

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

دور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة حالة مؤسسة «Aom invest»

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبتين:

ابتسام زليش

خولة يسعد

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ.....
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ زين العابدين طويجيني
مناقشا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ.....

السنة الجامعية: 2022/2021

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

دور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة حالة مؤسسة «Aom invest»

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبتين:

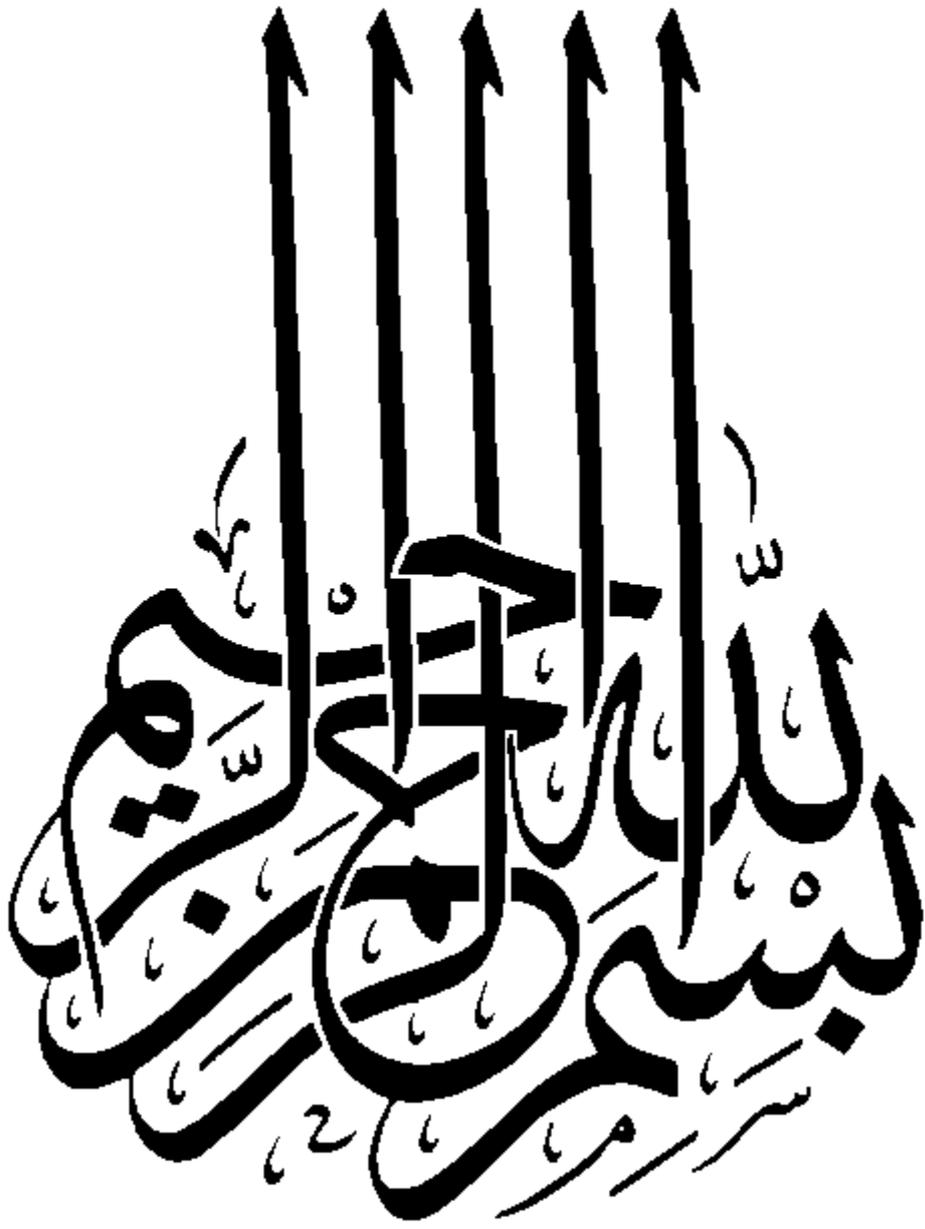
ابتسام زليش

خولة يسعد

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ.....
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ زين العابدين طويجيني
مناقشا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ.....

السنة الجامعية: 2022/2021



شُكْرٌ وَعِرْفَانٌ

ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وان أعمل صالحا ترضاه وأدخلني في
عبادك الصالحين.....) الأحقاف 15

الحمد والشكر والثناء لله العلي القدير عل نعمه الظاهرة والباطنة وعل توفيقي لإنجاز هذا العمل،
اعترافا بالفضل وتقديرا الجميل لا يسعني وأنا أنتهي من إعداد هاته المذكرة إلا أن أتوجه بجزيل الشكر وعظيم
امتناني إلى الدكتور الفاضل: **زين العابدين طويجيني** على توجيهاته ونصائحه القيمة التي مكنتني من إعداد
هذه المذكرة في شكلها النهائي.

نتوجه إلى السادة لجنة المناقشة الذين سيساهمون في تقييم هذا البحث. وإثرائه بالملاحظات
والتوجيهات التي ستزيد من قيمته بالشكر والعرفان.

إلى كل من ساعدني في إعداد هذه المذكرة من قريب أو بعيد، وإلى كل أساتذتنا على جهودهم لكم منا
كل الامتنان والتقدير.

إِهْدَاء

إلى من أفضلها على نفسي، فلقد ضحت من أجلي ولم تدخر جهدا في سبيل إسعادي على الدوام
(أمي الحبيبة).

نسير في دروب الحياة ويبقى من يسيطر على أدهاننا في كل مسلك نسلكه
صاحب الوجه الطيب، والأفعال الحسنة.

فلم يبخل علي طيلة حياته
(والدي العزيز).

إلى أصدقائي، وإخوتي وجدتي وابن خالي وجميع من وقفو بجواري وساعدوني بكل ما يملكون، أقدم
لكم هذا البحث وأتمنى أن يجوز على رضاكم.

إبتسام

إِهْدَاء

اللهم لك الحمد ولك الشكر كله وإليك يرجع الفضل كله سره وعلايته وبعد،

أهدي ثمرة جهدي إلى:

إلى من تعبت وشقت لكنها قاومت وتشجعت لأجلي، إلى نبع الحنان والمحبة إلى أعلى من في الوجود إلى أجمل مناداة في الكون "امي" ياروحي ونور عيني انت يا أمي إلى من لا تكفي كل الكلمات للتعبير عن معدن جمالها.

إلى من كانت النصيحة لا تفارق شفثيه، إلى الذي يحمل عناء ومتاعب الحياة، إلى من كان مصدرا للاحترام والعطاء إلى الذي أموت وأحيا لأجله "أبي" حفظه الله.

إلى من كان ثمرة فرحتي حين اشتدت علي الظروف وأمن بالله ربا، وبالإسلام ديننا، وبمحمد صلى الله عليه وسلم نبيا ورسولا خالي "نور الدين" يا كنز أنت.

وفي الختام إلى دولتي الجزائر يا من كانت لي معينا طوال مشواري.

خولة

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	الشكر
II	الإهداء
III	الملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
VII	قائمة الملاحق
أ-ث	مقدمة
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة
06	تمهيد
07	المبحث الأول: الإطار النظري للدراسة
07	المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
16	المطلب الثاني: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
29	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
34	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للدراسة
34	المطلب الأول: الدراسات المتعلقة بالأسواق المالية
36	المطلب الثاني: الدراسات المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
38	المطلب الثالث: الدراسات المتعلقة بدور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
41	خلاصة

	الفصل الثاني: الدراسة الميدانية
43	تمهيد
44	المبحث الأول: منهج وأدوات الدراسة
44	المطلب الأول: منهج الدراسة
44	المطلب الثاني: أداة الدراسة
45	المطلب الثالث: تقديم مؤسستي الدراسة
51	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
51	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي لبورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
52	المطلب الثاني: مقارنة أداء بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مع نظيرتها في تونس
55	المطلب الثالث: عوائق وعوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر
56	المطلب الرابع: عوائد انضمام مؤسسة «Aom invest» إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
65	خلاصة
67	الخاتمة
70	قائمة المراجع
74	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
24	تصنيف المؤسسات حسب تنظيم العمل	01
47	معلومات عن مؤسسة «Aom invest»	02
49	الخصائص الرئيسية المتعلقة بقبول «Aom invest»	03
49	توزيع رأس المال لمؤسسة «Aom invest»	04
51	المؤسسات الجزائرية المدرجة ضمن سوق الأسهم	05
52	البطاقة الفنية لبعض لمؤسسات الوطنية ضمن سوق السندات البورصة الجزائرية	06
53	المؤسسات المدرجة في كل من بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لكل من الجزائر وتونس.	07
54	بعض مؤشرات تحليل أداء السوق لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتونس.	08
57	الزيادة في رأس مال مؤسسة «Aom invest» خلال فترة (2018-2021)	09
57	المؤشرات المالية المصدرة من طرف مؤسسة «Aom invest»	10
58	تطور أسهم مؤسسة «Aom invest»	11
60	التغيرات التي حصلت في ميزانية الأصول لمؤسسة «Aom invest» خلال الفترة (2018-2020)	12
61	التغيرات التي حصلت في ميزانية الخصوم لمؤسسة «Aom invest» خلال الفترة (2018-2020)	13
62	التغيرات التي حصلت في جدول حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» خلال الفترة (2018-2020)	14
64	تدفقات الخزينة لمؤسسة «Aom invest»	15

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
12	أنواع الأسواق المالية	01
48	هيكل الملكية لمؤسسة «Aom invest»	02
59	تطور القيمة السوقية في سوق الأسهم	03
60	العائد على الأسهم للسنوات (2020-2019-2018)	04
63	تطور رقم أعمال مؤسسة «Aom invest»	05

قائمة الملاحق

الصفحة	اسم الملحق	الرقم
74	أصول مؤسسة «Aom invest» لفترة (2018-2017)	01
74	خصوم مؤسسة «Aom invest» لفترة (2018-2017)	02
75	حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2018-2017)	03
76	جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2018-2017)	04
76	اختلاف الأسهم	05
77	أصول مؤسسة «Aom invest» لفترة (2019-2018)	06
78	خصوم مؤسسة «Aom invest» لفترة (2019-2018)	07
79	حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2019-2018)	08
80	أصول مؤسسة «Aom invest» لفترة (2020-2019)	09
81	خصوم مؤسسة «Aom invest» لفترة (2020-2019)	10
82	حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2020-2019)	11
83	جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2020-2019)	12
84	اختلاف الأسهم	13
85	المؤشرات المالية لرؤوس الأوراق المالية (2018-2017)	14
85	المؤشرات المالية لرؤوس الأوراق المالية (2020-2019)	15

الملخص

هدفنا من خلال هذه الدراسة إلى البحث عن دور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث تم مناقشة الإشكالية التي تم تلخيصها في التساؤل الرئيسي التالي: ما الفرص (أو البدائل) التمويلية التي أتاحت للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة «Aom invest» بعد انضمامها لبورصة الجزائر؟ وكيف انعكس ذلك على أداءها المالي؟ واعتمدنا في ذلك على المنهجين الوصفي والتحليلي من خلال عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والعلاقة بينهما، وكذا بعض الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوعنا، كما تم عرض أداء بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومن أجل تحليل أعمق لهذا الأداء قمنا بمقارنة بعض مؤشراتنا مع مؤشرات تونس، والتحديات التي تواجهها والفرص التمويلية المتاحة لها، كما استندنا على منهج دراسة حالة مؤسسة «Aom invest» من خلال تحليل المعلومات المالية والقوائم المالية السنوية عن المؤسسة للفترة الممتدة من (2018-2021).

خلصنا في هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: حصول مؤسسة «Aom invest» على مصادر تمويلية لاستثماراتها من طرف سوق الأسهم لبورصة الجزائر، تمويل السوق المالي لمؤسسة «Aom invest» لم يلبي احتياجاتها التمويلية بشكل كبير بعد انضمامها إليه، ضعف سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مقارنة بنظيرتها تونس، وفي الأخير قدمنا جملة من الاقتراحات منها: ضرورة توفير مصادر تمويل وخاصة التمويل طويل الأجل والتمويل عن طريق القروض البنكية، اعتماد التمويل التشاركي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر: تجارب دولية.

الكلمات المفتاحية: تمويل، مؤسسة «Aom invest»، سوق مالي، بورصة مؤسسات صغيرة ومتوسطة، الجزائر.

Abstract

Our aim through this study is to search for the role of financial markets in financing small and medium enterprises in Algeria, where the problem was discussed, which was summarized in the following main question: What are the financing opportunities (or alternatives) that were made available to the small and medium enterprise «Aom invest» after its accession to the Algerian Stock Exchange? How did this affect its financial performance? In this we relied on the descriptive and analytical approaches by presenting the basic concepts related to financial markets and small and medium enterprises and the relationship between them, As well as some previous studies related to our topic, and the performance of the Small and Medium Enterprises Stock Exchange in Algeria was presented, and for a deeper analysis of this performance, we compared some of its indicators with those of Tunisia, the challenges it faces and the financing opportunities available to it, as we based on a case study approach «Aom invest» by analyzing the financial information and the annual financial statements about the institution for the period from (2018-2021).

In this study, we concluded a set of results, the most important of which are: «Aom invest» obtaining financing sources for its investments from the stock market of the Algiers Stock Exchange, financing the financial market of «Aom invest» which did not meet its financing needs significantly after joining it, the weakness of the small and medium enterprises market In Algeria compared to its counterpart in Tunisia, and in the end we made a number of suggestions, including: the necessity of providing sources of financing, especially long-term financing and financing through bank loans, adopting participatory financing for economic institutions in Algeria: international experiences.

Keywords: financing, «Aom invest» institution, small and medium enterprises stock exchange, Algeria.

Résumé

Notre objectif à travers cette étude est de rechercher le rôle des marchés financiers dans le financement des petites et moyennes entreprises en Algérie, où le problème qui a été résumé dans la question principale suivante a été abordé : Quelles sont les opportunités (ou alternatives) de financement qui ont été mises à disposition à la petite et moyenne entreprise « Aom invest » après son accession à la Bourse algérienne ? Comment cela a-t-il affecté sa performance financière ? En cela, nous nous sommes appuyés sur les approches descriptives et analytiques en présentant les concepts de base liés aux marchés financiers et aux petites et moyennes entreprises et les relations entre eux, En plus de quelques études antérieures liées à notre sujet, et la performance de la Bourse des Petites et Moyennes Entreprises en Algérie a été présentée, et pour une analyse plus approfondie de cette performance, nous avons comparé certains de ses indicateurs avec ceux de la Tunisie, les défis qu'elle visages et les opportunités de financement qui s'offrent à elle, car nous nous sommes basés sur une approche d'étude de cas «Aom invest» en analysant les informations financières et les états financiers annuels de l'institution pour la période allant de (2018-2021).

Dans cette étude, nous avons conclu un ensemble de résultats dont les plus importants sont: « Aom invest » obtenant des sources de financement pour ses investissements auprès du marché boursier de la Bourse d'Alger, finançant le marché financier de « Aom invest » qui n'a pas répondu de manière significative à ses besoins de financement après son adhésion, la faiblesse du marché des petites et moyennes entreprises en Algérie par rapport à son homologue tunisien, et au final nous avons fait un certain nombre de suggestions, parmi lesquelles : la nécessité de fournir des sources de financement, notamment à long - financement à terme et financement par emprunts bancaires, adoption du financement participatif des institutions économiques en Algérie : expériences internationales.

Mots-clés : financement, institution « Aom invest », marché financier, bourse des valeurs des petites et moyennes entreprises, Algérie.

مقدمة

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة شريان الحياة الاقتصادية نظرا لدورها الفعال في تحقيق التنمية للدول سواء المتقدمة منها أو النامية، فقد أصبح تطوير هذه المؤسسات من قبل هذه الدول من الأولويات التي تضعها لإيجاد جميع الأطر والمتطلبات لنجاحها والارتقاء بها، ومن المشاكل التي تواجهها هذه المؤسسات نقص التمويل، فرغم كل الجهود المبذولة بغية توفير مصادر التمويل تبقى هذه الأخيرة غير كافية بالقدر والكفاءة المطلوبة، الأمر الذي أدى إلى البحث عن آليات أخرى لتمويلها ومن بينها السوق المالي.

فالسوق المالي يحتل دورا فعالا في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كونه مصدرا من مصادر تجميع الادخار الوطني والدولي، ويعتبر ملجأ لهذا النوع من المؤسسات لتزويدها برؤوس الأموال لتمويل أنشطتها المختلفة، وتعمل هذه السوق على إصدار أوراق مالية لتوفير أموال قصد تلبية متطلبات أصحاب العجز المالي من السيولة، بحيث تتيح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المزيج التمويلي المتنوع، والذي يتيح لملاكها المفاضلة بينها، كما يمكنهم من اختيار المصدر التمويلي الذي يتناسب مع حجم المشروع وطبيعته ونشاطه، ومستوى عائداته، ومعدلات أرباحه.

باعتبار أن دراستنا تشمل أهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ولأن مؤسسة «Aom invest» هي المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الوحيدة المدرجة في سوق مال الجزائر، فإن الأداء المالي الذي تحققه هذه المؤسسة (خاصة ما تعلق بالفرص التمويلية) يمكن أن يعكس بشكل جزئي أداء هذه السوق، ومن أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية نجد البورصة التي تهدف إلى تأمين سيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

أ. إشكالية الدراسة:

اعتمادا على ما سبق تتضح معالم إشكالتنا، والمتمثلة في مناقشة الفرص التمويلية التي تتيحها بورصة الجزائر لمؤسسة «Aom invest» من ناحية، وعن تطور الأداء المالي لهاته المؤسسة بعد انضمامها لهاته البورصة من ناحية ثانية، والتي يمكن تلخيصها في التساؤل الرئيس التالي:

مالفرض (أو البدائل) التمويلية التي أتاحت للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة «Aom invest» بعد انضمامها لبورصة الجزائر؟ وكيف انعكس ذلك على أداءها المالي؟
يندرج تحت التساؤل الرئيس جملة من الأسئلة الفرعية كما يلي:

- ماهي المعوقات والعقبات التي تواجه مؤسسة «Aom invest» في تلبية احتياجاتها التمويلية والتي قد تؤدي إلى عدم استمرارية وإقبال هذه المؤسسات؟
- ما هي عوائق دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر؟
- هل تعتبر بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حلا لمشكلة الفجوة التمويلية التي تعاني منها مؤسسة

«Aom invest».

- هل سجلت مؤسسة «Aom invest» ارتفاع في العائد على السهم؟
- ما هو الفرق بين بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتونس؟

ب. الفرضيات

على ضوء الإشكالية الرئيسية للبحث ومن أجل الإجابة عن الأسئلة المطروحة فيها، تم صياغة الفرضيات التي سوف يتم إثباتها أو نفيها وهي كما يلي:

❖ **الفرضية الأولى:** من أهم العقبات التي تواجه مؤسسة «Aom invest» في تلبية احتياجاتها التمويلية نقص مصادر التمويل وخاصة التمويل طويل الأجل.

❖ **الفرضية الثانية:** من أهم العقبات التي تواجه مؤسسة «Aom invest» عوائق عند قيامها بالاستثمار في بورصة الجزائر نقص مصادر التمويل التقليدية وخاصة القروض البنكية.

❖ **الفرضية الثالثة:** ساهمت السوق التمويلية في حل مشكلة الفجوة التمويلية التي تعاني منها مؤسسة «Aom invest».

- ❖ **الفرضية الرابعة:** سجلت مؤسسة «Aom invest» ارتفاع في العائد على السهم خلال الفترة (2018-2020).

ت. أهمية الدراسة:

- تكمن أهمية هذه الدراسة في النقاط لاسيما:
- للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور كبير في مختلف الاقتصاديات.
 - مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق النمو الاقتصادي.
 - مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق الناتج الداخلي الخام.
 - حداثة الموضوع وتناقل وسائل الإعلام له.
 - يعتبر البحث عن استحداث آليات تمويل جديدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة في ظل الأزمات الحالية التي يعيشها العالم والجزائر بعد جائحة كوفيد 19 ضرورة ملحة تتكفل بتغطيتها الدراسات الاقتصادية.
- ث. أهداف البحث:

نهدف من خلال بحثنا هذا إلى تحقيق الأهداف التالية:

- مناقشة البدائل التمويلية المتاحة لمؤسسة «Aom invest» بالجزائر.
- دراسة الدور التمويلي لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- البحث عن عوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر.
- تحري العقبات التي تواجه انضمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- دراسة أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في البورصة، وتحليل مشاكل التمويل بها.

- دراسة أهمية السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر .
- ج. أسباب اختيار الموضوع:

- ارتباط الموضوع بالتخصص العلمي.
- أهمية موضوع التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تواجه صعوبة في الحصول على التمويل التقليدي.

- ضعف بورصة الجزائر وضرورة البحث عن طرق لتفعيلها وتشجيع الولوج إليه.

ح. حدود الدراسة:

- اقتصرت الدراسة على معرفة بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالنسبة لمؤسسة «Aom invest» خلال الفترة الممتدة (2018-2021)، والمقارنة بين بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتونس خلال الفترة الممتدة (2015-2017).

