية؛

- ارتفاع أسعار الفائدة التي تعتبر من أهم محددات الاستثمار في الأسواق المالية، فكلما انخفضت في السوق النقدية والمالية كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية والعكس صحيح؛ والمستثمر يفضل بين التمويل بنكي الذي عادة ما يكون عالي التكلفة وبين التمويل عن طريق أسواق المال الذي يفتح المجال لصغار المستثمرين لتكوين محافظ مالية وتحقيق العوائد. والملاحظ أن المستثمر الجزائري لا يزال يفضل التمويل البنكي بسبب صغر حجم الشركات وعدم الاقتناع بإدخال مساهمين جدد (شركات عائلية)، و انعدام الشفافية والتهرب الجبائي؛

- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق على السوق الرأسمالية الجزائرية، فقد تؤدي لحصول الازدواج الضريبي، مثل فرض ضريبة على أرباح الشركة وضريبة على الأرباح الموزعة، ما يؤثر سلبا على التوظيف في البورصة.

- عدم الاستقرار النقدي يؤثر على عوائد أدوات التمويل خاصة السندات، ناهيك عن رفض شريحة واسعة للتعامل بالربا؛

- سيادة ظاهرة الكبح المالي أثر كثيرا على الاستفادة من الخبرات الدولية؛

- ضعف الفرص المتاحة لتنويع المحافظ أمام المستثمرين؛

- ضعف السيولة: كلما زادت التعاملات على الأوراق المالية للشركات الناجحة كلما ارتفعت قيمتها السوقية والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، وكلما كان السوق يعمل بكفاءة كلما زادت سيولة السوق، وضعف سيولة بورصة الجزائر تظهر جليا من خلال عدد الصفقات المبرمة وأيام التداول.

ب- بالنسبة للعرض: يمكن تلخيص عوائقه فيما يلي:

- ضالة عدد الشركات المدرجة، حيث تحصى سوق راس المال الجزائرية 5 شركات مدرجة فقط؛
- عدم تنوع الأدوات المالية في السوق، كما هو معلوم فإن تنوعها يعتبر من أهم روافد تطور الأسواق بحكم أنها تعطي للمستثمرين بدائل مختلفة تتماشى مع أهداف كل مستثمر؛
- ضعف الإفصاح والشفافية: تتعلق مصداقية السوق بالعدالة في توزيع المعلومات، فالمطلعون على الوثائق الداخلية قد يحققون مكاسب كبيرة أو قد يتجنبون خسائر جسيمة، والعدالة تقتضي أن كل المستثمرين تكون لهم نفس المعلومات وفي نفس التوقيت، كما أن الشركات الجزائرية لا تزال لا تلتزم بالإفصاح الدوري، فالمستثمر قد يضطر الانتظار لمدة سنة للاطلاع على بعض البيانات السطحية مما يصعب اتخاذ قرار الاستثمار المالي؛
- بالنسبة للوسطاء المعتمدين تقتصر في الجزائر على الوسطاء المعنويون رغم أنه في بداية نشاطها كان متاح للأشخاص الطبيعيين ممارسة مهمة الوساطة، وأغلب الوسطاء هو بنوك عمومية وبهيمنون على التعاملات. كما أن ضعف الادخار العائلي يجعل البنوك لا تشكل محافظ كما ينبغي؛
- غياب أغلب المؤسسات والهيئات الداعمة للسوق، كصناديق استثمار، بنوك استثمار، شركات الاستشارة، التحليل الفني والأساسي، رأس مال المخاطر...

1-3- عراقيل متعلقة بالمحيط الاقتصادي: من أهمها نذكر ما يلي:

- معوقات تشريعية: تتعلق بالمفهوم الضيق للقيم المنقولة في القانون التجاري الجزائري، بالإضافة إلى عدم استقرار التشريعات المتعلقة بالاستثمار والضرائب والرسوم؛
- الطبيعة القانونية للشركات: أغلب شركات الخاصة ذات مسؤولية محددة وليس شركات مساهمة (أغلبها شركات عائلية)؛
- غياب الثقافة البورصية لدى الأفراد و المؤسسات؛
- غياب سياسات تسويق الأوراق المالية، وعدم وجود إعلام مالي مرافق ومروج للاستثمار المالي؛
- نظام الصرف القائم في الجزائر غير محفز؛
- الربحية في بورصة الجزائر غير محفزة في ظل سيادة أنشطة الاقتصاد الموازي التي تدر عوائد منافسة؛
- تبعية الاقتصاد الجزائري لقطاع المحروقات، والاعتماد على سياسة الموازنة بدل سياسة السوق.