خ. هيكل الدراسة:

لمعالجة هذا الموضوع والإجابة على الأسئلة المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المعتمدة يتم تقسيم هذه الدراسة إلى إلى فصلين أساسيين أحدهما نظري والآخر تطبيقي، حيث اشتمل الفصل الأول بعنوان الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة على مبحثين، المبحث الأول الأدبيات النظرية للدراسة ويشمل ثلاث مطالب الأول مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية من نشأتها وتطورها ومفهومها وأهميتها وأهدافها وخصائصها وأنواعها ومتدخلون فيها ووظائفها وكفاءتها، والمطلب الثاني مفاهيم أساسية حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويشمل على تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصائصها، وتصنيفاتها، وأهميتها ومجالاتها وكذلك مراحلها والمشاكل التي تواجهها، والمطلب الثالث أهمية الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتناولنا فيه تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، أما المبحث الثاني والمسمى بالأدبيات التطبيقية للدراسة وتطرقنا فيه إلى مجموعة من الدراسات السابقة للمتغير الأول الأسواق المالية والمتغير الثاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والدراسات التي تناولت العلاقة بين المتغيرين، العربية منها والأجنبية.

أما الفصل الثاني المعنون بعنوان الإطار الميداني للدراسة فقد قمنا بإسقاط دراستنا النظرية على مؤسستي بورصة الجزائر ومؤسسة «Aom invest»، ومنها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من نشأتها، وتعريفها والإطار التنظيمي لها، وشروط الإدراج فيها، ومؤسسة «Aom invest» من تعريفها، والخصائص المتعلقة بقبولها... الخ، وكذا تقييم أدائها المالي خلال فترة (2018-2021)، ومقارنة أداء بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مع نظيرتها في تونس، وبيان عوائق وعوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر، وفي الأخير تم تقييم عوائد انضمام مؤسسة «Aom invest» إلى هذه البورصة.

د. صعوبات الدراسة:

واجهنا في إعداد هذه الدراسة مجموعة من الصعوبات نذكر منها:

- قصر المدة الزمنية المخصصة لهذه الدراسة؛
- نقص الدراسات السابقة الخاصة بالجزائر؛
- توفر مؤسسة واحدة صغيرة ومتوسطة مدرجة في بورصة الجزائر؛
- صعوبة الوصول للتقارير المالية الخاصة بالمؤسسة محل الدراسة؛

الفصل الأول: الأدبيات النظرية

والتطبيقية

المبحث الأول: الإطار النظري

لدراسة

المبحث الثاني: الأدبيات

التطبيقية للدراسة

تمهيد:

تحتل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة اليوم مكانة متميزة في اقتصاديات الدول سواء كانت متقدمة أو نامية، لذا أصبحت عملية تمويلها أمراً ضرورياً وبل حتمياً لضمان استمراريتها والمحافظة على مكانتها وكذلك تجنب عراقيل ومشاكل التمويل التي تواجهها أثناء قيامها بالاستثمار، وأهم ما توصل إليه من دراسات لمعالجة مشكل التمويل هو السوق المالي، والذي اهتم بمصدر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يعتبر البديل التمويلي الجذاب.

تتمتع الأسواق المالية بأهمية كبيرة في بنية الاقتصاد تصل لما تزاوله من نشاط بحيث تلعب دور الوسيط بين وحدات الفائض ووحدات العجز، حيث يمكن للسوق المالي تخصيص الأموال بطريقة كفئة من خلال توفير المعلومات، ومن خلال إدارة المخاطر وتقليل المخاطر المعنوية وتقليل عدم تماثل المعلومات ومن ثم بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية خاصة من الناحية الكمية والقياسية.

سنتطرق في هذا الفصل إلى مبحثين: المبحث الأول بعنوان الأدبيات النظرية للدراسة، ويضم ثلاث مطالب: المطلب الأول بعنوان أساسيات حول الأسواق المالية، المطلب الثاني بعنوان ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمطلب الثالث حول أهمية الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أما المبحث الثاني فعنوانه الأدبيات التطبيقية للدراسة ويشمل ثلاث مطالب: المطلب الأول عنوانه الدراسات المتعلقة بالأسواق المالية، المطلب الثاني بعنوان الدراسات المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمطلب الثالث بعنوان الدراسات المتعلقة بدور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: الإطار النظري للدراسة

تساهم الأسواق المالية في تسهيل عملية الالتقاء بين وحدات الفائض، أي الذين يملكون فوائض مالية سواء كانوا أفراد أو مؤسسات وبين وحدات العجز سواء كانوا أفراد أو مؤسسات الذين يحتاجون إلى هذه الفوائض المالية لتمويل أو إتمام مشاريعهم.

المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

1. تعريف الأسواق المالية:

تستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدم سميت التي تقول بأن تقسيم العمل يعتمد إلى حد كبير على حجم السوق، وبما أن هناك علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فإن هذه العلاقة تنعكس على التطور المالي ومعدل دخل الفرد، حيث مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل وهي مرتبطة بالتطور المالي والاقتصادي للدولة.

كما يمكن تعريف السوق المالية:

- أنه الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين (جانب العرض) والمشتريين (جانب الطلب) لسلعة أو خدمة أو أصل نقدي أو لعناصر الإنتاج، خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة، والسوق بهذا المعنى يجب أن يحقق شرطين أساسيين:¹

الأول: الاتصال الوثيق بين البائعين والمشتريين، سواء حصل هذا الاتصال بالمقابلة المباشرة أم عن طريق وسيط (سمسار) أم عن طريق الهاتف أم عن طريق شبكة المعلومات أم بالمراسلات أم غير ذلك من الوسائل.

الثاني: وحدة (أو تعادل) الثمن للسلعة الواحدة أو للسلع المتماثلة في السوق الواحد أو في كل السوق ولا يؤثر في ذلك اختلاف الثمن الذي يرجع إلى اعتبارات معينة مثل: تكاليف النقل أو الرسوم الجمركية أو نحو ذلك.

- تعرف السوق المالية على أنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات ذات الفائض التي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال، عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات الاتصال الفعالة، فهي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة.²

- السوق المالية هو سوق مدخرات استثمرت في شكل أوراق مالية.³

¹ عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010 ص ص 66-67.

² زولبخة بلعطار، أثر إدراج الشركات في البورصة على أدائها المالي-دراسة حالة شركة "NCA-ROUIBA"، مذكرة مكملة لنيل

شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل-2014/2015، ص 36.

³ Djoummana Remidi, le marché boursier algérien contraintes et perspectives, diplôme De magister en sciences économique Option « monnaie- finance- banque », tizi ousou, 2013, page 11.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إدراج تعريف السوق المالية الدولية كما يلي:

سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث يلتقي فيها طالبو وعارضو الأموال، فمن أجل سد وتغطية الحاجة للتمويل تقوم الدولة، الجماعات العمومية والمؤسسات بإصدار أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) للحصول على مقابل من قبل الأعوان الاقتصاديين الذين يتميزون بفائض مالي، يوجد له في السوق المالي التوظيف المناسب له.

2. أهمية الأسواق المالية:

من خلال ما سبق ذكره من التعاريف المقدمة نجد بأن الأسواق المالية تحظى بمكانة هامة في النشاط الاقتصادي والمالي، وهذه الأهمية تتجلى فيما يلي:¹

- تجميع واستقطاب المدخرات الوطنية، إذ لطالما وصفت البلدان النامية والفقيرة خاصة بأنها تعاني من ضعف في ادخاراتها الوطنية المطلوبة لنجاح عملية التنمية الاقتصادية.
- حماية المدخرات الوطنية من قناضي الفرص المحلية أو حتى هروبها نحو الخارج، وذلك عن طريق النظام المصرفي الفعال الواجب إحداثه إلى جانب السوق المالية.
- استقطاب رؤوس الموال المجاورة الأجنبية إضافة لتلك المحلية.
- توفير إمكانية الاستثمار في مشاريع كبيرة وأساسية لعملية التنمية، وبالتالي تشغيل أكبر عدد من اليد العاملة المحلية.
- التخفيف من الآثار السلبية المحتملة للسوق الحالية غير الرسمية وذلك من خلال:
 - التخفيف من حدة المضاربة، عن طريق وضع قوانين واتخاذ تدابير واجراءات صارمة، مع وجود هيئة مختصة لتطبيقها وبالتالي حماية الفرد المستثمر، والاقتصاد ككل من الآثار السلبية للمضاربة.
 - توفير المعلومات الصحيحة والدقيقة وإمكانية الحصول عليها من قبل المستثمر في الوقت المناسب وبطرق فعالة.
 - إمكانية التحقق من الصدمات المالية والاقتصادية الخارجية، وذلك عن طريق ورود المعلومات الدقيقة وتوفر الأدوات الاستثمارية التي تسهل من عملية التحوط ضد هذه المخاطر.
- تسهيل عملية اتخاذ وتفعيل القرار الاقتصادي من قبل الحكومة بسبب ارتفاع مستوى استجابة السوق.
- أخيرا استخدام مؤشرات حالة السوق وأداة للتنبؤ بالوضع الاقتصادي، وبالتالي تهيئة القرارات الاقتصادية اللازمة لتخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية.

¹محمد آدم، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد 59، 2001م.

3. أنواع الأسواق المالية والمتدخلون فيها:

3.1. أنواع الأسواق المالية:

يمكن القول إن سوق الأوراق المالية يتكون على مرحلتين ومن ثم يتكون من نوعين:¹

3.1.1. السوق الأولي (أو سوق الإصدار)

يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها، وهذا يعني أن المنشأة التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص. وهذا يعطي فرصة المشاركة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة 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.

قد يتم إصدار تصريف هذه الأوراق إما بطريقة مباشرة، حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، وإما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة -عادة مؤسسة مالية- بإصدار هذه الأوراق، وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.

3.1.2. السوق الثانوي (أو سوق التداول)

يختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة ويطلق على هذا السوق البورصة. قد يتخذ السوق الثانوي أي سوق التداول شكلين هما: أسواق منظمة وأسواق غير منظمة. أ. الأسواق الغير منظمة:

يستخدم اصطلاح الأسواق غير منظمة على المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظم (أي البورصات)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تليفونية التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. يمكن للمستثمر من خلال الشبكة أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار، وجدير بالذكر أن تحديد سعر الورقة المالية يتم بالتفاوض، وعادة ما يسبق عملية التفاوض هذه قيام المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة أو التجار، وعادة ما توجد خاصة في الدول المتقدمة شبكة قوية من أطراف الحاسب الآلي توفر لحظة بلحظة أسعار كل ورقة متعامل فيها.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، 2005، ص 36.

ب. الأسواق المنظمة:

يتميز السوق المنظم من خلال وجود لوائح السوق العامة، التي تسنها وتطبقها شركة السوق، والتي تمت الموافقة عليها بشكل عام من قبل السلطات العامة والمنظمين.¹

إن وجود السوق الثانوي حيث يتم فيه تسجيل الأوراق المالية المتعامل بها، وبرغم الشروط المتشددة المطلوبة لقبول تسجيل هذه الأوراق، نجد أن هناك إقبال من الشركات المصدرة للأوراق المالية لقبول هذه الشروط، حيث أن هناك مزايا عديدة تحققها هذه الشركات من وراء هذا التسجيل، فالتسجيل في حد ذاته يعتبر إعلاناً مجانيًا عن الشركة، مما يترتب عليه آثار إيجابية في تحقيق زيادة في مستوى المبيعات وما يترتب على ذلك من ارتفاع سعر السهم في السوق وزيادة قيمة المنشأة.

مما سبق يتضح أن كل من السوق الأولي والسوق الثانوي مرتبطين معاً ارتباطاً وثيقاً، فليس من المعقول أن يكون هناك سوق للتداول دون أن تكون أصلاً إصدارات واسعة من خلال السوق الأولي. وبالمثل لا يمكن أن يكون هناك سوق أولي (إصدار) ما لم يكن هناك سوق ثانوي متقدم، بل إن السوق الثانوي يعد بمثابة العمود الفقري للسوق الأولي.²

• فهو متاح لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولي لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم في لحظة.

• يساعد على النشر المستمر وطول العام للأوراق المالية، بينما الإصدارات في السوق الأولي تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.

إذن أي سوق للأوراق المالية لا بد أن يتكون من شقين أساسيين هما: السوق الأولي أي سوق الإصدار والسوق الثانوي أي سوق التداول، وإن كان السوق الثانوي أي التداول يتضمن بدوره شكلين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة إلا أنه قد يضم إلى جانب ذلك أسواقاً أخرى تعتبر جزءاً من هذا السوق وهي ما يطلق عليها السوق الثالث والسوق الرابع.

3.1.3. السوق الثالث

هو قطاع من السوق غير المنظم بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة) ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظم، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها.

¹Hervé juvin, **les marchés financiers** : voyage au cœur de la finance mondiale.Ed.d'Organisation, paris, 2004, page 125.

²عبد الغفار حنفى، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 36.

واضح أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد شكل عنصرًا منافسًا لأعضاء داخل السوق المنظم، خاصة وأن، العملاء في السوق غير المنظم من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء أي المؤسسات الاستثمارية بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، وأيضًا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة جدًا.

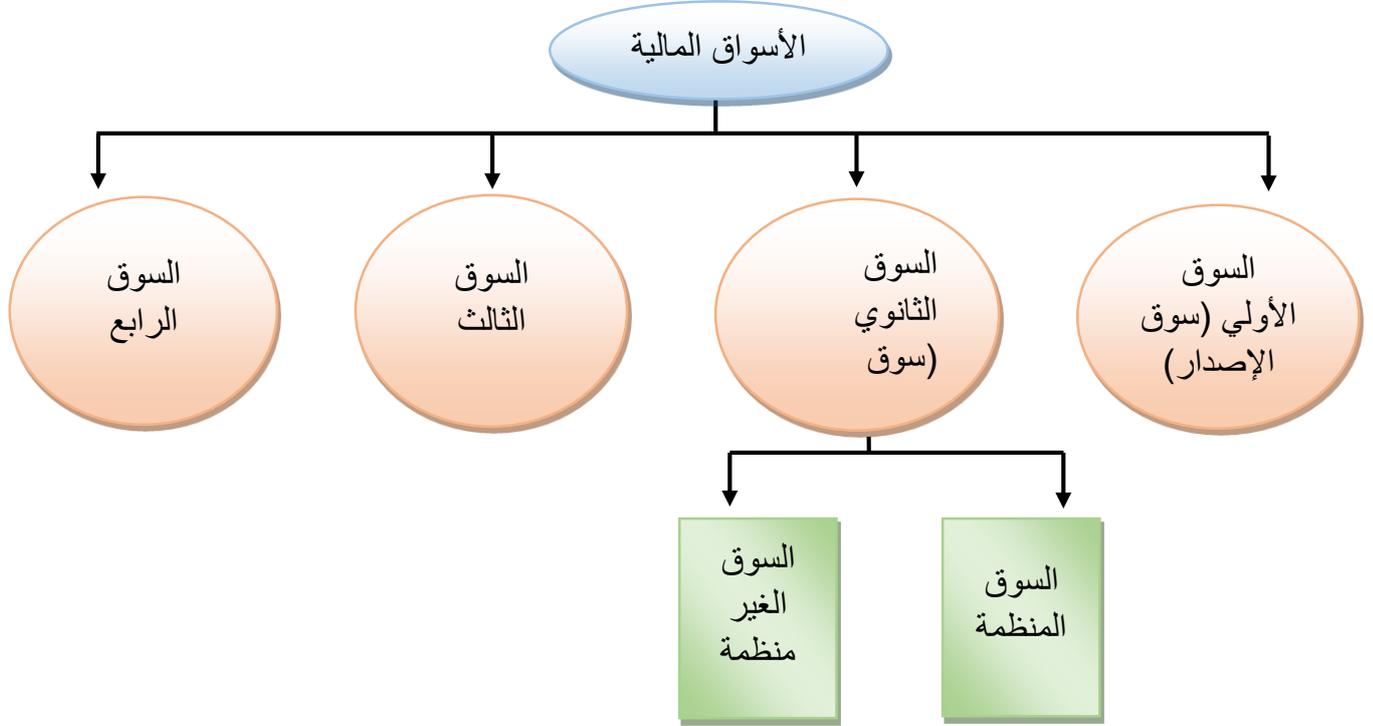
4.1.3. السوق الرابع

إن السوق الرابعة حالها في ذلك حال السوق الثالثة تعتبر السوق الرابعة شكل من أشكال السوق غير المنظمة، تتم التعاملات فيها في الغالب بين المؤسسات الكبيرة الحجم، والمشاريع وشركات الأعمال ذات الارتباطات والطبيعة العائلية، حيث يوفر ذلك إمكانية التعامل في هذه السوق بشكل مباشر عادة، أو من خلال الوسطاء لبيع وشراء الأوراق المالية وبأحجام كبيرة، ودور الوسطاء في حالة وجودهم في هذه يقتصر فقط على مجرد تسهيل التعاملات بين المشتريين (الكبار) والبائعين (الكبار)، أي الذين تتسع عمليات الشراء والبيع من قبلهم بالحجم الكبير، وهذا يعني أن الوسيط في هذه التعاملات في السوق الرابعة لا يكون بحاجة للاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية، ومن ثم فإنه لا يتحمل الخسارة، ولذا فإن عمولته تكون أقل من العمولة التي يتقاضاها الوسيط في الأسواق بسبب انخفاض درجة مخاطرته من ناحية، وبسبب حجم التعاملات الكبير والتي تتيح له الحصول على مبلغ عمولة مرتفع حتى مع نسبة عمولة أقل.

توفر السوق الرابعة إمكانية إجراء المعاملات بسرعة بسبب الاتصال المباشر، والذي يتم من خلاله تحديد الأسعار التي تكون مناسبة للمتعاملين، وبالشكل الذي يتضمن في الغالب وكما يفترض انخفاض في تكاليف هذه المعاملات بعيدا عن رسوم التسجيل والتعامل والعمولات المرتفعة وما إلى ذلك ولهذا فإن هذه السوق تعتبر منافسًا قويًا للأسواق المنظمة وللأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصة وأن التعامل فيه قد يتم بكلفة الأوراق المالية، أو قريبًا منها بدرجة كبيرة، لذلك فإنه يمكن أن يدفع الوسطاء في الأسواق الأخرى إلى خفض عمولاتهم، وبالتالي يسهم هذا في تحقيق كفاءة أعلى في عمل تلك الأوراق في ظل حجم التعاملات الكبيرة وانخفاض تكاليف القيام بها والسرعة في ذلك، خاصة وإن التعامل في السوق الرابعة يشمل كافة الأوراق المالية، دون أن يقتصر على أوراق مالية معينة.¹

¹ حسن خلف فليح، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص 48-49.

الشكل (01): أنواع الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين.

2.3. المتدخلون في الأسواق المالية

يعتبر المتدخلون في الأسواق المالية من أهم المشاركين في السوق كونهم يقومون بخلق العمليات وتسييرها، وهم كالتالي:

1.2.3. فئة المقرضين أو المستثمرين

تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي وتشمل الأفراد والمؤسسات التي تزيد المداخيل النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فتتوجه في توفير مدخراتها في السوق المالي إما في عمليات إقراض مباشرة أو في المتاجرة بالأوراق المالية

قد تكون هذه الفئة بنوك تجارية ومتخصصة وشركات تأمين وشركات استثمار وأيضا كانت صفة المقرض أو المستثمر في السوق المالي ومهما اختلفت أداة الاستثمار التي يستخدمها فإنه يهتم بمجموعة من العوامل أهمها:¹

✓ معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

✓ عامل الأمان.

¹رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 37.

✓ تاريخ الاستحقاق.

2.2.3. فئة المقترضين أو المصدرين

تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تقل مداخيلهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية وإذا اتخذ الذين الصورة المباشرة لابد من إثبات ذلك في العقد المبرم ما بين المقرض والمقترض وبما يشمل من بنود كالقيمة الإسمية، وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض. أما إذا كان الإصدار غير مباشر فقد يتخذ صورة السندات أو الأسهم العادية أو الممتازة والتي تصدر من قبل مؤسسات حكومية أو أهلية.

3.2.3. الوسطاء أو الوكلاء

هم الذين يقومون بدور الوسيط بين فئة المستثمرين أو المقرضين وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية في السوق الأولية وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية، وفي كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم في النظام الداخلي على حسب النشاط والخدمة التي يؤدونها¹

4. وظائف السوق المالي

تتبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص، فهي تساعد على نقل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات الفائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين، أفراداً، مؤسسات وحكومات (وحدات العجز)، وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهري لصحة الاقتصاد ونموه وحيويته، أما تفصيلات أهم الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في هذا المجال الاقتصادي يمكن ذكرها فيما يلي:²

1.4. 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 مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائمة.

2.4. المحافظة على الثروة وتنميتها

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها، لاسيما وان الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن، بل أنها على العكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يفتنيها.

¹زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص 133.

² نفس المرجع، ص ص 9-11.

3.4. تسهيل الحصول على السيولة

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

4.4. تسهيل الحصول على الائتمان

المقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

5.4. تسهيل المدفوعات

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكبيالات والبطاقات الائتمانية والقبالات Acceptances) وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

6.4. المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

1.6.4. التأمين Insu rance : ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتأمين السيارات...إلخ، وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي.

2.6.4. التنويع Diversification: أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة) « Do not put all the era of eggs in one basket » وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنويع.

3.6.4. التحوط Hedging: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات العلاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع (أو شراء) مقدار معين من العملة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة معينة) بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن ويغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل، وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيراً، إذ إنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

7.4. المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية

ذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations والمقصود بها: أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب (يشفط) جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات الخزينة) ويبيعهها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية، وإذا أراد مكافحة الركود يضح في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

5. كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها

إن سوق المال الكفء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق وبما

يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية.

السعر الحقيقي للورقة المالية يعبر عنه بسعر التوازن، حيث يعرف سعر التوازن بأنه سعر السوق إذا كانت السوق كفاءاً، ويتحدد سعر التوازن عند نقطة التقاء منحني العرض بمنحني الطلب على الأوراق المالية. ففي سوق المال الكفاء يعكس سعر السهم، الذي تصدره شركة ما، المعلومات المتاحة عن كافة، سواء تمثلت هذه المعلومات في القوائم المالية أم في معلومات تبثها وسائل الإعلام أم تمثلت تلك المعلومات في السعر التاريخي لسجل الورقة في الأيام أو الأسابيع أو السنوات الماضية أم في تحليلات وتقارير عن تأثير الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أم غير ذلك من المعلومات التي تؤثر في القيمة السوقية للورقة المالية.¹

إن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الورقة المالية صعوداً أو هبوطاً إنما يعني تحقق مجموعة النتائج الهامة عل النحو التالي:

- أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة، أي إن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين ستعتبر دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.
 - أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية فعلى سبيل المثال فإن سعر الورقة المالية في يوم 10 من الشهر لا يتأثر كثيراً بمعلومة قد تسلمتها السوق واستوعبتها قبل هذا التاريخ، فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة واستوعبتها جيداً وتعاملت معها بإحداث تغييرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.
 - أن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن قدراتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية (العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر) بناء على معلومات خاصة التي تتوفر للمتعامل الأول ولم تتوفر للمتعامل الثاني.
- يتضمن السوق الكفاء وفقاً للمفهوم المتقدم تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر المجالات ربحية، ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.

أ. كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير Price efficiency الكفاءة الخارجية External Efficiency، ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة، بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة، ويقتضي تحقيق سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين

¹عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، ص 101.

وجود شبكة منتظمة للاتصالات على درجة عالية من الكفاءة تساعد في تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة تجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة، ويصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة تتساوى فيها فرص تحقيق الأرباح لجميع المتعاملين بالسوق، وتقل فرص تحقيق أي أرباح غير عادية، ويحقق فقط خسائر المستثمرون الذين يفتقدون الدراية الكافية والقدرة على تحليل المعلومات المتوافرة في السوق.

ب. كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل Opérationnel efficiency الكفاءة الداخلية Internal efficiency، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، ودون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية لسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها. تعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.¹

المطلب الثاني: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لدى سوق الأوراق المالية دورا مهما في الاقتصاديات الحديثة من خلال جمع وتعبئة المدخرات وتحويلها نحو القطاعات المنتجة، ما يعود بالنفع على الاقتصاد الوطني، هذا وقد كيفت سوق الأوراق المالية آلياتها لتلائم مختلف المؤسسات بما في ذلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تعد ذات أهمية قصوى من أجل النهوض بالاقتصاديات الوطنية.

1. تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن اختيار تعريف موحد ودقيق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعتبر أمر في غاية الصعوبة، وذلك نظرا لوجود عدد من المعايير التي يعتمد عليها في تعريف هذا النوع من المؤسسات، ولمعرفة المقصود بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لابد من معرفة هذه المعايير بشكل مفصل.

1.1. معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

هناك نوعين من المعايير معايير كمية أو المحددة للحجم (صغر أو كبر كل مؤسسة)، ومعايير نوعية باعتبارها تسمح بشرح طبيعة كل تنظيم.

1.1.1. المعايير الكمية

من أهم المعايير التي تعتمد في تحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نجد:²

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص ص 155-156.

² عبد الله خبابية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص ص

أ. **معيار رأس المال:** يعتبر هذا المعيار من أهم معايير التصنيف لأنه يعكس الطاقة الإنتاجية والاستثمارية إلا أنه يبقى مختلف من دولة إلى أخرى فمثلاً يحدد سقف رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الكويت بـ 600000 دولار أمريكي في حين يتراوح بين 20000-35000 دولار في بعض الدول الآسيوية كالصين، الهند، الفلبين وكوريا ويصل إلى حدود 70000 في الدول المتقدمة.

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 وأوروبا.

إلا أن هذا المعيار تشوبه بعض النقائص ذلك أن كبر حجم مبيعات المؤسسة أو ارتفاع رقم أعمالها قد يكون مرده إلى ارتفاع الأسعار وليس لعدد الوحدات المباعة (رقم الأعمال = عدد الوحدات المباعة * السعر) وبما أن السعر عادة ما تحدده قوى خارجية في المؤسسة يبقى تحقيق أرقام كبيرة كذلك بفعل قوى خارجية عن المؤسسة لذا يتجه المحللون إلى رقم المبيعات القياسي أي يأخذ بعين الاعتبار التغير في الأسعار عوضاً عن رقم الأعمال الإسمي.

د. **معيار العمالة:** من أكثر المعايير استعمالاً وذلك لـ:

• بساطة الاستخدام والتطبيق

• سهولة الحصول على المعلومة

• الثبات النسبي

غير أنه هو الآخر يبقى مختلف من دولة إلى أخرى، فمثلاً في الدول الصناعية فإن المؤسسة الصغيرة تضم 500 عامل على الأقل وفي الدول النامية هي المؤسسات التي تضم من 100 إلى 120 عامل أو حتى أقل.

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

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

معيار رأس المال = رأس المال الثابت / عدد العمال

عادة ما يكون هذا المعامل منخفض في الأنشطة الخدمية أو التجارية ويكون أكثر ارتفاعاً في الأنشطة الصناعية.

من جملة المعايير الكمية المذكورة نخلص إلى أنه من أصعب التصنيف وفق هذه المعايير وذلك لاختلافاتها الكبيرة من بلد إلى آخر وكذا خضوعها لبعض المتغيرات، ومع هذا فإننا نجد أن معيار عدد العمال يبقى المعيار الأكثر شيوعاً والأكثر استعمالاً.

2.1.1. المعايير النوعية

إن المعايير الكمية وحدها لا تكفي لتحديد ووضع تعريف شامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لاختلاف أهميتها النسبية، واختلاف درجات النمو، واختلاف المستوى التكنولوجي مما أوجد تباين واضحا بين التعاريف المختلفة ولأجل توضيح أكثر للحدود الفاصلة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وباقي المؤسسات الاقتصادية الأخرى وجب إدراج جملة من المعايير النوعية والتي من أهمها ما يلي:¹

أ. الاستقلالية

تعني بها استقلالية المشروع عن أي تكتلات اقتصادية وبذلك نستثني فروع المؤسسات الكبرى، ويمكن أن نطلق على هذا المعيار اسم المعيار القانوني، وأيضا استقلالية الإدارة والعمل، وأن يكون المدير هو المالك دون تدخل هيئات خارجية في عمل المؤسسة، بمعنى أنه يحمل الطابع الشخصي وتفرد المدير في اتخاذ القرارات، وأن يتحمل صاحب أو أصحاب المؤسسة المسؤولية كاملة فيما يخص التزامات المشروع اتجاه الغير.

ب. الملكية

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالملكية الفردية وغير التابعة لأي مؤسسة كبرى أو معظمها تابع للقطاع الخاص في شكل مؤسسات أو شركات أموال وقد تكون ملكيتها ملكية عامة كمؤسسات الجماعات المحلية (مؤسسات ولائية، بلدية... إلخ) وقد تكون الملكية مختلطة.

ج. الحصة من السوق

إن الحصة السوقية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون محدودة وذلك للأسباب التالية:

- صغر حجم المؤسسة
- صغر حجم الإنتاج
- ضالة حجم رأس المال
- محلية النشاط

• الإنتاج موجه للأسواق المحلية والتي تتميز بضيقها

• المنافسة الشديدة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتمائل في الإمكانيات والظروف.

نظرا للأسباب السالفة الذكر لا يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تفرض هيمنتها وسيطرتها على الأسواق ولا تستطيع أن تفرض أي نوع من الاحتكار في السوق عكس المؤسسات الكبرى التي يمكن أن تفرض الاحتكار لضخامة رأس مالها وكبر حجم إنتاجها وحصتها السوقية وامتداد اتصالاتها وتشابك صلاتها.

¹ رباح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، إتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 21.

د. محلية النشاط

نعني بمحلية النشاط أن يقتصر نشاط المؤسسة على منطقة أو مكان واحد وتكون معروفة فيه، وألا تمارس نشاطها من خلال عدة فروع، تشكل حجم صغيرا نسبيا في قطاع الإنتاج الذي تنتمي إليه في المنطقة وهذا طبعاً لا يمنع امتداد النشاط التسويقي للمنتجات إلى مناطق أخرى في أو الخارج.¹

2.1. تعريف الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

لقد كانت للجزائر عدّة محاولات في تحديد تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولكنها تعاريف غير رسمية، فأول محاولة كانت التقرير الخاص ببرنامج التنمية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (1974-1977)، الذي وضعت وزارة الصناعة والطاقة معطيا التعريف الآتي:² نسمي مؤسسة صغيرة ومتوسطة كل وحدة إنتاجية:

- مستقلة قانوناً؛
- تشغل أقل من 500 شخص؛
- تحقق رقم أعمال سنوي أقل من 15 مليون دينار جزائري، ويتطلب الإنشاء استثمارات بها أقل من 10 مليون دينار جزائري.

أما المحاولة الثانية، قامت بها المؤسسة الوطنية لتنمية الصناعات الخفيفة بمناسبة الملتقى الأول حول الصناعات الصغيرة والمتوسطة سنة 1983، حيث ركز الملتقى في تعريفه على معياري اليد العاملة ورقم الأعمال، فعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على أنها المنشأة التي :

- تشغل أقل من 200 عامل؛
- تحقق رقم أعمال يقل عن 10 ملايين دينار جزائري.

ثم كانت المحاولة الثالثة، بمناسبة الملتقى الوطني حول تنمية المناطق الجبلية سنة 1988، حيث ارتكز هذا التعريف على المعايير النوعية، والذي يعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها :
"كل وحدة إنتاج أو وحدة خدمات أو الاثنين معا، ذات حجم صغير أو متوسط، تتمتع بالتسيير المستقل، والتي تأخذ إما شكل مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية".

إلا أنّ هذه التعريفات تبقى ناقصة، لكونها لم تعرف بوضوح الحدود الفاصلة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأخرى، ولإدراكها لأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دفع قاطرة التنمية وضعت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعريفا مفصلاً رسمياً من خلال القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصادر في 12 ديسمبر 2001، حيث أعطى المشرع تعريفا يضع حداً للفراغ القانوني الحاصل والجدل القائم حول هذا الموضوع، وهنا ينبغي التذكير بأنّ الجزائر قد تبنت ميثاق بولوني «la Charte de

¹ نفس المرجع، ص ص 22-23.

² عوادى مصطفى، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، يومي 6-7 ديسمبر 2017، ص 4.

« Bologne في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في جوان 2000، وهو ميثاق يكرس التعريف الذي حدده الاتحاد الأوروبي سنة 1990، والذي كان موضوع توصية لكل بلدان الأعضاء.¹

2. خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعدة خصائص إيجابية تمكنها من تحقيق مزايا تنافسية مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، غير أن لها خصائص سلبية لا يجب إغفالها.

1.2. الخصائص الإيجابية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة جملة من الخصائص الإيجابية يمكن إيجازها في النقاط التالية:²

1.1.2. سهولة التأسيس:

يمكن لأي شخص عادي حتى ولم يكن يملك مؤهلات علمية، أن يقيم مشروع خاصا بيه، وحتى لو كان هناك ملاك فإن تأسيس مؤسسة صغيرة أو متوسطة سيكون من دون شك أيسر من إنشاء مؤسسة كبيرة، مثلا في فرنسا تستغرق عملية إنشاء مؤسسة إداريا أقل من 24 ساعة.

2.1.2. الإستقلالية في الإدارة

تتصف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسيطرة نمط الملكية الفردية أو العائلية، ويترتب عن ذلك ارتباط الإدارة ارتباطا وثيقا بالملكية، مما يكسبها المرونة والسرعة في اتخاذ القرارات، هذا ما يمنحها صفة الاستقلالية في الإدارة.

3.1.2. سهولة الإدارة وبساطة الهيكل التنظيمي

يتميز الهيكل التنظيمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبساطة وبمستوى تعقيد أقل مما هو عليه في المؤسسات الكبيرة، لذلك تتسم فيها الإدارة بالمرونة والسهولة في اتخاذ القرار.

4.1.2. المرونة الكبيرة

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدرجة عالية من المرونة في مختلف النواحي المتعلقة بنشاطها تتجسد في قدرتها على التكيف مع مختلف التغيرات التي قد تحدث داخلها أو خارجها، مثلا هذه المؤسسات تستطيع التحول إلى إنتاج سلع وخدمات تتناسب مع متغيرات السوق ومتطلباتها بسرعة.

5.1.2. مركز التدريب الذاتي

ان طابع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يجعلها مركزا ذاتيا للتدريب والتكوين لمالكيها والعاملين بها، وذلك جراء مزاولتهم لنشاطهم الإنتاجي باستمرار، وهذا ما يساهم على اكتساب المزيد من المعلومات والمعرفة.

¹ نفس المرجع، ص 4.

² ياسر عبد الرحمن، تقييم دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من ظاهرة البطالة، حالة ولاية جيجل، مذكرة تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير الموارد البشرية، جامعة جيجل، الجزائر، 2013-2014، ص ص

6.1.2. القدرة على جلب المدخرات

لا تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات كبيرة نسبياً في توفير الأموال اللازمة للمشروع، سواء من القطاع المصرفي أو من أفراد الأسرة، وذلك لقلّة مخاطر الاستثمار وصغر حجم رأس المال المطلوب لإقامة هذا المشروع.

7.1.2. قصر فترة الاسترداد

فترة الاسترداد هي الفترة المطلوبة لاسترداد تكاليف استثمار مشروع من واقع تدفقاته، وقصر هذه الفترة هو نتيجة صغر حجم رأس المال المستثمر، سهولة التسويق، زيادة دورات البيع وقصر دورة الإنتاج، وعليه فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتمكن من استرداد رأس المال المستثمر في فترة زمنية قصيرة.

8.1.2. المعرفة التفصيلية بالعملاء والسوق

يتميز سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمحدودية النسبية، إضافة إلى المعرفة الشخصية للعملاء الأمر الذي يجعل من السهل التعرف على شخصياتهم واحتياجاتهم التفصيلية وتحليلها، ودراسة اتجاهات تطورها في المستقبل، وبالتالي سرعة الاستجابة لأي تغيير في هذه الاحتياجات.

9.1.2. انخفاض نسبة رأس المال إلى العمل

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاستخدام الكثيف لعنصر العمل، لاسيما في المؤسسات الحرفية حيث يؤدي ذلك إلى استيعاب فائض العمالة بتكلفة مناسبة، كما أدى هذا الانخفاض إلى استعمال أقل للتكنولوجيا مما يجنب هذه المؤسسات مصاريف إضافية.

10.1.2. حرية الدخول والخروج من السوق

نظراً لانخفاض قيمة رأس المال الثابت وخاصة الآلات والمعدات التي يتألف منها خط الإنتاج في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقلّة المخزون السلعي، وارتفاع إلى الخصوم وحقوق أصحاب المشروع وسهولة تحويل أصول هذه المؤسسات إلى سيولة بالبيع دون تكبد خسائر كبيرة، فإن ذلك يتيح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرصة للدخول إلى السوق والخروج منه بحرية أكبر من المؤسسات الكبيرة.

2.2. الخصائص السلبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بالإضافة للخصائص الإيجابية التي تتميز بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، هناك جملة من الخصائص السلبية ونذكر منها:¹

1.2.2. معدلات الفشل العالية

من الخصائص السلبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو أنها أكثر عرضة للفشل والموت أو التصفية من المؤسسات الكبيرة، هذا التهديد قائم على مدى حياة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، إلا أنه أعلى نسبياً في سنوات التأسيس الأولى.

¹ياسر عبد الرحمان، براشن عماد الدين، قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، واقع وآفاق، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 3، جامعة جيجل، الجزائر، جوان 2018، ص ص 220-221.

2.2.2. الإعتداع على الخبرات الذاتية

نقص الخبرات اللازمة لإدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون السبب الرئيسي لفشل هذه المؤسسات، أما المؤسسات الكبيرة فتعتمد على خبرات متنوعة يتم تعيينها في مجالات العمل المختلفة يسودها جو من التنسيق وهذا ما تفنقه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يصعب على صاحب العمل أن يلم بالخبرات المتعلقة بكافة الوظائف بالمؤسسة.

3.2.2. انخفاض مستوى التكنولوجيا

لا تستعمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مستوى عالي من التكنولوجيا ومن الموارد البشرية المؤهلة وهذا لكون بعض الصناعات التي تنتمي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تستوجب استثماراً ذو قيمة مرتفعة ولا يد عامله ذو اختصاص عال.

4.2.2. تعدد أشكال الملكية

تأخذ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في غالب الأحيان طابع الملكية الفردية أو العائلية أو شركات الأشخاص، ونادراً ما تظهر في شكل شركات أموال، وهذا يرجع إلى صغر حجم رأس المال اللازم لإنشائها.

5.2.2. انخفاض وفرة الحجم

ذلك نتيجة انخفاض الطاقة الإنتاجية، ويتطلب تعويض هذا الانخفاض ضرورة استعادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من نوع اخرمن الوفرة وهو وفرة التجمع، هذا ما يؤكد ضرورة إقامة المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة في مناطق تجمعات صناعية.

6.2.2. انخفاض القدرات الذاتية على التوسع والتطور والتحديث

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن غيرها من المؤسسات بانخفاض قدرتها الذاتية على التوسع والتطور الحديث، نظراً لانخفاض طاقتها الإنتاجية وزيادة مسؤوليتها باستمرار ومتطلباتها المالية والفنية وازدياد وتيرة وسرعة التقدم والتطور التكنولوجي، مما يعطل قدرتها على التوسع والتطور والتحديث.

3. تصنيفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها

1.3. تصنيفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

توجد في الحياة الاقتصادية العديد من أشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تختلف في أنماط ومجالات أنشطتها الاقتصادية وحجم أعمالها، وإمكاناتها المادية. ولكن هذه الاختلافات تصعب دراسة هذه المؤسسات بصفة إجمالية خاصة عند محاولة المقارنة بين مؤسسة وأخرى. لذلك هناك عدة معايير تصنف على أساسها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى عدة أنواع، هذه المعايير نجملها فيما يلي:

1.1.3. تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أساس توجهها¹

يعتبر قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قطاعا شاملا نميز فيه بين العديد من الأشكال أو الأنواع وذلك حسب توجهها. ومن بين أهم هذه الأنواع:

أ. المؤسسات العائلية (المنزلية)

تتميز المؤسسات الصغيرة أو المتوسطة العائلية أو المنزلية بكون إقامتها هو المنزل، تستخدم في العمل الأيدي العاملة العائلية، ويتم إنشاؤها بمساهمة أفراد العائلة، حيث تنتج منتجات تقليدية للسوق بكميات محدودة أو تنتج، وهذا في حالة بعض البلدان الصناعية مثل اليابان وسويسرة، أجزاء من السلعة لفائدة مصنع موجود في نفس المنطقة في إطار ما يعرف بالمقولة الباطنية (المعالجة الجانبية). أما في البلدان النامية فإن نسبة كبيرة منها تنتمي إلى قطاع الاقتصاد التحت أرضي (قطاع السرايب) الذي يركز في بعض الفروع كالنسيج وتصنيع الجلود.

ب. المؤسسات التقليدية

يقترِب أسلوب تنظيم المؤسسات التقليدية من النوع الأول من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كونها تستخدم العمل العائلي وتنتج منتجات تقليدية أو قطعاً لفائدة مصنع ترتبط به في شكل تعاقد تجاري، كما قد تلجأ هذه المؤسسات أيضاً في عملها إلى الاستعانة بالعمل الأجير وهي صفة تميزها بشكل واضح عن المؤسسات المنزلية، ويميزها أيضاً عن هذه الأخيرة كون مكان إقامتها هو محل مستقل عن المنزل حيث تتخذ ورشة صغيرة مع بقاء اعتمادها على الأدوات اليدوية البسيطة في تنفيذ عملها.

ج. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتطورة وشبه المتطورة

تتميز هذه المؤسسات عن غيرها من النوعين الأوليين في اتجاهها إلى الأخذ بفنون الإنتاج الحديثة سواء من ناحية التوسع في استخدام رأس المال الثابت أو من ناحية تنظيم العمل، أو من ناحية المنتجات التي يتم صنعها بطريقة منظمة ومنتظمة طبقاً لمقاييس صناعية حديثة وعلى حساب الحاجات العصرية وتختلف بطبيعة الحال درجة تطبيق هذه التكنولوجيا بين كل من المؤسسات الكبيرة والمتوسطة وشبه المتطورة من جهة والمتطورة من جهة أخرى.