2- متطلبات تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية:

- إن تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحقيقة لا يمكن فصله عن الشروط العامة لتفعيل وتطوير بورصة الجزائر ككل، وفيما يلي سنحاول طرح بعض المقترحات التي نراها تساهم في ذلك.
- فصل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن البورصة الرئيسية وإعطاءها كياناً مستقلاً، أو على الأقل تغيير اسمها وتنويع أسهم الشركات فيها بين الدرجات الأولى والثانية والثالثة؛
- مساندة هذه المؤسسات بالإعفاءات الضريبية و الرسوم الإدارية الخاصة بالإعلان وإعطاءها امتيازات أخرى؛
- فقد أثبتت التجارب الدولية أن الحكومات تساند المؤسسات الصغيرة باعتبارها جزءاً أساسياً من الاقتصاد ويمثل نسبة 90% من الاقتصاد بالنسبة لبعض الدول المتقدمة؛

- تعديل الشكل القانوني للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق تحويلها من شركات ذات مسؤولية محدودة إلى شركات مساهمة؛
- التعديل التشريعي من خلال تكوين جهة متخصصة تعنى بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتكون بمثابة حضانة لهذه المؤسسات ترعى أعمالها وتتنظر في القضايا المتعلقة بها؛
- ضرورة إمام المؤسسات بميزات التمويل البورصي، وذلك من خلال تكثيف الندوات والورشات التي تبين أهمية التمويل عن طريق البورصة؛ والتعريف بنجاعة طرح هذه المؤسسات لأسهمها في البورصة؛
- تفعيل برامج الخصوصية، حيث تعتبر البورصة أحسن مجال لفتح رأس مال المؤسسات العمومية وفق مبادئ الشفافية؛
- إمكانية خوصصة بعض الشركات العمومية عن طريق البورصة على ضوء ما جاء في قانون المالية 2016 فيما يتعلق بإمكانية فتح رؤوس أموال الشركات العمومية بنسبة 33.33%؛
- ضرورة التزام المؤسسات بمبادئ الحوكمة خاصة ما تعلق بالإفصاح والشفافية ؛
- تبسيط إجراءات الإدراج أكثر فأكثر خاصة ما تعلق بفتح نسبة 20% من رأس مال الشركة(في سوق الشركات الكبرى)، ففي غياب الثقافة البورصية قد لا تستطيع المؤسسات الوفاء بهذا الشرط،
- يجب تطوير الجانب الهيكلي والتنظيمي والتشريعي للبورصة، خاصة ما تعلق بتطوير أنظمة التداول والمقاصّة والتسوية؛
- تشجيع قيام شركات وساطة كفى، و تنشيط سوق رأس المال المخاطر؛
- الانفتاح على المحيط الاقتصادي وتحرير السوق دوليا؛
- إدراج أدوات مالية مستحدثة؛
- الاستفادة من التجارب الدولية الناجحة في مجال بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- ضبط الاقتصاد وتحقيق استقرار مأكرو اقتصادي والتحكم في الاقتصاد الموازي ؛
- إصلاح النموذج التنموي من خلال تنويع الاقتصاد و الابتعاد عن التمويل الموازي للمشاريع .
- معالجة مشكلة الصرف من خلال التحرير التدريجي لسوق الصرف؛
- مراجعة التشريع الجبائي وقانون المؤسسات والاستثمار؛
- ضرورة توفر الإرادة السياسية الداعمة لفكرة التمويل عن طريق البورصة.

الخلاصة:

إن حصول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على التمويل بالقدر اللازم وفي الوقت المناسب يعتبر أكبر تحدي يواجهها، إذ عادة ما تكون أمام خيارين أساسيين وهما التمويل الذاتي أو التمويل من خارج المؤسسة، إما بالاقتراض من البنوك أو التمويل عن طريق سوق رأس المال، هذا الأخير أصبح من أهم الخيارات التي تحبذها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالنظر لسهولة وانخفاض تكلفته وتناسبه مع طموحاتها، مما جعل أسواق رأس

المال المعاصرة تخصص سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عادة ما يكون وفق شروط إدراج ميسرة وتتماشى مع قدراتها وحجم رأسمالها، وقد شاعت العديد من النماذج الدولية الناجحة.

والجزائر رغم حداثة عهدها بالتمويل عن طريق سوق رأس المال ومحدودية أداء سوقها إلا أنها لم تغفل إطلاق سوقا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ سنة 2012 تراهن عليه من أجل تطوير أداء البورصة واستقطاب هاته المؤسسات لطلب التمويل الميسر والسهل. حيث تم وضع شروط إدراج خاصة بها. مع إعطاء دور أساسي لمرافق المؤسسة (المتعهد)

وعند معالجتنا لحديثات الموضوع توصلنا إلى أن تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مرتبط بتجاوز مختلف العقبات التي حالت دون تطورها من جهة، وتوفير متطلبات تأهيلها وتفعيلها في ظل التوجه نحو انتهاج سياسات التنويع الاقتصادي وإقحام القطاع الخاص في سيرورة التنمية الاقتصادية، وبما يتماشى وحجم الاقتصاد الجزائري، وذلك من خلال:

- تحديث تشريعات إدراج المؤسسات، وذلك بإعداد قانون إدراج متكامل، وإنشاء بنوك استثمار وصناديق رأس مال المخاطر؛