2.1.3. تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أساس أسلوب تنظيم العمل²

ترتب وحدات الإنتاج على أساس أسلوب تنظيم العمل، بحيث نفرق بين نوعين من المؤسسات المصنعية (La petite industrie usinière)، وغير المصنعية (La petite industrie non usinière) وبالعودة إلى الجدول رقم 02 الذي يرتب وحدات الإنتاج حسب تنظيم العمل نقف عند مختلف أشكال المؤسسات التي يجمعها كل

¹ أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي، -حالة ولاية جيجل-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل-، 2013/2014، ص 37-38.

² نفس المرجع، ص 39.

من الصنفين المذكورين، بحيث نميز بين مجموعة من المؤسسات التابعة للفئات 1،2،3 وهي مؤسسات غير مصنعية، والفئات 6،7،8 وهي المؤسسات المصنعية، بينها الفئتين 4.5 يدمجان من الناحية العملية مع فئة المؤسسات غير المصنعية.

جدول رقم (01): تصنيف المؤسسات حسب تنظيم العمل

الإنتاج العائلي			النظام الحرفي		النظام الصناعي		نظام المصنع		
الإنتاج مخصص للاستهلاك الذاتي			عمل في المنزل	ورشات حرفية	عمل صناعي في المنزل	ورشة شبه مستقلة	مصنع صغير	مصنع متوسط	مصنع كبير
01			02	03	04	05	06	07	08

المصدر: أمين كعواش، **تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي،** -حالة ولاية جيجل-، مدكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل-، 2013/2014، ص 39.

أ. المؤسسات غير المصنعية

تجمع المؤسسات غير المصنعية بين نظام الإنتاج العائلي والنظام الحرفي، المشار إليها في الجدول رقم (02) الفئات 1،2،3 إذ يعتبر الإنتاج العائلي الموجه للاستهلاك الذاتي أقدم شكل من حيث تنظيم العمل ومع ذلك يبقى يحتفظ بأهميته حتى في الاقتصادات الحديثة.

أما الإنتاج الحرفي الذي ينشطه الحرفي بصفة انفرادية أو بإشراك عدد من المساعدين يبقى دائما نشاط يدوي يصنع بموجبه سلع ومنتجات حسب احتياجات الزبائن.

نميز في نطاق الإنتاج الحرفي بين كل من الإنتاج المنزلي الذي يتخذ المنزل كمكان للعمل، والإنتاج في الورشات عندما ينتقل الحرفي إلى مكان خارج المنزل.

ب. المؤسسات المصنعية

يجمع صنف المؤسسات المصنعية كل من المصانع الصغيرة والمتوسطة والمصانع الكبيرة وهو يتميز عن صنف المؤسسات غير المصنعية من حيث تقسيم العمل وتعقيد العمليات الإنتاجية واستخدام الأساليب الحديثة في التسيير وأيضاً من حيث طبيعة السلع المنتجة واتساع أسواقها.

يتوسط المؤسسات غير المصنعية والمؤسسات المصنعية نظام المؤسسات المنزلية أو الورشات المتفرقة، الذي يعتبر مرحلة سابقة (تمهيدية) نحو نظام المصنع، ومع ذلك يحتل مكانة كبيرة في اقتصاد البلدان النامية، وحتى في بعض البلدان المصنعة.

3.1.3. تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب طبيعة المنتجات¹

تصنيف المؤسسات على أساس هذا المعيار إلى ثلاث أقسام:

أ. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنتجة للسلع الاستهلاكية

يتمثل نشاط المؤسسة الصغيرة والمتوسطة هذا التصنيف في إنتاج السلع الاستهلاكية مثل: المنتجات الغذائية، الملابس، النسيج، المنتجات الجلدية، التبغ وبعض المنتجات الكيميائية وغير ذلك من السلع الاستهلاكية، وتنظم هذه المنتجات إلى الصناعات التالية: الصناعة الغذائية، الصناعات الفلاحية أو التحويلات الفلاحية، صناعة النسيج والجلد، صناعة الورق وأنواعه.

يتركز هذا النوع من المنتجات الاستهلاكية في الأساس على تأقلها مع خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحيث أن صناعة السلع الغذائية مثلا تعتمد على المواد الأولية متفرقة المصادر واستعمال تقنيات إنتاج بسيطة وكثيفة الاستخدام لليد العاملة.

ب. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنتجة للسلع الوسيطة

يتمج في هذا التصنيف كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنتجة للسلع التالية: معدات فلاحية قطع غيار، أجزاء الآلات، المكونات الكهربائية وغيرها، وتنظم هذه المنتجات إلى الصناعات الميكانيكية والكهربائية، الصناعات الكيميائية والبلاستيكية، صناعة مواد البناء، المحاجر والمناجم.

ج. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنتجة لسلع التجهيز

يتطلب صناعة سلع التجهيز تكنولوجيا مركبة، ويد عاملة مؤهلة، ورأس مال أكبر مقارنة بالصناعات السابقة، وهذا ما يجعل مجال تدخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضيق، بحيث يشمل بعض الفروع البسيطة فقط، كإنتاج وتركيب بعض المعدات والأدوات البسيطة، وذلك خاصة في البلدان الصناعية.

4.1.3. تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الشكل القانوني²

أ. المؤسسات الفردية

تعتبر المؤسسات الفردية أنسب أشكال الملكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك لبساطة وسرعة تكوينها وإشهارها، وتعد من بين أكثر الأشكال شيوعا بين المشاريع الصغيرة والمتوسطة ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا هناك 73% من المشاريع الصغيرة تظهر بهذا الشكل في الملكية.

¹ نفس المرجع، ص 40.

² رايح خوني ورقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 60-63.

ب. الشركات

تعرف الشركة على أنها عقد بين شخصين أو أكثر للقيام بعمل معين واقتسام ما ينشأ عن هذا العمل من ربح أو خسارة، إلا أنه لكل نوع من الشركات تعريف خاص بها لأن لكل شركة خصوصيتها ويمكن تقسيم الشركات بدورها إلى نوعين:

• **شركات الأشخاص:** تتكون شركات الأشخاص من أشخاص يعرفون بعضهم البعض أي أنها تقوم على الاعتبار الشخصي والثقة المتبادلة بين الشركاء ويعرف بشركات الحصص لأن مؤسسيها يشتركون فيها عن طريق تقديم حصة من رأس المال وبالمقابل الحصول على جزء من الأرباح وتتقسم بدورها إلى: شركة التضامن، شركة المحاصة، شركة التوصية البسيطة.

• **شركات الأموال:** تقوم شركات الأموال على الاعتبار المالي فالأهمية فيها ما يقدمه الشريك من حصة في تكوين رأس المال، كما أن الشريك لا يسأل فيها بأكثر من حصته ويدخل في نطاق شركات الأموال كل من: شركة المساهمة، الشركة ذات المسؤولية المحدودة، شركة التوصية بالأسهم.

1.2.3. أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في زيادة الناتج المحلي وخلق فرص العمل

في عام 2010 كان هناك أكثر من 20.8 مليون شركة نشطة في قطاع الأعمال غير المالية في الاتحاد الأوروبي، منها 99.8% من الشركات الصغيرة والمتوسطة يتكون حوالي 92% من إجمالي قطاع الأعمال من المشاريع الصغيرة، التي توظف أقل من 10 أشخاص، الشركة الأوروبية النموذجية هي شركة صغيرة يتم توفير حوالي 67% من العمالة في اقتصاد الأعمال غير المالية، من الشركات الصغيرة والمتوسطة، تساهم المشروعات متناهية الصغر بحوالي 30%، والمؤسسات الصغيرة بحوالي 20% والمؤسسات المتوسطة الحجم بحوالي 17%، بصرف النظر عن تأثير الشركات الصغيرة والمتوسطة على الرفاهية في الاتحاد الأوروبي.¹

2.2.3. أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنمية الصادرات

تساهم إسهما كبيرا في التصدير لمعظم الدول الصناعية، ولقد أدى انفتاح السوق العالمي إلى تعزيز مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النشاط التصديري بنحو 25-30% من الصادرات العالمية المصنعة حيث بلغت في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية نحو 26% من الصادرات الإجمالية وتمثل 56% في تايوان و60% في الصين وفي كوريا الجنوبية 40%.²

3.2.3. أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تشجيع الإبداع والابتكار

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مجال الإبداع والبحث والتطوير من خلال تشكيلين أساسيين هما إبداع داخلي (ينفذ داخل المؤسسة عبر وظيفتها المكلفة بالبحث والتطوير)، إبداع خارجي (ينجز من قبل

¹Jan de kok et autre, **Do SMEs create more and better jobs**, Report prepared by EIM for the European Commission DG Enterprise and industry, Brussels, European Commission, 2011, page 05.

²زاييري بلقاسم، **العناقد الصناعية كاستراتيجية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ال عدد 7، جامعة سطيف، 2007، ص 171.

المؤسسات المتعاقد معها في إطار عملية المفاوضة من الباطن أو عن طريق مراكز البحث)، وفي حالات أخرى يتم المزج بين التنظيم الداخلي والخارجي بهدف استغلال كل ما تتيحه البيئة العلمية والتكنولوجية.

نجد في هذا السياق أن العديد من هذه الصناعات في الدول النامية قد نجحت في تقليد الكثير من قطع الغيار والماكينات والآلات وتطورها لتصيح بديلا جيدا للقطع المستوردة، وبالتالي إذا أريد لهذه المؤسسات في الدول النامية أن تملك القدرة التنافسية في ظل الظروف الإقليمية والدولية الجديدة فلا بد لها أن تحسن منتجاتها وأن تعزز أداءها بمختلف الوسائل. وعليها أن تطور تقنياتها وأن تلجأ إلى الإبداع والابتكار من أجل إيجاد السبل والأدوات التي تساعدها في التعامل مع هذه المتغيرات وأن تخلق أسواق جديدة لها وتطورها وأن تتكيف مع التكنولوجيا الحديثة وتطبيقاتها.

في الجزائر قد ساهمت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ب 15% من مجموع الإبداعات المسجلة وهي نسبة ضعيفة جدا مقارنة بمساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة.

4.2.3. أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جذب الاستثمارات الأجنبية

إن الصناعات الصغيرة والمتوسطة تعتبر مجالا خصبا لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية، نظرا للخصائص التي تمتاز بها، وهذا شريطة أن يتم توفير التسهيلات اللازمة والتعديل المستمر في إجراءات وقوانين الاستثمار الأجنبي، والتي من شأنها أن تساهم في دخول العديد من المستثمرين الأجانب من أجل الاستثمار في هذه الصناعات، وفي هذا السياق نجد أن تونس والمغرب قد تمكنا من جذب المستثمرين الأجانب إلى هذه الصناعات خاصة الصناعات النسيجية والغذائية نتيجة الانفتاح الاقتصادي السائد في هذه الدول منذ فترة مقارنة بالجزائر وليبيا.¹

4. عراقيل مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية

يعتبر قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهم القطاعات التي تشكل المنظومة الاقتصادية العالمية، الأمر الذي فرض على الدول مهما اختلفت معدلات نموها وإمكانيتها تنمية ودعم هذا القطاع الحيوي، الذي أصبح يعتبر رئة الاقتصاد العالمي، وبالرغم من الأهمية الكبيرة التي تحتلها هذه المؤسسات إلا أنها تعاني جملة من العراقيل والصعوبات على عدة مستويات، والتي تحد من فعاليتها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

فيما يلي أهم العراقيل:²

1.4. الصعوبات الإدارية: يعتمد نجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأسلوب الذي تنتهجه الإدارة المسيرة لهذا القطاع في تعاملها مع مديري المؤسسات، فالإدارة الجزائرية لازالت تمثل السبب الرئيسي لجل

¹ ابن عمر محمد البشير وطيب عبد اللطيف، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (كتوجه شامل مقارنة بين التمويل الوضعي والإسلامي)، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 3، جامعة الوادي، 2012، ص 198.

² سهام بن دعاس، مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية، مجلة المفكر للدراسات القانونية والسياسية، العدد 3، جامعة محمد لمين دباغين، سبتمبر 2021، ص ص 11-13.

العوائق التي تقف في وجه العملية التنموية، من خلال اتسامها بالروتين الممل والبيروقراطية، فالكثير من المشاريع عطلت كون أن نشاطها يتطلب الاستجابة الإدارية السريعة لتنظيماً وتنفيذاً، وخاصة منها مشكلة الذهنيات التي لم تنتهياً بعد لاستيعاب وفهم خصوصية هذا النوع من المؤسسات، ومن ثم التعامل معه وفق متطلباته، وكادت سرعة حركة التقنين التي لم تسايها حتى الآن حركية مماثلة على مستوى الأجهزة التنفيذية بالإضافة إلى طول الآجال التي تستغرقها إجراءات إنشاء هذه المؤسسات، علاوة على تعقيد الإجراءات الإدارية التي تستوجب المراجعة والتخفيف.

2.4. المشاكل والمعوقات المتعلقة بالعقار الصناعي: إن مسألة الحصول على العقار الصناعي، سواء من حيث توفره أو الإجراءات الإدارية للحصول عليه، السعر وطرق الدفع والتسوية القضائية، من أهم المشاكل التي تواجه نمو وتطور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فالحصول على عقد الملكية أو عقد الإيجار يعد أمراً أساسياً في الحصول على التراخيص المكملة الأخرى، حيث تطول فترة انتظار المستثمر للحصول على العقار الصناعي.

فسوق العقارات في الجزائر رهينة للعديد من الهيئات مثل الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار والوكالات العقارية، حيث أنها عجزت عن تسهيل إجراءات الحصول على العقار اللازم لإقامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع ذلك لغياب سلطة اتخاذ القرار حول تخصيص الأراضي وتسيير المساحات الصناعية بالإضافة إلى محدودية الأراضي المخصصة للنشاط الصناعي وغيره.

3.4. المشاكل والمعوقات المتعلقة بالعمالة المدربة: تقتصر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الإطارات الفنية وصعوبة في اجتذاب أصحاب الخبرات والمهارات، وذلك بسبب ارتفاع أجور هذا النوع من العمالة وتفضيلها العمل في المؤسسات الكبيرة، حيث الجور عالية والمزايا المثلى والفرص الكبيرة للترقي، وأيضاً ضعف التوجه نحو تحديث وتجديد الخبرات والمهارات داخل المؤسسة، وعدم ملائمة نظم التعليم والتدريب لمتطلبات التنمية في هذه المؤسسات، بالإضافة إلى محدودية مجالات التدريب، وهذا ما من شأنه تقويض الدور التنموي لهذه المؤسسات.

4.4. ضعف الاستثمار في رأس المال الاجتماعي: يشير رأس المال الاجتماعي إلى مجموعة من العلاقات الشخصية بين المنظمات، التي من خلالها يتمكن المقاولين من الوصول إلى مجموعة متنوعة من الموارد اللازمة لاكتشاف واستغلال الفرص التجارية ونجاح المؤسسة، فهو يخلق فرصاً لتبادل السلع والخدمات التي يصعب الحصول عليها في التزام تعاقدية، خاصة إذا تعلق الأمر بالمبدعين فهو يساهم في تطوير العملية الإبداعية.

5.4. المشاكل والمعوقات المتعلقة بالتسويق: هناك العديد من المشاكل والمعوقات التي تعاني منها المؤسسات المتوسطة والصغيرة في المجال التسويقي، والتي تتجسد في انخفاض جودة السلع بسبب مشكل نقص الخبرة والعمالة المؤهلة، وضعف الرقابة على الجودة، وعدم قدرة هذا النوع من المؤسسات على إنتاج سلع وفق المقاييس والمعايير المطلوبة، عدم القيام بالبحوث التسويقية وتجديد المؤسسة لمعلوماتها عن السوق المستهدفة،

هنا بالإضافة إلى التقلبات في الطلب على بعض المنتجات، وانعكاس ذلك على كفاءة المؤسسة واستغلال التجار والوسطاء للمؤسسة ووصولهم على هوامش توزيع مالية، ومحدودية الأماكن المخصصة للعرض وقنوات التوزيع المطلوبة، وضعف القدرة على الدخول إلى أسواق التصدير بسبب عدم تجديد معلومات المنشأة عن أسواق جديدة.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

1. التعريف القانوني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

ارتكز تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، على التعريف المدرج بالقانون 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

حيث نجد بأنها تعرف بغض النظر عن طبيعتها القانونية أنها مؤسسة إنتاج السلع والخدمات.¹

• تشغل من 1 إلى 250 شخص.

• لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي مليار ديوار أو لا تتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة ديوار.

• تستوفي معايير الاستقلالية.

2. مشاكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

من المفروض أنه كلما تعددت المصادر التمويلية للمؤسسة، كلما تيسرت شروط الحصول عليها، لكن الملاحظ بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أنه بالرغم من تعدد هذه المصادر وما تشكله من أهمية في نجاحها واستمرارها، إلا أن فرص الوصول إليها تبقى ضعيفة، حيث أثبتت الدراسات وتحليل واقع تلك المؤسسات أنها تعاني من مشاكل تمويلية عديدة متداخلة من حيث أسبابها ونتائجها، وهذا على مستوى جميع أنحاء العالم، غير أن هذه المشاكل تتعاظم في الدول النامية والعربية بشكل خاص، نظرا لطبيعة حال القطاع المالي فيها، الذي يركز بصفة أساسية على البنوك، والذي يتسم بشيء من القصور وعدم الانتشار والافتقار للعديد من أدوات وأساليب التمويل المختلفة، فضلا عن ضعف قدرات ومهارات صغار المستثمرين².

1.2. مشاكل متعلقة بالتمويل المصرفي: حيث تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات ومعوقات

عديدة عندما ترغب في الحصول على تمويل لنشاطاتها من القطاع المالي المنظم ولاسيما من البنوك التجارية، ويمكن إيجاز أهم هذه الصعوبات في:

• المبالغة في المطالبة بالضمانات، وبالقياس فإن غالبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تملك ضمانات رسمية أو مستندات قانونية تكفي لتلبية قيمة التمويل المصرفي الممنوح، فإن هذا يعني ضآلة فرص الحصول على التمويل اللازم لها.

¹ المادة 4 من القانون رقم 1-18 مؤرخ في 12/12/2001، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية عدد 77 الصادر في 15/12/2001، ص 7.

² الحبيب مكاي، كريمة بابا حامد، البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 2، -جامعة المسيلة- سبتمبر 2017، ص 201.

- صعوبة الحصول على القروض من خلال عزوف البنوك عن إقراض المؤسسات الصغيرة لارتفاع درجة مخاطر الاستثمار فيها، وعدم تحمسها لإقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لصغر حجم معاملاتها مع ما تكلفه هذه المعاملات من أعباء إدارية على البنوك.
- محدودية حجم ونوع التمويل حيث غالبا ما تكون حجم القروض المتاحة من البنوك التجارية محدودة وغير كافية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع نقص شديد في التمويل طويل الأجل، وفرض نمط واحد في المعاملة من حيث فترات السماح ومدة السداد.
- طول مدة الإجراءات حيث تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان النامية من البطء الشديد في معالجة ملفات طلبات التمويل بعد إيداعها على مستوى البنوك.
- 2.2. مشاكل متعلقة بالمؤسسة:** بالإضافة إلى مشاكل التمويل المصرفي التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل، قد تصطدم بمشاكل تتعلق بالمؤسسة نفسها.
 - ضعف التمويل الذاتي حيث من أهم المشاكل التي تتعرض لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي ضعف القدرة على التمويل الذاتي نتيجة محدودية المدخرات الشخصية وعدم كفايتها للوفاء بحاجاتها التمويلية، والتي تظهر آثارها بشكل جلي من خلال انخفاض معدلات الأرباح مقارنة مع المؤسسات الأخرى المشابهة في السوق.
 - السحب الكبير للأرباح النقدية من المؤسسة.
- 3.2. مشاكل تمويلية أخرى:** بالإضافة إلى المشاكل التمويلية المترتبة عن شروط التمويل المصرفي وقصور الإدارة المالية للمؤسسة، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تواجه معوقات أخرى ناتجة عن المحيط المالي الذي تنشط فيه، تساهم في الحد من فرص نفاذها لمصادر التمويل، وذلك بما يعمق من مشاكل تمويلها ويمكن حصر تلك المعوقات في ثلاث نقاط أساسية:¹
 - **عدم وجود مؤسسات متخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** تتزايد حدة مشكلة التمويل في حالة ما إذا كانت الدول النامية تقتصر إلى المؤسسات المالية المتخصصة في التعامل مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وانه وفي حالة وجودها تكون ذات قدرات مالية محدودة ناهيك عن الشروط الصعبة التي توضع لتوفير الأموال للأحجام الصغيرة من المؤسسات.
 - **عدم القدرة على اللجوء إلى الأسواق المالية:** يمثل سوق المال ميزة تمويلية هامة، غير أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة النسبة الغالبة غير قادرة على الاستفادة من هذا المصدر التمويلي لسبب عدم القدرة على طرح الأسهم والسندات في البورصة للاكتتاب لعدم توافر الشروط لذلك، وهذا ما يضيع على هذه المؤسسات فرصة كبيرة لتمويل استثماراتها.

¹نفس المرجع، ص 202.

3. مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تلجأ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البداية إلى التمويل الذاتي والذي يتم عن طريق الأموال الذاتية والمدخرات الشخصية لصاحب المؤسسة ولكن يتصف قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة في معظم الدول خاصة النامية منها بانخفاض القدرة على الادخار، مما يحد من التمويل الذاتي المتاح، فيلجأ أصحاب هذه المشروعات إلى مصادر تمويل أخرى تتمثل في:¹

1.3. مصادر غير رسمية: وذلك من خلال القنوات التي تعمل في الغالب خارج إطار النظام القانوني الرسمي في الدولة، كالاقتراض من الأهل والأصدقاء ومدينو الرهونات، ووكلاء المبيعات، وجمعيات الادخار والائتمان... إلخ ويقدم التمويل غير الرسمي غالبا معظم الخدمات المالية للمشروعات الصغيرة.

2.3. مصادر رسمية: وذلك من خلال المؤسسات المالية الرسمية وتتمثل في الجهات التالية:

1.2.3. البنوك التجارية (التمويل المصرفي): حيث يقوم البنك بتقديم قروض للمؤسسات لسد حاجاتها التمويلية مقابل حصول البنك على فائدة مقابل هذا القرض وهذا وفق شروط وضمانات متفق عليها بين الطرفين وتنقسم هذه القروض إلى قروض استغلالية قصيرة المدى وقروض استثمارية طويلة المدى وغالبا القروض الاستغلالية هي الأكثر استعمالا لمواجهة احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الآتية.

2.2.3. الهيئات والمؤسسات المتخصصة: أحيانا تدخل القروض الممنوحة من طرف هذه الهيئات والمؤسسات الخاصة ضمن القروض البنكية إلا أن مصدرها ليس البنوك وانما جهات متخصصة في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد تكون حكومية أو شبه حكومية أو غير حكومية ويكون من أبرز أهدافها التنمية الاقتصادية وهدفها الأساسي ليس الربحية وانما المصلحة العامة ويكون نشاطها الأبرز منصب في تقديم الدعم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يجب الإشارة إلى أن أنواع التمويل المتاح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتمثل في:

- التمويل التجاري: حيث يعتبر تمويل تلقائي أو طبيعي لأنه ينتج من العمليات التجارية العادية للمؤسسة.
- التمويل الإسلامي (البنوك الإسلامية): يعد نظام التمويل في البنوك الإسلامية نظاما مستقرا ومرن يهدف إلى ترسيخ مبدأ التعاون والحرية، حيث تحكمه قيم وقواعد تعود بالمنفعة على طرفي التبادل وبالتالي لا يربح طرف على حساب الآخر، ويعتبر التمويل الإسلامي بمثابة تقنيات تمويلية بديلة للنظام المعمول به في البنوك الكلاسيكية المبني أساسا على سعر الفائدة، على سبيل المثال نذكر من الصيغ التمويلية ما يلي:
- الاستثمار أو التمويل بالمضاربة: (البنك هو الممول والمستثمر صاحب الفكرة).
- التمويل بالمشاركة: (البنك يساهم في التمويل).
- التمويل بالمرابحة: (البنك يتكفل بشراء التجهيزات ووسائل الإنتاج).

¹ نفس المرجع، ص 199.

- **التأجير التمويلي (التمويل بالاستئجار)** : وهي عبارة عن تقنية تمويل الاستثمارات، تتم عن طريق عقد بين المؤجر والمستأجر لتأجير أصل منقول أو عقار خلال مدة معينة، مقابل التزام المستأجر بدفع أقساط.
- **التمويل عن طريق رأس مال المخاطر**: ويعرف تمويل رأسمال المخاطر " بأنه التغيير الهيكلي في الإدارة المالية للمؤسسة الفردية أو العائلية من خلال عميل له صفة شريك في المؤسسة يمول ويوجه قرارات الاستراتيجية للمشروع، ويهدف في المقابل إلى تحقيق مردودية على المدى الطويل".
- **التمويل عن طريق السوق المالي (البورصة)**: ويكون إما عن طريق التمويل بإصدار أسهم عادية أو ممتازة يعتبر من قبيل المشاركة في رأس المال، أو عن طريق التمويل بإصدار السندات فهو تمويل بالمدىونية طويلة الأجل.

4. تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشاكل متعددة ولعل أهمها تلك المتعلقة بالتمويل وتوفير مصادر مالية من أجل مواصلة النشاط وتوسيعه، ومع إزدياد هذه الحاجات التمويلية لم تعد المصادر التقليدية وخاصة القروض البنكية تفي بالغرض خاصة وأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير قادرة على تقديم ضمانات كافية من أجل الحصول على هذه القروض في ظل محدودية أصولها، ومن هذا المنطلق بات لزاماً عليها البحث عن مصادر تمويلية أخرى تراعي ميزات وخصائصها (نوع النشاط، هيكل رأس المال.... إلخ). في ظل هذه الظروف، تم اللجوء إلى سوق الأوراق المالية التي تم تكييف آلياتها بما يتناسب والحاجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط والطويل، ويتوافق وخصوصياتها والدور الاقتصادي المنوط بها، وهذا من أجل العمل على ترقيتها وتطويرها إيماناً بالدور الفعال التي باتت تكتسيه في الحياة الاقتصادية لمختلف الدول.¹

1.4 تعريف بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يمكن تعريفها على أنها تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأخذ في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضخمة. أو هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها.²

¹نور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، العدد 11، جامعة الدكتور يحيى فارس-المدية-، جانفي 2014، ص 65.

²نفس المرجع ص 66.

2.4. أساليب جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمستثمرين لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة¹:

1.2.4. أساليب جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تتلخص أهم تلك الأساليب فيما يلي:

- جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات معدلات النمو المرتفعة من خلال البنوك ومؤسسات رأس المال المخاطر ومؤسسات تمويل أخرى.
 - تنمية الوعي لدى المؤسسات المستهدفة (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) من خلال التأكيد على المزايا والقواعد.
 - إعداد تنظيم لقاءات مع المؤسسات المستهدفة لإيضاح المزايا والقواعد من التسجيل في بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي جذبهم للدخول في هذا السوق.
 - التنسيق مع بعض مؤسسات التمويل الدولية والمحلية لدعم ومساندة المؤسسات الصغيرة
 - التنسيق مع بعض مؤسسات التمويل الدولية والمحلية لدعم ومساندة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل جذب مجموعة من المؤسسات المستهدفة وتسجيلهم في السوق الجديد.
- ### 2.2.4. أساليب جذب المستثمرين: تتلخص فيما يلي:

- إقامة قنوات اتصال، وبيئة تعامل كفاء تستهدف إيضاح جدوى الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
 - تأسيس نظام لصانعي السوق لتوفير السيولة في السوق الثانوية.
 - عمل دليل يوضح أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق الجديد.
 - العمل على تخفيض رسوم التعامل والمقاصة.
 - عمل موقع على الانترنت لبورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ينطوي على كل المعلومات المتعلقة بالسوق الجديد.
- استخلصنا من خلال هذا المبحث أن الأسواق المالية تحظى بمكانة هامة في النشاط الاقتصادي والمالي، وذلك لأنه يجمع بين وحدات الفائض ووحدات العجز، وبخصوص كفاءة الأسواق المالية تتجلى في انعكاس أي معلومة جديدة عن الأوراق المالية وقت وصولها في الأسعار المتداولة، كما تطرقنا إلى أن هناك اختلاف في إيجاد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن رغم اختلاف هذه التعاريف حسب كل معيار إلا أن هذه المؤسسات تشير عادة إلى الأعمال التي تمارس نشاطاتها من خلال شخصية طبيعية أو معنوية، وتتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصغر حجمها وسهولة تأسيسها، وبالرغم من ذلك تواجه عراقيل شلت سيرورتها ما جعلها تلجأ للسوق المالي من أجل الحصول على التمويل اللازم، حيث أصبحت تلجأ إليه كثيراً للترؤد برؤوس الأموال، من أجل الاستثمار والتوسع والتطور.

¹الحبيب مكاي، كريمة بابا حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 205-206.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للدراسة

من خلال بحثنا في العديد من الدراسات العربية والأجنبية المتعلقة بموضوع بحثنا، توصلنا إلى أهم الدراسات التي تناولت الموضوع، وهي كما يلي:

المطلب الأول: الدراسات المتعلقة بالأسواق المالية

1. مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير للطالب بن عزوز عبد الرحمن، 2011، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة.

سعى الباحث إلى بلوغ عدة أهداف أبرزها: تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية، والتعرف على تنظيم شركات الوساطة المالية في بورصة تونس اعتمدت على المنهج الوصفي التحليلي حيث يتبع المنهج الوصفي من خلال التعرض لمختلف المفاهيم والأسس النظرية للبحث وجمع الإحصاءات وتبويب البيانات عن طريق أشكال وجداول، أما المنهج التحليلي يستخدم في تحليل البيانات المجمعة وهذا تحقيقاً للهدف الرئيسي، بالإضافة إلى المنهج التاريخي يستخدم في تحليل البيانات التي مرت بها بورصة تونس، وذلك من خلال طرح الإشكالية التالية: ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية بغية تنشيط وتطوير المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية؟ ومجموعة من التساؤلات الفرعية كالتالي: ما المقصود بكل من سوق الأوراق المالية والوساطة المالية؟ وماهي علاقة مؤسسات الوساطة المالية بالعمليات الجارية في سوق الأوراق المالية؟ وفرضيات تتمثل فيما يلي: لا يقف دور الوسطاء الماليين في مجرد التوسط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، بل يتعدى هذا الدور إلى تطوير وتحسين هذه السوق، وجود مؤسسات الوساطة المالية يؤدي إلى زيادة التنافس بينها مما سيخفض التكاليف الإجمالية سواء للمدخر أو المستثمر.

قد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: تعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، وهو ما ينتج عن نمو وازدهار الاقتصاد ككل، ويقع على عاتق مؤسسات الوساطة المالية دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي الأجنبي للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

اعتماداً على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات كما يلي: تشجيع الادخار وتوجيهه نحو سوق الأوراق المالية من خلال حماية المدخرين ومنحهم إعفاءات ضريبية وتشجيعهم بكل الوسائل المتاحة، تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية أسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات.

2. أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه للطالبة سعيدي فاطمة الزهراء، 2012، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أداء الأسواق المالية العربية، والتعرف على خصائصها ومعوقات نموها وكذا مختلف المراحل التي اتبعتها الدول العربية في تحرير أسواقها المالية ومخاطر تحريرها، ومختلف الآليات المستخدمة لمواجهته، اعتمد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال جمع البيانات وتحليلها وتنظيمها كما استعمل المنهج التاريخي كدراسة لنشأتها رغبة إلى الوصول إلى الأهداف، خلال طرح الإشكالية التالية: كيف يمكن للأسواق المالية العربية التكيف مع التحولات المالية التي تفرضها العولمة المالية؟ ومجموعة من التساؤلات الفرعية كما يلي: ماهي مختلف مراحل نشأة وتطور الأسواق المالية العربية؟ وما هو الدور الذي يمكن أن يلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية؟ وماهي المعوقات التي حالت دون كفاءة الأسواق المالية العربية؟ وفرضيات كما يلي: إن عولمة الأسواق المالية العربية سوق يولد لها منافع إضافية تتمثل في زيادة دخول الأجانب وزيادة الكفاءة مما تصبح أكبر وأكثر سيولة.

توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: تعتبر المتطلبات الرئيسية لإنشاء الأسواق المالية من بين الأدوات المهمة التي لا بد من توفرها عند إنشاء أي سوق مالي، كما أن الاتجاه إلى التكنولوجيا التقنية في الأسواق المالية العربية لا يزال ضعيفا بالرغم من أهميته في تحرير جودة الإفصاح والشفافية وتسهيل الإفصاح بالنسبة للمستثمر.

انتهت الدراسة بالتوصيات التالية: عدم السماح للبنوك والأسواق المالية العربية في الوقت الحالي بالتمادي في التعامل بالمشتقات المالية بأي من صورها وذلك لمخاطرها الشديدة على الأسواق المالية، ومن المهم زيادة كفاءة وإمكانات الأجهزة الرقابية على السوق المالي العربي وفي مقدمتها الهيئة العامة لسوق المال ومدّها بكوادر مؤهلة.

3. En vue de l'obtention du diplôme De magister en sciences économiques Option « monnaie- finance- banque », Mlle REMIDI Djoummana, Le marché boursier algérien Contraintes et perspectives, TIZI-OUZOU.

رمت هذه الدراسة إلى: إنشاء سوق مالي في الجزائر، وأن التمويل البديل للنشاط التجاري، أنشئت بالمرسوم التشريعي لعام 1993، وبالتالي تندرج في إطار إصلاح نظام التمويل لنشاط الاقتصاد الوطني اعتمد الباحثين في دراستهم على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث تم دراسة حالة بورصة الجزائر، من خلال طرح الإشكالية التالية: ماهي القيود التي تعزز الأداء السليم للسوق الجزائرية؟ ومجموعة من التساؤلات الفرعية أهمها: ما الذي يمنع الشركات الجزائرية من القيد بالبورصة؟ وماهي الإجراءات التي اتخذتها بورصة الجزائر والحكومة لتنشيط البورصة؟ وبعض الفرضيات كما يلي: السياق الحالي للسيولة المصرفية الفائضة لا يشجع الشركات في الجزائر على اللجوء للبورصة، شروط الإدراج في البورصة ملزمة للمشغلين الاقتصاديين.

قد توصل الباحث إلى أن بورصة الجزائر ليست إلا في مرحلتها الجنينية إلا أنها تعتبر ضرورة حتمية في ظل المرحلة الاقتصادية الراهنة إذ ينتظر أن تزيد فعاليتها خلال مرحلتي التطور والنضج بشكل يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من خلال إنشاء مؤسسة كهذه.

المطلب الثاني: الدراسات المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

1. مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي للطالبة سماح أسماء، 2014، دور الهيئات الداعمة لإنشاء وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تفعيل الدور التنموي لها، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم لبواقي.

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة الإلمام والتعرف بشكل كبير على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال عملية الإنشاء، وتحديد فعالية هذه المؤسسات ودورها في المساهمة في تعبئة المدخرات الوطنية والمساهمة في الإنتاج المحلي الإجمالي، اعتمد على المنهج الوصفي التحليلي باعتباره الأنسب لمثل هذه الدراسات بشكل عام والمنهج التحليلي لرصد التطورات وتحليل المعطيات الرقمية لأداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما سنقوم بإسقاط الجانب النظري على الواقع العلمي، من خلال طرح الإشكالية التالية: إلى أي مدى تساهم الهيئات الداعمة لإنشاء وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تفعيل الدور التنموي لها؟ ومجموعة التساؤلات الفرعية كمايلي: كيف تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية؟ وما مدى فعالية الدعم المقدم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من قبل مختلف الهيئات؟ وفرضيات كمايلي: إن أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دعم التنمية الاقتصادية والتخطيط المستقبلي نابعة من دورها في التوظيف وارتفاع حجم مساهمتها في القيمة المضافة، رغم كل الجهود المبذولة في وضع مختلف آليات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر إلا أنها غير فعالة.

قد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: يعد مشكل تمويل المؤسسات في الدول النامية بشكل عام والجزائر بشكل خاص من أهم الصعوبات التي تواجهها، ورغم قيام الجزائر بوضع آليات تمويل متخصصة وهيئات داعمة تتلاءم وطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من بينها التمويلات الحديثة ولكن لا تزال الخطوات المنتهجة في هذا المجال متواضعة وغير كافية.

خلصت الدراسة للتوصيات التالية: وضع إجراءات عملية لتفعيل دور البورصة والأسواق المالية في الجزائر كمصدر تمويلي رئيسي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتنويع مصادر التمويل بما يتلاءم ووضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتركيز على الخصوص على المؤسسات المالية التي تساهم في الأموال الخاصة للمؤسسة.

2. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير للطالبة قشيدة صوراية، 2011، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3. سعت هذه الدراسة إلى محاولة إبراز بدائل أكثر ملائمة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لكي تساهم بفعالية في إحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما تبحث في عمق العقبات في عمق المشاكل التي تحد تنميتها وتطويرها في الجزائر، اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي نظرا لتوافقهم مع طبيعة الموضوع بالإضافة إلى المنهج التاريخي من خلال إبراز تطور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال طرح الإشكالية التالية: ما مدى مساهمة الإجراءات التمويلية الجديدة التي اتخذتها الدولة في دفع عجلة ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمواكبة التحديات التي يواجهها الاقتصاد الجزائري؟ ومجموعة من التساؤلات الفرعية التالية: ما هو واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟ وما مدى جدوى الشراكة الأورو-جزائرية في تحسين ظروف تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟ وفرضيات كمايلي: للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة القدرة على التنمية الاقتصادية وجلب الاستثمارات وترقية الصادرات خارج المحروقات، كما تساهم الشراكة الأورو-جزائرية بفعالية في تحسين ظروف تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كونها تفتح مجال أوسع لتمويل تلك المؤسسات.

قد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: رغم المشاكل التي واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنه يمكن القول بأنها تؤدي دورا أساسيا ومهما في الاقتصاد الوطني بخلق مناصب شغل جديدة وتوفير قيمة مضافة في جميع القطاعات، كما أن برنامج ميديا لا يراعي خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، ويضمن التمويل لاسيما التسيير الحسن لهذه المؤسسات.

خلصت الدراسة بالتوصيات التالية: ترقية تقنية التمويل عن طريق شركات الرأسمال الاستثماري والتي تعتبر مثالا نموذجيا لخلق فرص العمل والثروات، ومحاولة توجيه الاعتمادات المالية لبرامج التأهيل إلى عنصر التكوين الذي من شأنه أن يحدث تنظيما خاصا وتحسين المستوى التكنولوجي المستخدم باعتبارهما متغيرين يتوقف عليهما تدويل نشاط المؤسسات، عوضا عن تشغيل خبراء أجبيين ومنحهم أجور من هذه المخصصات.

3. En vue de l'obtention d'un diplôme de Magister en Sciences Economiques Option : Management des Entreprises, OUSSAID Aziz, 2016, Financement des Petites et Moyennes Entreprises, TIZI-OUZOU.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن مصادر التمويل للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، وإيجاد عناصر مفسرة للقضايا ولاسيما في السياق الجزائري، لتحقيق هذا البحث والإجابة على الأسئلة اعتمدنا وثيقة استناد إلى البحوث الوثائقية من خلال التشاور والبحوث واللوائح بشأن هذا الموضوع، وقد دعم هذا النهج تجربة ميدانية أدى إلى عينة من 38 من الشركات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال طرح الإشكالية التالية: ماهي مصادر التمويل للمنشآت الصغيرة والمتوسطة؟ وماهي العوامل التي تحدد اختيار هذه المصادر؟ ومجموعة من التساؤلات الفرعية التالية: ماهي وسائط تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة؟ وكيف يمكن للمشاريع الصغيرة والمتوسطة اختيار واحد أو أكثر من التمويل؟ وبعض الفرضيات كما يلي: إن خصائص المشاريع الصغيرة والمتوسطة

مثل ضعف قدرتها المالية، فهي تقتصر إلى مصادر خارجية ولاسيما الخدمات المصرفية المستقبلية، الشركات الصغيرة والمتوسطة تجعل خيارات مالية باستخدام أدوات التحليل لاختيار الأنواع الأنسب لاحتياجاتها بأقل تكلفة.

قد توصل الباحث لمجموعة من النتائج أهمها: فشل العديد من السياسات الاقتصادية التي تميزت بالعملاقة، وتدخل الدولة وغياب القطاع الخاص كما أدركت الحكومة أهمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة وبدلت مجهود كبير في تشجيع هذه الفئة من الشركات.

المطلب الثالث: الدراسات المتعلقة بدور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

1. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه للطالبة سماح طلحي، 2014، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي.

هدفت الدراسة إلى التعرف على واقع السوق المالية الثانية، حيث سلطت الضوء على دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والبحث على مختلف أساليب دعم السوق التمويلية الوطنية بتقنيات حديثة ذات شروط ملائمة، اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي بالإشارة إلى حالة الجزائر، وذلك من خلال طرح الإشكالية التالية: ما هو دور البدائل الحديثة في حل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وما هو واقع وآفاق ممارسة هذه التقنيات التمويلية في الجزائر؟ ومجموعة من التساؤلات الفرعية كمايلي: ماهي الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف مراحل حياتها، وما مدى ملائمة مصادر التمويل المتاحة لتلبيتها؟ وإلى أي مدى تشكل الصيغ الحديثة حلا فعالا لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية؟ ومجموعة من الفرضيات كالتالي: غالبا تعتبر البنوك المصدر التمويلي الوحيد لكثير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للحصول على التمويل اللازم لها، كما تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات كبيرة متعلقة بمحدودية مصادر التمويل التقليدية خاصة المتوسطة والطويلة الأجل.

توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم يحقق المساهمة المتوقعة منه كعنصر محفز لدفع عجلة التنمية في الجزائر، إذ لايزال حتى وقتنا الراهن يواجه العديد من المشاكل والعقبات التي تعترض سبيل نموه وتطوره، وبالرغم من توفر الأرضية القانونية والتنظيمية للبدائل الحديثة فإنه يضل لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لهذه التقنيات التمويلية جد محدود ونظرا لحدائث تطبيقها في الجزائر.

انتهت الدراسة بالتوصيات التالية: اقترح بدائل تمويلية حديثة اثبتت نجاعتها في الدول المتقدمة وإيجاد مؤسسات تمويلية متخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وللنهوض بمؤسسات سليمة لا بد من إبراز ضرورة التجديد والابتكار.

2. مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي للطالبة ليندة عكاش، 2016، دور السوق المالية الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي.