- وضع تشريعات تنظم إنشاء شركات الترويج وضمان الاكتتاب و التقييم ؛

- معالجة تباين قواعد وشروط إصدار القيم المنقولة، وإدخال أدوات التمويل الإسلامي؛

- تشجيع قيام شركات وساطة كفئة قادرة على المنافسة وزيادة نشاط السوق (وساطة قوية تساوي سوق نشط)؛

- تأهيل الشركات الصغيرة والمتوسطة للدخول للبورصة؛

- ضرورة توفير موقع سهل الوصول إليه يحتضن مختلف مؤسسات وهيئات السوق، مع ضرورة التفكير في إنشاء مدينة مالية؛

- تأهيل العاملين بالسوق والانفتاح على مختلف النظم والإجراءات الحديثة؛

- مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق وتحديد إطار زمني لتطويرها (شروط الإصدار؛ الاستمرارية،

الشطب....)

- منح تحفيزات جبائية وإدارية من أجل الولوج للبورصة؛

- تبسيط إجراءات الولوج البورصة كتحفيض رأس المال المفتوح، عدد المساهمين الأدنى؛ تخفيض رسوم الاكتتاب والتداول.. الخ.

- تفعيل دور مرقى البورصة باعتباره رفيقا وشريكا للمؤسسات الصغيرة يعمل على مساعدتها للدخول للبورصة.

الهوامش والمراجع

¹ - راتول محمد ، بعض التجارب الدولية في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الدروس المستفادة، مداخلة مقدمة في ملتقى

متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي. يومي 17 و18 أفريل 2006، ص 172-173

² - ج. سبنسر هل، ترجمة صليب بطرس، منشأة الأعمال الصغيرة، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة 1998، ص111

- ³ - سليمان ناصر، عواطف محسن، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي للاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 3، متاح على الرابط: <https://almes-center.com/images/pdf/fin%20isl.pdf> ، تاريخ الاطلاع: 15-4-2017
- ⁴ - بالاعتماد على:
- عماد العيد، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين العراقيل والمساهمة في التنمية السوسيو اقتصادية. - دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر -، مقال منشور في مجلة التنمية وإدارة الموارد البشرية، المجلد 1 العدد 1، 2015، ص 181.
- <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/34191>
- ياسر عبد الرحمان، براثن عماد، قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة جيجل، العدد 3، جوان 2018، ص 219
- مديرية الصناعة والمناجم بالمسيلة، مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، متاح على <http://dim-msila.dz/?p=73> ، تاريخ الاطلاع: 15-4-2017
- ⁵ - Guy CAUDAMINE et Jean MONTIER, Banque et marches financiers, Edition Economica, Paris , 1998 p :230-233
- ⁶ - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية و النقدية"، عالم الكتب الحديث، جدار للكتاب العالمي، الأردن، ط1، 2006، ص 7-8.
- ⁷ - بورصة الجزائر، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، متاح على <https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf> ص 2 تاريخ الاطلاع: 12-4-2017.
- ⁸ - بالاعتماد على:
- بورصة الجزائر، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، متاح على <https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document159850105.pdf> ص 5، تاريخ الاطلاع: 12-4-2017.
- محمد حولي، خالد إدريس، أهمية التمويل المؤسسات الص وم، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، 2017، ص 185، 187.
- ⁹ - بالاعتماد على:
- رياض جدار، واقع و دور بورصة الجزائرية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والحلول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 8 العدد 2017، ص 35 ، <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/21686> ، تاريخ الاطلاع 14-4-2018
- بورصة الجزائر، ظروف نشأة بورصة الجزائر، متاح على: <https://www.sgbv.dz/commons/ar/.../document833843090.pdf> تاريخ الاطلاع 15-4-2018
- ¹⁰ - بالاعتماد على بورصة الجزائر: تنظيم السوق، متاح على الموقع: <http://www.sgbv.dz/ar> / تاريخ الاطلاع 15-4-2018
- ¹¹ - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مهام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، متاح على <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-fiches-arabe.pdf> الاطلاع 21-4-2018
- ¹² - بورصة الجزائر، مهام البورصة: <https://www.sgbv.dz/commons/ar/.../document833843090.pdf>
- ¹³ - جدار رياض، نفس المرجع السابق ، ص 41.
- ¹⁴ - أنظر الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012
- ¹⁵ - بورصة الجزائر، شروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، متاح على <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=176> تاريخ الاطلاع: 21-6-2018
- ¹⁶ - بالاعتماد على:
- بلموهوب يزيد ، التمويل عن طريق البورصة، مداخلة في اليوم الدراسي حول واقع بورصة الجزائر، جامعة سطيف 1، 19 أفريل 2017. ص 2
- بورصة الجزائر، شروط الإدراج متاحة على الموقع : <http://www.sgbv.dz/ar> / تاريخ الاطلاع: 21-6-2018
- ¹⁷ - بلموهوب يزيد ، مرجع سبق ذكره، ص 5