هدفت هذه الدراسة إلى: التعرف على موضوع السوق المالية الثانية أسلوب تمويل مستحدث في الجزائر وتونس، والوقوف على مشكلة وصعوبات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومحاولة إيجاد حل لهذه المشكلة، اعتمدت على المنهج الوصفي بغرض جمع المعلومات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتونس فيما يتعلق باحتياجاتها التمويلية والصعوبات والعراقيل التي تصادفها مقارنة بين الجزائر وتونس، من خلال طرح الإشكالية التالية: ما فعالية السوق المالية الثانية في حل إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وما هو واقع ذلك على كل من الجزائر وتونس؟ ومجموعة من التساؤلات الفرعية كمايلي: ماهي أهم المصادر التمويلية المتاحة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وهل تختلف إجراءات الإدراج في السوق المالية عن السوق الرسمية؟ وفرضيات كالتالي: تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشاكل تمويلية متعلقة بنقص مصادر التمويل وخاصة الطويل الأجل، كما يشكل أسلوب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق السوق المالية الثانية.

توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: أثبتت السوق المالية الثانية مدى نجاحها في توفير التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لما تتمتع به هذه الطريقة المبتكرة من مزايا وخصوصيات، كما أن تعدد مصادر التمويل وتنوعها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يعني توفر بدائل كافية وملائمة لهذه المؤسسات.

خلصت الدراسة بالاقتراحات التالية: تعميق الوعي الادخاري والوظيفي في أوساط المستثمرين والمدخرين بمختلف وسائل التوعية واتصال، ونشر الوعي الازم من خلال إعلام واضح وصحيح يضطلع بتنمية الوعي بأهمية التعامل بالأسواق المالية، والعمل على تطوير مهنة المحاسبة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإصدار معايير محاسبية جزائرية شاملة تتفق ومعايير المحاسبة الدولية، وإلزام هذه المؤسسة بتطبيق هذه المعايير.

3. En vue l'obtention du diplôme de master En Sciences Economiques, chahed Sihem, chebab Fatima, 2016, le rôle du marché Financier dans le Financement des entreprises, TIZI-OUZOU.

سعت هذه الدراسة إلى: إظهار أهمية ودور الأسواق المالية في تمويل الشركات، لتسليط الضوء على إصلاحات الشركات من جانب بلدان شمال إفريقيا (الجزائر، مصر، المغرب وتونس) في نهاية تعزيز أسواقها المالية، اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي حيث قام بفصل دراسة نوعية استنادا إلى طريقة المقارنة لأدوات البحث، وتستخدم تحليل المحتوى في وثائق مختلفة وتقارير سنوية (2010-2015) نشرت إشارات مختلفة من البلدان الأربعة، من خلال طرح الإشكالية التالية: ما هو واقع دور كل من أسواقها المالية لتمويل

الشركات؟ ومجموعة من التساؤلات كالتالي: ماهي مصادر التمويل المقدمة للشركات؟ وماهي التدابير التي وضعتها السلطات لجذب وتيسير الوصول إلى الشركات أو الأسواق المالية في هذه البلدان الأربعة؟
 قد توصل الباحث إلى النتائج التالية: أن فعالية القطاعات المالية تعتمد على تحديثها من خلال الأولوية في تحديث القطاع المصرفي وفي الأدب بشأن القمع المالي، وأن التدخل العام لا يسمح بأكثر أصلية الاستثمار، ومن الضروري أن يستمر القطاع المصرفي في هذه الحركة لتمكين تطوير القطاع الخاص في الواقع، وهذا القطاع قادر على كثافة المنافسة وتحسين المساهمين الأجانب في البنوك المحلية ويجب أن تزيد من الوصول إلى الحصول على هذه البلدان إلى الأسواق الدولية للولايات المتحدة.

أجرينا مقارنة بين دراستنا والدراسات السابقة، واتضح لنا وجود أوجه تشابه وأوجه اختلاف، من بين أبرز أوجه التشابه والاختلاف التي وجدناها:

- اتفقت الدراسات السابقة مع دراستنا على هدف مشترك وهو معالجة مشكلة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف البورصة باستثناء دراسة الطالبة سماح أسماء هدفت إلى تحديد فعالية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ودورها في المساهمة في تعبئة المدخرات الوطنية والإنتاج المحلي الإجمالي.

- اتفقت دراستنا مع الدراسات السابقة بإتباع نفس المناهج وهي المنهج الوصفي والمنهج التحليلي.

- اختلفت دراستنا من حيث المنهجية حيث اتبعنا منهجية IMRAD.

- اختلفت دراستنا من حيث المجال المكاني حيث امتدت الدراسة التطبيقية على مؤسسة «Aom invest»، على غرار بعض الدراسات السابقة التي أجرت مقارنة بين بورصات الدول.

- اختلفت من حيث الزمان المكاني حيث امتدت دراستنا من (2018-2021).

- ركزنا في دراستنا على تقييم الأداء المالي لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة وعل العوائد التي عادت على هذه المؤسسة من جهة أخرى.

- أجرينا مقارنة جزئية لبعض مؤشرات بورصة الجزائر وبورصة تونس.

استخلصنا من خلال هذا المبحث أن هناك العديد من الدراسات السابقة التي تطرقت لهذا الموضوع شملته من زوايا مختلفة، وقد تنوعت هذه الدراسات بين العربية والأجنبية تم تصنيف هذه الدراسات حسب المتغيرات الرئيسية للدراسة، حيث قمنا بتقديم تعليق عليها يتضمن جوانب الاتفاق والاختلاف وتم التوصل إلى أن الدراسة الحالية استفادت كثيرا مما سبقها من دراسات، حيث حاولت أن توظف كثيرا من الجهود السابقة للوصول إلى تشخيص دقيق للمشكلة ومعالجتها بشكل شمولي.

خلاصة:

حاولنا من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على متغيرات الدراسة المتمثلة في السوق المالي وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعلاقتها ببعضهما، حيث توصلنا الى ان الأسواق المالية هي من اهم المصادر التمويلية لعملية الاستثمار، حيث استندنا على ابعاد ارتأينا انها الأنسب لدراستنا إذا اخترنا وضع المفهوم والاهمية، والمتدخلون فيه وكفاءة السوق المالي، ثم وضعنا علاقة كل بعد من ابعاد السوق المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما استعرضنا خلال هذا الفصل مجموعة من الدراسات السابقة التي عالجت الموضوع، وارفقناها بأوجه التشابه والاختلاف بينها وبين دراستنا.

بعد ذلك عرجت الدراسة في الجانب النظري لعرض اهم اساسيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها، وتم التوصل الى ان المصدر الأول المتاح لعملية التمويل هو بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يعقد عليها آمالا كبيرة وعريضة في تمويل هذا النوع من المؤسسات لما لهذه البورصات من مزايا تجعل منها أفضل مصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في المقابل وفي الجزائر تحديدا تم فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستفادة من التمويل المباشر، وهذا يعني الخطوة الأولى لإنشاء بورصة خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفصل الثاني: الدراسة الميدانية

المبحث الأول: منهج وأدوات

الدراسة

المبحث الثاني: عرض ومناقشة

نتائج الدراسة

تمهيد

تم التطرق في الجزء النظري إلى كل من الأسواق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، هذه الأخيرة التي أحدثت العديد من التغيرات سواء على المستوى الكلي أو على المستوى الجزئي، وحتى لا تبقى الدراسة نظرية سنقوم بإسقاطها على الواقع من خلال دراسة حالة مؤسستي بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومؤسسة «Aom invest» من خلال إبراز دور بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل مؤسسة «Aom invest»، وتقييم أدائها المالي.

ولدراسة مدى فعالية بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل مؤسسة «Aom invest»، فقد تم عرض ما يلي:

- تقييم الأداء المالي لبورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- مقارنة أداء بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مع نظيرتها في تونس.
- عوائق وعوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر.
- عوائد انضمام مؤسسة «Aom invest» إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

المبحث الأول: منهج وأدوات الدراسة:

سنبحث في هذا الشق من الدراسة، في المبحث الأول منهجها إلى جانب الأدوات التي تم الاعتماد عليها، كما سنعرض مؤسستي الدراسة والممثلتان في كل من بورصة الجزائر ومؤسسة «Aom invest»، حيث أن الهدف من دراسة الأولى هو بحث دورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بينما الغاية من دراسة الثانية هو مناقشة العوائد والفرص التمويلية التي تحصلت عليها مؤسسة مدرجة ضمن بورصة مؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وهنا نشير أن معالجة الدراسة الميدانية بهذا الشكل سيمكن من مناقشة الدور التمويلي لبورصة الجزائر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جانبين من جهة، كما أن هذا الخيار كان نتيجة لتخصص الطالبتين والمتمثل في الإدارة المالية على مستوى المؤسسة الاقتصادية (مستوى ميكرو) من جهة ثانية.

المطلب الأول: منهج الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية، تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي ومنهج دراسة حالة لمعالجة الموضوع، حيث يتجلى لنا المنهج الوصفي للجانب النظري وذلك من خلال عرض أهم المفاهيم والتعاريف التي تتناول موضوع دور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بينما يظهر استخدام المنهج التحليلي ومنهج دراسة حالة في الفصل التطبيقي، حيث أجرينا الدراسة الميدانية على مؤسستي بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر و مؤسسة «Aom invest»، بالاعتماد على معلومات تفصيلية ودقيقة من خلال تحليل المعلومات المالية والتقارير المالية للمؤسسة.

المطلب الثاني: أداة الدراسة

لجمع البيانات والمعلومات اللازمة للدراسة، تم استخدام مصدرين أساسيين هما:

1. المصادر الثانوية: حيث تم الاستناد في الجانب النظري للبحث على مصادر ثانوية والتي تمثلت في المراجع العربية والأجنبية ذات العلاقة والتقارير من كتب، مقالات، تقارير ودراسات سابقة بمختلف أنواعها، والتي عالجت موضوع الدراسة بالإضافة إلى البحث والمطالعة في مواقع إلكترونية مختلفة.

2. المصادر الأولية: تم الاستناد في الشق التحليلي من الدراسة على جمع المعلومات من خلال التقارير المالية لمؤسسة «Aom invest» من سنة 2018 إلى غاية 2021، والتقارير المالية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، في دراسة مختلف التساؤلات المطروحة والتي هدفها الرئيس تقييم الأداء المالي لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر والفوائد التمويلية التي عادت على مؤسسة «Aom invest» من حيث إدراجها في هذه البورصة.

المطلب الثالث: تقديم مؤسستي الدراسة

سيتم في هذا المطلب تقديم مؤسستي الدراسة المتمثلة في كل من بورصة الجزائر ومؤسسة «Aom invest»، ومناقشة وجهتهما النظرية بشكل بسيط وذلك لاستفادة «Aom invest» من المزايا التي تتيحها البورصة لها سواء تعلق الأمر بالوصول إلى مصادر تمويل جديدة بأقل تكلفة تتيح للشركة النمو والتوسع وتحسين مردوديتها.

1. التعريف ببورصة الجزائر

1.1. نشأة بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق ملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم.¹

2.1. التعريف ببورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة²

يمكن تعريفها على أنها " هي تلك السوق المتخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأخذة في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمويل المشروعات الكبيرة والضخمة".
او " هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها".

2.1. الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر³

1.2.1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية وتقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض والاكتتاب العام في 1997/01/18 ثم رياض سطيف، صيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في الأسهم في 1998/03/31 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير SICAV.

2.2.1. شركة تسيير القيم المنقولة SGBV

وتقوم أساسا على المادة 18 من المرسوم بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، تسيير حصص البورصة والقيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات فهي عبارة عن شركة ذات أسهم، ولا يصبح اعتماد أي

¹ ابن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 160.

² الحبيب مكاي، كريمة بابا حامد، مرجع سبق ذكره، ص 202.

³ ابن امر بن حاسين، نفس المرجع السابق، ص 161.

وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط رأس مال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجري في البورصة.

3.1. شروط الإدراج في بورصة الجزائر

تتمثل شروط الإدراج في بورصة الجزائر فيما يلي:¹

- أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.
- يجب تحديد قيمة كل سهم.
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد السهم ولا في عدد الملاك.
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تستند إليها مقبولة في التسعيرة.

2. مؤسسة «Aom invest»

1.2. التعريف بمؤسسة «Aom invest»

هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطور واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية، كما تشارك في المراكز الدولية الأخرى للتنمية وتميز الجهات في تطوير الدراسات لبناء الجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في الجزائر، أنشئت في عام 2011، مع الحافز والتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة، وقد شرعت ابتداء من عام 2013 بالتحول الذي يعد مرحلة تاريخية لمجموعة «Aom invest»، من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتج بوحنيفة الصحي بولاية معسكر تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس" في خطتها الاستراتيجية ستكون هذه المؤسسة الأولى في سلسلة من المؤسسات ذات الخدمات المماثلة، من خلال جميع منشآت العلاج بالمياه المعدنية في البلاد هذا المشروع الأول حاليا في محلة التنفيذ يسجل نسبة تقدم تتجاوز 83%، ومن المقرر أن تبدأ مرحلة البدء بنهاية عام 2018.

في عام 2016، قامت شركة «Aom invest» بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة الاجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية بحلول عام 2030.

2.2. أهداف مؤسسة «Aom invest»

- تعزيز سمعة «Aom invest» السيئة ورؤيتها مع عملائها وكذلك مع جميع شركائها الاقتصاديين الوطنيين والدوليين.
- تأكيد التزام «Aom invest» الذي لا رجوع فيه بعملية وضع ممارسات حكومة الأداء الجيد واستدامته.
- تعبئة أداة زيادة راس المال مما يتيح للشركة الحصول على بدائل تمويلية تتكيف مع طموحاتها مفسرة في خطتها الاستراتيجية للتنمية.

¹بنفس المرجع، ص 162.

- جذب المزيد من المهارات على مستوى عال والشركاء الاستراتيجيين في مجال السياحة.

3.2. بطاقة معلومات عن مؤسسة «Aom invest»

الجدول رقم(02): معلومات عن مؤسسة «Aom invest»

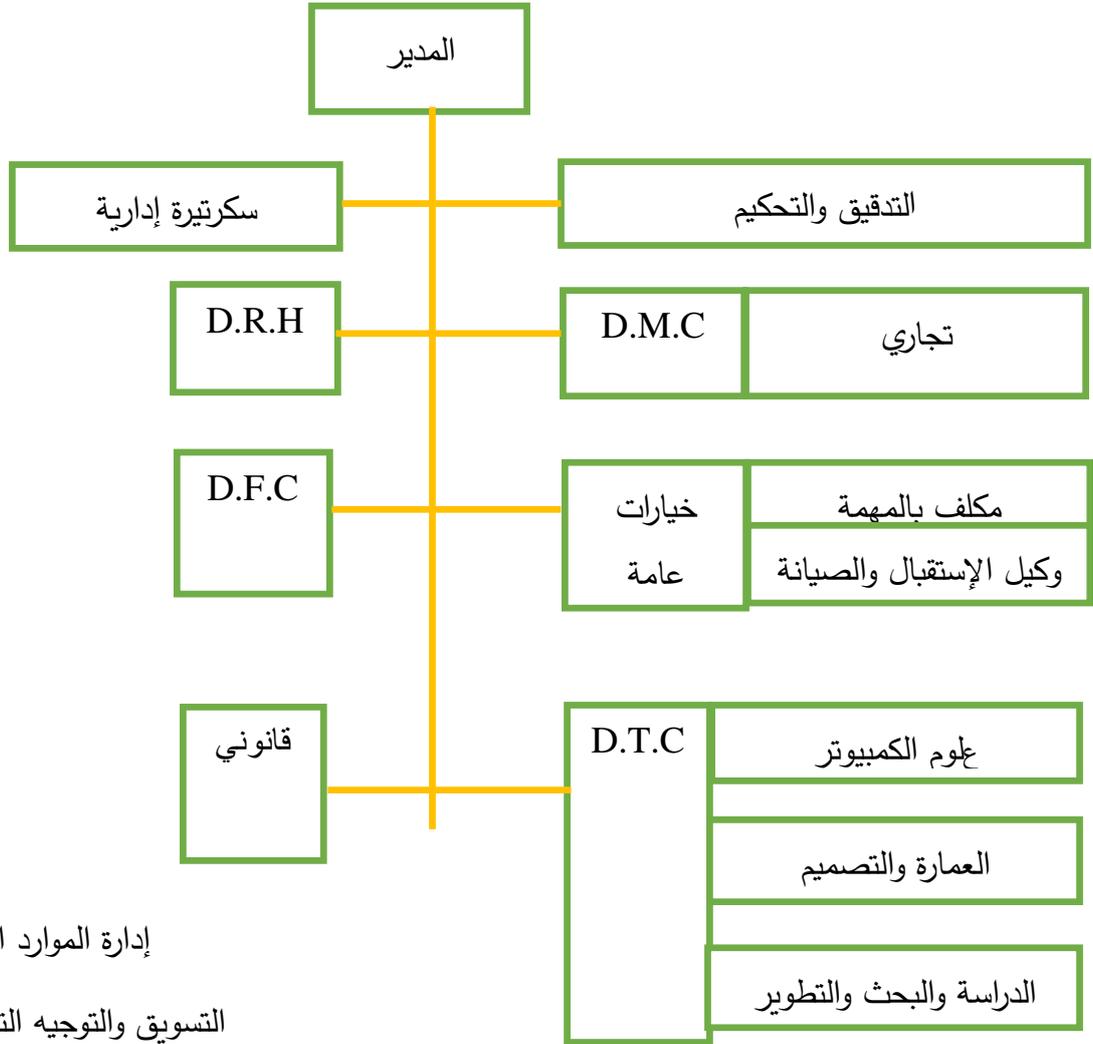
Aom invest spa	الاسم الاجتماعي
شركة مساهمة	الشكل لقانوني
دراسة مشروع سياحي استغلال المشاريع السياحية	الغرض الاجتماعي
مدينة مكيد جلالى روبن بن حدو، بلدية بوحنيفة، ولاية معسكر	عنوان المركز الرئيسي
عقد موثق بتاريخ 19 أبريل 2016 من قبل امام السيد المشرفي الطاهر كاتب العدل بوهران	تاريخ ومكان إيداع عقد التأسيس
السجل رئيسي:12 سجل ثانوي:	رقم التسجيل في السجل التجاري
النظام الأساسي حسابات الشركة تقارير مجلس الإدارة	مكان استشارة الوثائق القانونية
ماي 2016	تاريخ بدئ النشاط
تبدأ 1يناير و تنتهي في 31ديسمبر من كل عام	السنة المالية
99عاما من تاريخ قيده في السجل التجاري إلا في حالة الحل المبكر أو التمديد	مدى الحياة
يتم توزيعها على المساهمين وفقا للأحكام	التوزيع القانوني للأرباح
عقد اجتماعات الجمعية العامة وغير العادية	الاجتماعات العامة

الشركة مصنعة وفقا لأحكام القانون التجاري

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

4.2. هيكل الملكية لمؤسسة «Aom invest»

الشكل رقم (02): هيكل الملكية لمؤسسة «Aom invest»



D.R.H: إدارة الموارد البشرية

D.M.C: التسويق والتوجيه التجاري

D.F.C: قسم المالية والمحاسبة

D.T.C: تقنية التوجيه

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

5.2. الخصائص الرئيسية المتعلقة بقبول «Aom invest»

الجدول رقم(03): الخصائص الرئيسية المتعلقة بقبول «Aom invest»

115930000	رأس المال
السيد هشام عطار وصندوق الاستثمار	-مساهمة الأغلبية
520000 (44.85%)	-عدد الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسين
أسهم عادية	-فئة الأوراق المالية
100 دج	-القيمة الإسمية للسهم
297 دج	-سعر الوحدة للسهم عند المقدمة
إجراء عادي (تسجيل مباشر)	-إجراء تمهيدي
تثبيت	-طريقة التقييم
5مليون دج	-الحجم الطبيعي للكتلة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

6.2. توزيع رأس المال لمؤسسة «Aom invest»

الجدول رقم(04): توزيع رأس المال لمؤسسة «Aom invest»

%	مقدار رأس المال المحتفظ به	عدد الأسهم	مساهم المسار
54.21%	62830000	628300	عطار هشام
43.13%	50000000	500000	البنك الوطني الجزائري
0.02%	20000	200	زميرلي مراد
0.02%	20000	200	رحال عبد الوافي
0.02%	20000	200	يوسف شعبان
0.02%	20000	200	زميرلي مونية

0.02%	20000	200	حورية شارف
0.86%	1000000	10000	منتجع الجزائر استثمار
0.86%	1000000	10000	اليانس
0.86%	1000000	10000	ANDT(EPIC)
100%	115930000	1159300	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

كان اعتبار من 11/12/2018 رأس مال الشركة 115930000 دج أي 115900 سهم، حيث يمتلك المؤسس السيد هشام عطار 54.21% من رأس المال، وتوزع مساهمة المستثمرين المؤسسين في رأس مال الشركة على النحو التالي:

- البنك الوطني الجزائري نيابة عن صندوق الولاية الاستثماري 500000 سهم أو 43.13%.
- منتجع الجزائر للاستثماري 10000 سهم أو 0.86%.
- اليانس 10000 سهم أو 0.86%.
- يتم تقاسم الباقي بين كبار الشركاء الخمسة أي 0.10%.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

من خلال هذا الفصل سنقدم لمحة عن مؤسسة «Aom invest» وعن مشاكل التمويل التي تواجهها ودور الأسواق المالية في تمويلها، بحيث سنركز في هذه الدراسة على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما ستتم الإشارة إلى دراسة مقارنة بين بعض مؤشرات بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجزائر وتونس.

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي لبورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

1. المؤسسات المتعاملة في سوق البورصة الجزائرية

تنقسم المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية إلى قسمين: المؤسسات المدرجة ضمن سوق الأسهم، والمؤسسات المدرجة ضمن سوق السندات.

1.1. المؤسسات الجزائرية المدرجة ضمن سوق الأسهم

تندرج ضمن سوق الأسهم في بورصة الجزائر ثلاث مؤسسات وهي كما يلي:

الجدول رقم(05): المؤسسات الجزائرية المدرجة ضمن سوق الأسهم

المؤسسة	رأس المال الاجتماعي	تاريخ دخول البورصة	طبيعة أسهمها	تاريخ أول التسعير
تسيير فندق الأوراسي	شركة ذات أسهم برأس مال 1.5 مليار دج	20 جافني 2000	أسهم إسمية	14 فيفري 2000
أوم أنفست	عتبة صفقات الحجم	2018	أسهم عادية	2018
أليانس للتأمينات	شركة ذات أسهم برأس مال 800 مليون دج	2010	أسهم إسمية	2 نوفمبر 2010
بيوفارم	/	/	/	/

La source : COSOB, Rapport-annuel, COSOB, Algérie, 2021, p 52.

نلاحظ من خلال الجدول وجود ثلاث مؤسسات جزائرية مدرجة ضمن سوق الأسهم في بورصة الجزائر وهم: مؤسسة تسيير فندق الأوراسي ومؤسسة أليانس للتأمينات، أوم أنفست.

2.1. المؤسسات المدرجة ضمن سوق السندات

الجدول رقم (06): البطاقة الفنية لبعض لمؤسسات الوطنية ضمن سوق السندات البورصة الجزائرية

المؤسسة	الدخول الرسمي للبورصة	تاريخ أول إصدار	نوع السندات	نسبة سعر الفائدة للسندات	دورية قسيمة السندات
مؤسسة دحلي	2009	2009/1/11	طويلة الأجل (6سنوات)	ما بين 4% و6.75%	سنوية
المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز	2006/5/29	2005/5/25	طويلة الأجل (6سنوات)	ما بين 3.5-7%	سنوية
مؤسسة القرض السندي	2011	2010	5سنوات	ما بين 4% و6%	سنوية
مؤسسة القرض السندي حجداد	2009/12/14	2009	5سنوات	4.1%	سنوية

La source : COSOB, Rapport-annuel, COSOB, Algérie, 2021, p 53.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن هناك غياب تام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن سوق السندات البورصة الجزائرية وهذا ما يشكل معضلة حقيقية في السوق المالية الجزائرية، هذا راجع إلى نقص ثقافة السوق المالية (البورصة) لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة وعدم توفر الشروط الكافية لدخول هذه المؤسسات إلى البورصة من جهة أخرى.

ومن أجل تحليل أعمق للأداء المالي لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر قمنا بمقارنة بعض مؤشراتنا مع مؤشرات بورصة تونس في المطلب الموالي.

المطلب الثاني: مقارنة أداء بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مع نظيرتها في تونس.

فيما يلي سنقوم بمقارنة بعض مؤشرات بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مع بعض مؤشرات بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس.

1. المقارنة بين بورصة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتونس من ناحية المؤسسات المدرجة في البورصة

الجدول رقم (07): المؤسسات المدرجة في كل من بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لكل من الجزائر وتونس.

بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر		بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس	
تاريخ الإدراج	اسم المؤسسة	تاريخ الإدراج	اسم المؤسسة
2018	أوم انفتت	2007/12/24	SOPAT
-	-	2009/06/01	SERVICOM
-	-	2010/06/10	CARTAHAGE CIMENT
-	-	2012/01/25	Hexabyte
-	-	2012/50/18	AMC
-	-	2013/03/07	Land Or
-	-	2013/04/04	Ae-Tech
-	-	2013/05/09	New Body lines
-	-	2013/06/11	Syphax Air Lines
-	-	2014/01/28	SOTMAIL
-	-	2014/07/16	Tawasol GP Holding
-	-	2014/08/01	MIP
-	-	2014/12/25	Céréales
-	-	2015/10/07	Office Plast
-	-	2017/01/16	SANIMED

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ما يلي:

- سماح طلحي وآخرون، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، جوان 2020، ص 520.

• COSOB, Rapport-annuel, COSOB, Algérie, 2019, p 52.

من خلال الجدول نلاحظ أن عملية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق التونسية كانت ناجحة إلى حد بعيد، وهذا إن دل على شيء فهو يدل على ارتفاع حجم التداول في هذه السوق، أما بالنسبة لبورصة الجزائر فهناك غياب تام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا يشكل معضلة حقيقية في السوق المالية الجزائرية، بسبب نقص ثقافة السوق المالية (البورصة) لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جهة وعدم توفر الشروط الكافية لدخول هذه المؤسسات على البورصة من جهة أخرى.

2. المقارنة بين بعض مؤشرات تحليل أداء السوق لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتونس

الجدول رقم (08): بعض مؤشرات تحليل أداء السوق لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتونس.

بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر				بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس			
2017	2016	2015	المؤشرات	2017	2016	2015	المؤشرات
40.59	45.78	15.43	رسملة البورصة (مليار دج)	3330.897	3217.697	2168.625	رسملة البورصة (مليار دج)
468145	788860	2213143	حجم التداول (عدد الأسهم)	74876447	11116235 1	64539321	حجم التداول (عدد الأسهم)
30226126 0	8055004 30	1251956 825	القيمة المتداولة	17235534 8	22518541 6	18320206 2	القيمة المتداولة
438	339	259	عدد الصفقات	90818	146378	82662	عدد الصفقات

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ما يلي:

- سماح طلحي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 521-523.
- حنان سعدي، تحليل أداء سوق الأسهم لبورصة الجزائر خلال فترة (2013-2019)، المجلة الجزائرية للاقتصاد السياسي، العدد 2، جامعة الجزائر 3، جوان 2020، ص ص 80-82.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ مدى تطور رسملة السوق المالية التونسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال فترة الدراسة، وشهدت أيضا تطورا كبيرا وملموسا في عدد الأسهم المتداولة وقيمتها في الفترة (2015-2016) لتتخفف بعدها في سنة 2017، أما من حيث عدد الصفقات شهد تطورا أيضا في فترة (2015-2016) لتتخفف في سنة 2017، أما بالنسبة لبورصة الجزائر فقد شهدت رسملة السوق ارتفاعا خلال الفترة (2015-2016)، ويرجع هذا الارتفاع إلى دخول شركة بيوفارم للبورصة وسجلت سنة 2017 انخفاض في القيمة البورصية، ومن حيث حجم التداول سجلت سنة 2015 أعلى قيمة 1251956825 دج ما يعادل 2213143 سهم متداول ويرجع هذا الارتفاع إلى تداول 2073148 سهم شركة أليانس للتأمينات بقيمة 1192060060 دج ليتراجع بعدها نشاط التداول بدءا من سنة 2016 إلى غاية 2017 ويعود السبب في ذلك إلى انخفاض حجم التداول لأغلبية الأسهم المتداولة، وشهدت ارتفاع من حيث عدد الصفقات خلال فترة (2015-2017)، ويمكن القول من حيث تحليل مؤشرات بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لكل من الجزائر وتونس وأن بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتونس حققت نجاحا كبيرا بالنسبة لبورصة الجزائر.

المطلب الثالث: عوائق وعوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر

عوائق وعوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر

فيما يلي سيتم عرض أهم عوائق وعوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر

1. العوائق التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر¹

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

ويمكن تلخيص أهم التحديات التي تواجه بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية :

¹محمد حولي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 2، جامعة عنابة، سبتمبر، 2017، ص 188.

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

2. عوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر

لا شك أن الحصول على التمويل من أجل تحقيق المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لأهدافها وطموحاتها يتوجب حصولها على السيولة بالقدر اللازم وفي الوقت المناسب، لذلك فسوق رأس المال يعتبر خيار جد مناسب لها، في ظل ارتفاع تكاليف التمويل الأخرى، ويمكننا أن نكتشف أهمية إطلاق بورصة خاصة بهذه المؤسسات من خلال ما يلي:¹

- صعوبة إيفاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالشروط العامة للإدراج في السوق الرئيسي؛
- ارتفاع تكلفة التمويل البنكي وشروطه القاسية خاصة ما تعلق 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.

¹زهير بن دعاس، واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ومتطلبات تفعيلها، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، العدد 1، جامعة فرحات عباس، سطيف، ديسمبر 2018، ص 104.

المطلب الرابع: عوائد انضمام مؤسسة «Aom invest» إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

1. الزيادة في رأس مال مؤسسة «Aom invest» خلال فترة (2018-2021)

الجدول رقم(09): الزيادة في رأس مال مؤسسة «Aom invest» خلال فترة (2018-2021)

البيان	2018	2019	2020	2021
الزيادة في رأس مال المؤسسة	3000000	-	لا توجد زيادة	-الزيادة الأولى: 28753061847
				-الزيادة الثانية: 10204100

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول زيادة رأس المال بمقدار 3000000 دج في سنة 2018، أما خلال سنتي 2019 و 2020 لا توجد أي زيادة في رأس المال، وفي سنة 2021 شهدت زيادتين الزيادة الأولى في 27 أفريل 2021 بمبلغ 28753061847 دج عن طريق دمج فرق إعادة التقييم وذلك لجلب رأس المال من 170298900 دج إلى 44939800 دج، الزيادة الثانية أقرتها الجمعية العمومية غير عادية بتاريخ 10 نوفمبر 2021 أدت إلى زيادة رأس المال من 449398900 دج إلى 459603000 دج وذلك بمساهمة نقدية من المساهم (BNA) بمبلغ 50000000 دج لصالح صندوق استثمار ولاية معسكر.

2. المؤشرات المالية المصدرة من طرف مؤسسة «Aom invest»

الجدول رقم(10): المؤشرات المالية المصدرة من طرف مؤسسة «Aom invest»

البيان	2018	2019	2020
إجمالي قيمة دوران الأصول المضافة	359661745	430592957	780677284
الإيرادات	2156032	6935504	7690266
القيمة المضافة	8047885	12121248	9217660
النتيجة الصافية	1247447	750312	-3893162

-	-	-	توزيعات الأرباح لكل سهم
---	---	---	-------------------------

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- COSOB, Rapport-Annuel, COSOB, Algérie, 2019, p 30.
- COSOB, Rapport-Annuel, COSOB, Algérie, 2020, p 41.
- COSOB, Rapport-Annuel, COSOB, Algérie, 2021, p 52.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه تطور لكل من قيمة دوران الأصول المضافة والإيرادات خلال الفترة(2018-2020)، وارتفعت القيمة المضافة من سنة 2018 إلى سنة 2019 لتتخفف بعدها في سنة 2020، أما بالنسبة للنتيجة الصافية فقد انخفضت خلال فترة (2018-2019) لتصبح سالبة في سنة 2020 وهذا راجع إلى نقص مصادر التمويل مما أدى إلى عدم كفاءة مؤسسة «Aom invest» في استغلال أصولها.

3.تطور أسهم مؤسسة «Aom invest»

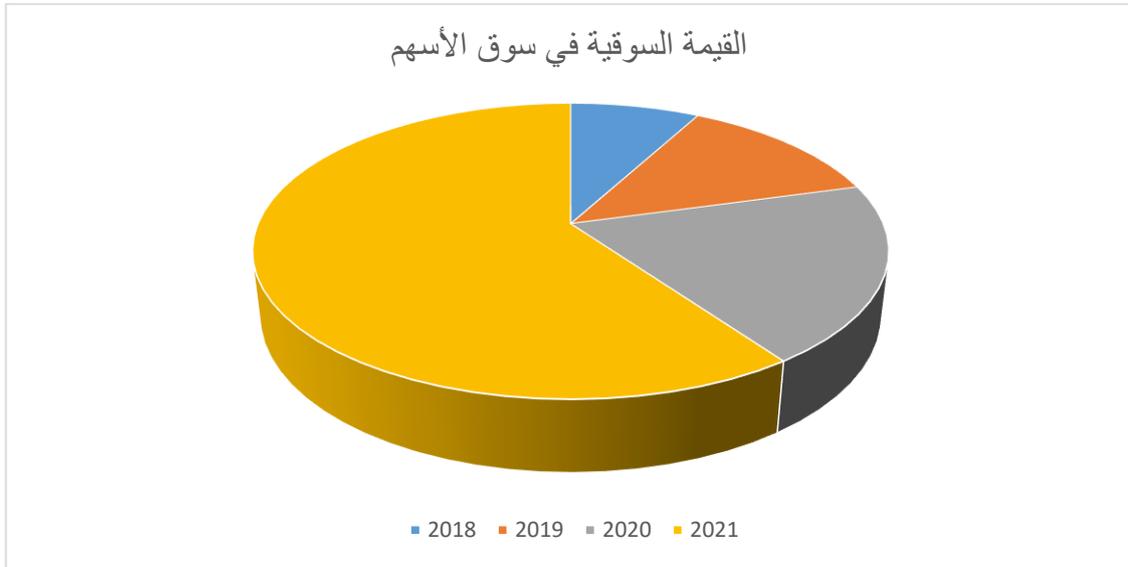
الجدول رقم(11): تطور أسهم مؤسسة «Aom invest»

2021	2020	2019	2018	البيان
4596030	1702989	1115930	1115930	إجمالي عدد الأسهم
2252054	834464	546805	334779	القيمة السوقية في سوق الأسهم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

نلاحظ من خلال الجدول ثبات عدد الأسهم خلال سنتي 2018 و 2019 بقيمة 1115930 سهم وهذا راجع إلى لقيام السوق المالي بتمويل المؤسسة والاكتتاب في أسهمها، أما خلال سنتي 2020 و 2021 نلاحظ ارتفاع عدد الأسهم بقيمة 1702989 و 4596030 على التوالي، اما بالنسبة للقيمة السوقية في سوق الأسهم فهي في تطور مستمر خلال السنوات الأربعة.

الشكل رقم (03): تطور القيمة السوقية في سوق الأسهم



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel والوثائق الداخلية للمؤسسة.

4.العائد على سهم مؤسسة «Aom invest»

يقاس العائد على السهم كما يلي:

1.4.نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة خلال السنوات (2018-2019-2020)

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح الخاص لحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

1.1.4.العائد على السهم العادي لسنة 2018

$$EPS = \frac{1247447}{1159300} = 1.07$$

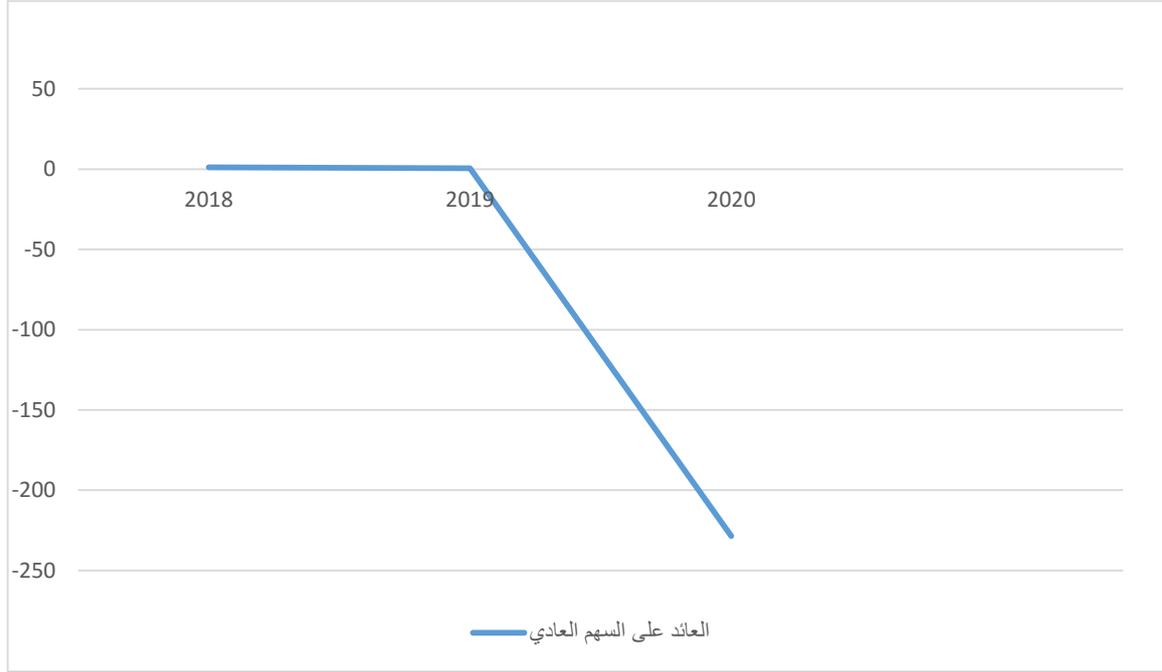
2.1.4.العائد على السهم العادي لسنة 2019

$$EPS = \frac{750312.06}{1159300} = 0.64$$

3.1.4.العائد على السهم العادي لسنة 2020

$$EPS = \frac{-3893162.03}{1702989} = -228.60$$

الشكل رقم(04): العائد على الأسهم للسنوات (2020-2019-2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel والوثائق الداخلية للمؤسسة.

يتبين لنا من خلال الشكل انخفاض العائد خلال سنتي 2018 و 2019 بقيمة 1.07 و 0.64 على التوالي وذلك لارتفاع الأسعار الفعلية لسوق الأوراق المالية، أما سنة 2020 سجلت خسارة بقيمة 228.60.

5. تحليل القوائم المالية

تعد القوائم المالية بمثابة المرآة العاكسة لصورة أي مؤسسة اقتصادية ويتمكن من خلالها كل من المساهمين والمقرضين وباقي الأطراف ذات العلاقة من تقييم أدائها، ومن خلال هذا العنصر سنحاول تحليل القوائم المالية لمؤسسة «Aom invest» لسنوات (2020-2019-2018) والمتمثلة في الميزانية العامة وجدول حسابات النتائج وقائمة التدفقات النقدية.

1.5. الميزانية

الجدول رقم(12): التغيرات التي حصلت في ميزانية الأصول لمؤسسة «Aom invest» خلال الفترة

(2020-2018)

الأصول	2018	2019	2020	نسبة التغير 2019/2018	نسبة التغير 2020/2019
الأصول الغير جارية	293695444.76	378370922.78	718612136.31	28.83%	89.92%
الأصول الجارية	65966301.71	52222034.57	62065148.03	-20.83%	18.84%

المجموع العام للأصول	359661742.47	430592957.35	780677284.34	19.72%	81.30%
----------------------	--------------	--------------	--------------	--------	--------

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

من خلال جدول التغيرات نلاحظ أن المؤسسة سجلت ارتفاع في الأصول الغير جارية سنة 2019 بنسبة قدرها 28.83% مقارنة بسنة 2018 في حين نجدها في سنة 2020 حققت أيضا ارتفاع في قيمتها بنسبة 89.92%.

أما الأصول الجارية شهدت انخفاض مستمر حيث انخفضت في سنة 2019 بنسبة قدرها 20.83% مقارنة بسنة 2018، لتسجل ارتفاعا في سنة 2020 بنسبة قدرها 14.84%.

الجدول رقم(13): التغيرات التي حصلت في ميزانية الخصوم لمؤسسة «Aom invest» خلال الفترة

(2020-2018)

الخصوم	2018	2019	2020	نسبة التغير 2019/2018	نسبة التغير 2020/2019
الأموال الخاصة	118814654.39	119564966.45	460371954.74	0.63%	285.03%
الخصوم الغير جارية	239649383.77	301604881.21	309182984.76	25.85%	2.51%
الخصوم الجارية	1197704.31	9423109.69	11122344.84	686.76%	18.03%
المجموع العام للخصوم	359661742.47	430592957.35	780677284.34	19.72%	81.30%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

من خلال جدول التغيرات أعلاه نلاحظ أن المؤسسة سجلت ارتفاع في الأموال الخاصة في سنة 2019 بنسبة قدرها 0.63% مقارنة بسنة 2018 في حين نجدها في سنة 2020 حققت 285.03%.

أما الخصوم الغير جارية شهدت هي الأخرى ارتفاع مستمر حيث ارتفعت سنة 2019 بنسبة قدرها 25.85% مقارنة بسنة 2018، لتسجل ارتفاعا في سنة 2020 بنسبة 2.51% وهذا راجع إلى ارتفاع القروض والديون المالية للمؤسسة.

أما فيما يتعلق بالخصوم الجارية نلاحظ أنها في ارتفاع سنة 2019 بنسبة قدرها 686.76% مقارنة بسنة 2018، وهذا راجع إلى الزيادة في ديون الموردين والحسابات الدائنة والديون الأخرى، في حين سنة 2020 أيضا ارتفعت بنسبة 18.03%.

2.5. جدول حساب النتائج

الجدول رقم(14): التغيرات التي حصلت في جدول حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» خلال الفترة

(2020-2018)

البيان	2018	2019	2020	نسبة التغير 2019/2018	نسبة التغير 2020/2019
إنتاج السنة المالية	91015433	33735710.73	19512111.80	-62.93%	-42.16
استهلاك السنة المالية	82967558	21614462.12	10294451.53	-73.94%	-52.37
القيمة المضافة للاستغلال	8047885	12121248.61	9217660.27	50.61%	-23.95
إجمالي فائض الاستغلال	3480276	3111726.65	99961.44	10.58%	-96.78
النتيجة التشغيلية	2714575	921265.03	(3893162.03)	-66.06%	-522.58%
النتيجة المالية	(1254980)	150000	0	-111.95%	-100%
النتيجة الصافية للسنة المالية	1247447	750312.06	(3893162.03)	-39.85	-618.87%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسة.

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن:

• نجد أن إنتاج السنة المالية سجل انخفاضا خلال سنة 2019 بنسبة قدرها 62.93% مقارنة بسنة 2018 كما نلاحظ تراجع وانخفاض في قيمته سنة 2020 بنسبة قدرها 42.16% وهذا راجع إلى الانخفاض في الإنتاج المثبت.

• أما فيما يتعلق باستهلاك السنة المالية فقد سجلت انخفاض سنة 2019 بنسبة 73.94% مقارنة بسنة 2018 ويرجع هذا إلى الانخفاض في المشتريات والارتفاع الخدمات الخارجية، وتستمر في الانخفاض سنة 2020 بنسبة 52.37%.

• وبالنسبة للقيمة المضافة للاستغلال فقد سجلت ارتفاع في سنة 2019م مقارنة بسنة 2018 بنسبة تبلغ 50.61% في حين تراجع هذه القيمة في سنة 2020 حيث انخفضت بقيمة قدرها 23.95% ويرجع هذا إلى الانخفاض في إنتاج السنة المالية.

• أما إجمالي فائض الاستغلال قد سجل نتيجة موجبة وشهد انخفاضا مستمر في سنوات الدراسة، حيث سجل انخفاض في سنة 2019 بنسبة 10.58% مقارنة بسنة 2018 ليستمر في الانخفاض في سنة 2020 بنسبة 96.78%.

• أما بالنسبة للنتيجة العملياتية سجلت انخفاضا في سنة 2019 بنسبة 66.06% لتستمر في الانخفاض في سنة 2020 بنسبة 522.58%.

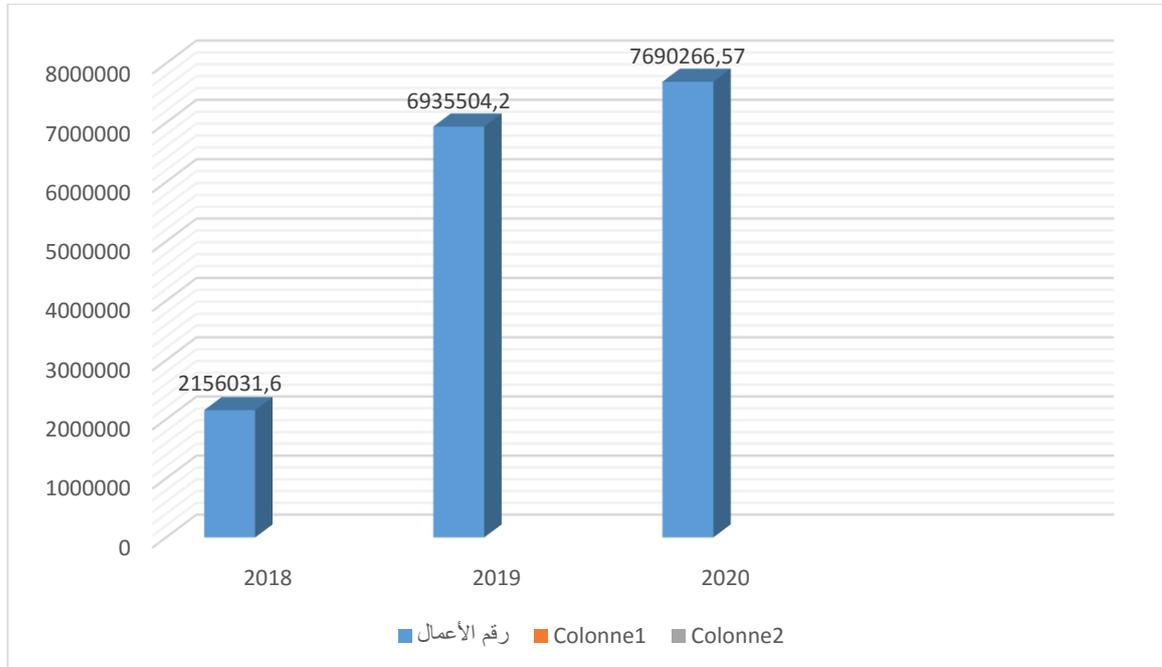
• أما النتيجة المالية قد سجلت انخفاضا في سنوات الدراسة، حيث انخفضت سنة 2019 بنسبة 111.95% مقارنة بسنة 2018 بسبب الانخفاض في الأعباء المالية، لتبقى في الانخفاض سنة 2020 بنسبة 100%.

• وبالنسبة للنتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة والتي كانت عبارة عن ربح خلال فترة الدراسة فقد شهدت انخفاضا بنسبة 39.85% خلال سنة 2019 عما كانت عليه في 2018، لتستمر في الانخفاض سنة 2020 بنسبة قدرها 618.87% وهذا نتيجة للانخفاض في النتيجة العملياتية.

✓ تطور رقم أعمال مؤسسة «Aom invest»

سيتم تمثيل رقم أعمال المؤسسة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم(05): تطور رقم أعمال مؤسسة «Aom invest»



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel والقوائم المالية للمؤسسة للفترة (2018-2020).

3.5. جدول التدفقات الخزينة لمؤسسة «Aom invest»

الجدول رقم (15): تدفقات الخزينة لمؤسسة «Aom invest»

2020	2019	2018	البيان
-38881365.85	-79930330	-23612518	صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملياتية A
-29440562.60	178071	-89194410	صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار B
63308103.55	61955497	90525203	صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل C
-5013824.90	-17796761	-22281725	تغير أموال الخزينة A+B+C
9762492.23	27559253	49840982	الخبزينة الصافية عند بداية النشاط
4600968.65	9762492	27559257	الخبزينة الصافية عند نهاية النشاط

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول تدفقات الخزينة للمؤسسة (2018-2020).

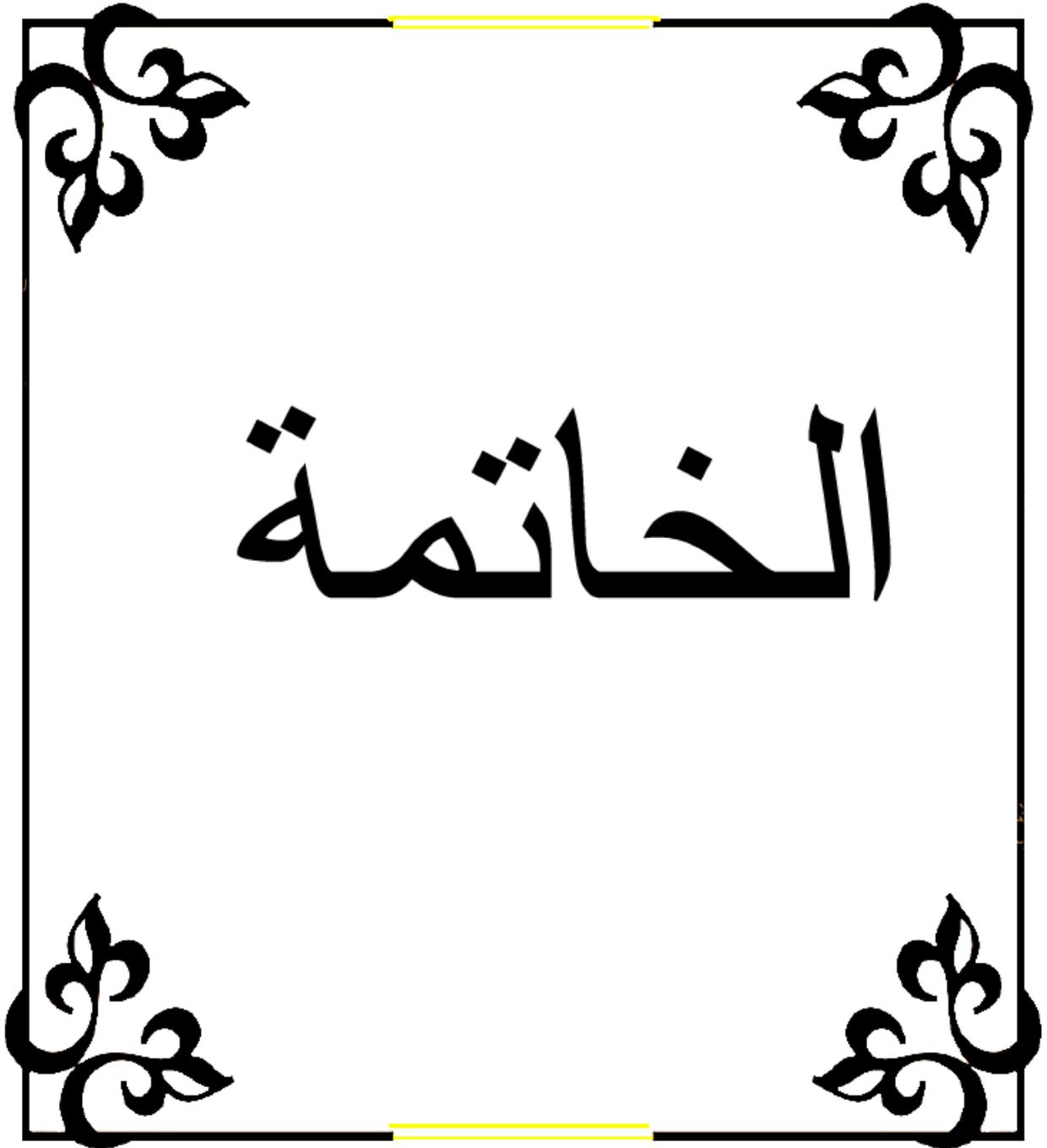
من الجدول أعلاه نسجل الملاحظة التالية:

• تغير أموال الخزينة سالبة في كل السنوات وهذا ما يدل على أن الشركة لم تستطع تمويل استثماراتها عن طريق التدفقات المتأتية من النشاط الاستغلالي، وبالتالي يجب عليها استخدام الموارد المتأتية من التنازل عن الاستثمارات أو تقوم برفع رأس مالها.

في النهاية تجدر الإشارة إلى أن هذه الدراسة المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف السوق المالي قد اقتصر على التمويل بالأسهم العادية فقط، ويمكن اكتشاف أهمية إطلاق بورصة خاصة بهذه المؤسسات من خلال تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من توسيع أنشطتها وتقوية مركزها التنافسي ومن أهم التحديات التي واجهتها ضعف خبرتها بكيفية التعامل في البورصة، يمكن القول أن بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لم تستند من المصادر التمويلية التي يتيحها السوق، والدليل على ذلك بمقارنتها مع البورصة التونسية، هذا راجع لانخفاض حجم التداول مما أدى إلى انخفاض العائد على السهم.

خلاصة:

حاولنا من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري للدراسة على الجانب التطبيقي، وذلك بهدف التعرف على دور الأسواق المالية في تمويل مؤسسة «Aom invest»، حيث تم عرض منهج وأدوات الدراسة وتقديم مؤسستي الدراسة المتمثلتين في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومؤسسة «Aom invest»، وقد ركزت دراستنا على أداء بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر و المقارنة بينها وبين بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس، وعوائق وعوامل جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر و عوائد انضمام مؤسسة «Aom invest» إلى بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومن أهم النتائج المتوصل إليها: نقص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر هذا ما أدى إلى انخفاض أدائها المالي، وان مؤشرات بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تونس كانت ناجحة إلى حد بعيد مقارنة بمؤشرات بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر تواجه تحديات وعلى الرغم من ذلك لها عوامل جذب، وتعتمد مؤسسة «Aom invest» على مصدر تمويلي واحد وهو التمويل بالأسهم العادية وهذا ما أدى إلى انخفاض العائد، ومن جهة أخرى يمكن للمؤسسة الحصول على فرص تمويلية مثل القروض البنكية وقد خلصنا إلى أن مؤسسة «Aom invest» تحصل على بدائل تمويلية من البورصة تتكيف مع طموحاتها وأن بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصدر تمويلي للمؤسسة.



الخاتمة:

من خلال دراستنا لموضوع دور الأسواق المالية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة توصلنا إلى أن الأسواق المالية لها أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لدورها الأساسي في تمويل هذه المؤسسات لكي تحافظ على ديمومتها ونموها، ويفضل أهدافها الواضحة من خلال جذب مصادر تمويلية، اتضح أن لبورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور رئيسي في تمويل مؤسسة «Aom invest» لاستقاداتها من التمويل بالأسهم العادية ورفع كفاءتها بسبب خضوعها لآليات الرقابة التي تفرضها البورصة على الشركات المقيدة.

عند تطبيق المفاهيم النظرية على مؤسسة «Aom invest» توصلنا إلى أن هذه المؤسسة تفتقر إلى مصادر تمويلية، غير أن مصادر التمويل الحديثة حظيت بالاهتمام الأكبر، ولتمويل هذه المؤسسة تم الاعتماد على مصادر التمويل التي تتيحها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

1. نتائج الدراسة

أ. النتائج النظرية

تم التوصل إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- بالرغم من تعدد تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المعايير المعتمدة لتعريفها، إلا أنه لا يوجد حاليا تعريف موحد وشامل لهذه المؤسسات وهو ما يعد من الأمور الصعبة.
- إن تعدد مصادر التمويل وتنوعها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يعني توفر بدائل كافية وملائمة لهذه المؤسسات.

• يعتبر سوق الأسهم لبورصة الجزائر الموجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فرصة لحصول هذه المؤسسات على مصادر تمويلية لاستثماراتها، ما يساعد على تنشيط التداول في البورصة.

ب. النتائج التطبيقية

تم التوصل من خلال الدراسة الميدانية إلى النتائج التالية:

- الفرضية الأولى: تعتمد مؤسسة «Aom invest» لتلبية احتياجاتها التمويلية على التمويل قصير الأجل، وهو ما يؤكد صحة الفرضية " من أهم العقبات التي تواجه مؤسسة «Aom invest» في تلبية احتياجاتها التمويلية نقص مصادر التمويل وخاصة التمويل طويل الأجل ".

• الفرضية الثانية: تعاني مؤسسة «Aom invest» من نقص التمويل ويظهر هذا من خلال هذه الدراسة، إذ تعتمد بشكل كبير على التمويل بالأسهم العادية فقط، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية " من أهم العقبات التي تواجه مؤسسة «Aom invest» عوائق عند قيامها بالاستثمار في بورصة الجزائر نقص مصادر التمويل التقليدية وخاصة القروض البنكية ".

- **الفرضية الثالثة:** انضمام مؤسسة «Aom invest» إلى السوق المالي لم يلبي احتياجاتها التمويلية بشكل كبير وهو ما ينفي صحة الفرضية " ساهمت السوق التمويلية في حل مشكلة الفجوة التمويلية التي تعاني منها مؤسسة «Aom invest» ".
 - **الفرضية الرابعة:** عدم توفر مؤسسة «Aom invest» على طرق وأساليب لتفعيل السوق المالي من أجل رفع عائدها المالي، وذلك نتيجة انخفاض العائد للسنوات (2018-2019-2020) بقيمة 1.07 و 0.64 و 228.60- على التوالي، وهو ما ينفي صحة الفرضية " سجلت مؤسسة «Aom invest» ارتفاع في العائد على السهم خلال الفترة (2018-2020) ".
 - بمقارنة بعض مؤشرات تحليل أداء السوق الجزائرية مع أداء السوق التونسية في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الأسواق المالية، نجد أن الجزائر أضعف من تونس في هذا المجال.
 - بعد انضمام مؤسسة «Aom invest» لبورصة الجزائر شهدت تطور في قيمة السهم خلال فترة (2018-2020).
 - تراجع تطور رأس المال والعائد على السهم لمؤسسة «Aom invest» ابتداء من فترة (2019-2020) على الرغم من تطور قيمة السهم.
 - شهدت مؤسسة «Aom invest» ضعفا في الأداء المالي خلال الفترة الممتدة (2018-2020).
 - على الرغم من إتاحة الفرص التمويلية أمام مؤسسة «Aom invest»، إلا أنها لم تحصل على تمويل إلا بالأسهم العادية ولم تحقق عوائد عالية وأرباح كبيرة.
- ## 2. الإقتراحات
- ضرورة توفير موقع سهل الوصول إليه يحتضن مختلف مؤسسات وهيئات السوق مع ضرورة التفكير في إنشاء مدينة مالية.
 - 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.
 - تدريب أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على قواعد القيد والتداول في السوق.
 - اهتمام السوق المالي بالجانب الاستثماري وتشجيع الاستثمارات.
 - الإعفاء من الضريبة ومصاريف الإدراج التي قد ترافق دخولها للبورصة.
 - تفعيل أداء سوق رأس المال عموما، واستقطاب الاستثمارات الأجنبية، باعتبار أن التعامل على هذه الأوراق قد يرفع من سيولة السوق.
 - معرفة بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بثقافة السوق المالية التونسية.

3. آفاق الدراسة

بعد الانتهاء من معالجة إشكالية بحثنا ودراسة مختلف جوانبها، والتي نرجو أن نكون قد وفقنا في تقديمها ومناقشتها ومراجعتها بصورة مقبولة، وعليه يمكن التطرق مستقبلا إلى:

- دور البنوك الخاصة في توفير البدائل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛
- اعتماد التمويل التشاركي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر: تجارب دولية؛
- أهمية البنوك الإسلامية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر؛



المراجع باللغة العربية:

1. الكتب:

1. حسن خلف فليح، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
2. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
3. رباح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
4. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007.
5. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، 2005.
6. عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010.
7. عبد الله خبابة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013.
8. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.

2. أطروحات:

1. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.

3. المذكرات:

1. أمين كعواش، تقسيم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ضل برنامج الظل الاقتصادي-حالة ولاية جيجل-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجيستر في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل-، 2013/2014.
2. زليخة بلعطار، أثر إدراج الشركات في البورصة على أدائها المالي-دراسة حالة شركة NCA «ROUIBA»، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجيستر في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل-، 2014/2015.

3. ياسر عبد الرحمن، تقييم دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من ظاهرة البطالة، حالة ولاية جيجل، مذكرة تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير بعلوم التسيير، تخصص تسيير الموارد البشرية جامعة -جيجل-، الجزائر، 2014/2013.

4.المجلات العلمية:

1. الحبيب مكاي، كريمة بابا حامد، البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 2، -جامعة المسيلة-، سبتمبر 2017.
2. بلقاسم زايري، العناقيد الصناعية كاستراتيجية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 7، جامعة سطيف، 2007.
3. حنان سعدي، تحليل أداء سوق الأسهم لبورصة الجزائر خلال فترة (2013-2019)، المجلة الجزائرية للاقتصاد السياسي، العدد 2، جامعة الجزائر 3، جوان 2020.
4. زهير بن دعاس، واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ومتطلبات تفعيلها، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، العدد 1، جامعة فرحات عباس، سطيف، ديسمبر 2018.
5. سماح طلحي وآخرون، دور السوق المالية البديلة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة تونس، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، جوان 2020.
6. سهام بن دعاس، مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية، مجلة المفكر للدراسات القانونية والسياسية، العدد 3، جامعة محمد لمين دباغين، سبتمبر 2021.
7. محمد البشير بن عمر، عبد اللطيف طيبي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (كتوجه شامل مقارنة بين التمويل الوضعي والإسلامي)، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 3، جامعة الوادي، 2012.
8. محمد آدم، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد، 59، 2001.
9. محمد حولي، خالد إدريس، أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 2، جامعة عنابة، سبتمبر، 2017.
10. نور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، العدد 11، جامعة الدكتور يحي فارس-المدية-، جانفي 2014.
11. ياسر عبد الرحمن، عماد الدين براشن، قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، واقع وآفاق، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 3، جامعة جيجل الجزائر، جوان 2018.

5. الملتقيات:

1. مصطفى دعوادي، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، يومي 6-7 ديسمبر، 2017.

6. المواقع الإلكترونية:

1. الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، COSOB.

<https://www.cosob.org>.

2. موقع مؤسسة «Aom invest».

<https://aom-invest.com>.

7. القوانين :

1. المادة 4 من القانون رقم 18/1، مؤرخ في 12/12/2001، متضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد 77 الصادر في 15/12/2001.

المراجع باللغة الأجنبية:

1. الكتب:

1. Hervè juvin, **les marchés financiers**: voyage au cœur de la finance mondiale. Ed.d'Organisation, paris, 2004.

2. المذكرات:

1. Djoummana Remidi, **le marché boursier algérien contraintes et perspectives**, diplôme De magister en sciences économique Option « monnaie- finance- banque », tizi ouzou, 2013.

2. Jan de kok et autre, **Do SME' create more and better jobs**, Report prepared by EIM for the European Commission DG Enterprise and industry, Brussels, European Commission, 2011.



الملحق رقم (01): أصول مؤسسة «Aom invest» لفترة (2017-2018)

Machine Translated by Google

AOM INVEST SPA
ÉTATS FINANCIERS
AU 31 DÉCEMBRE 2018

BILAN ACTIF					
	Remarques	Montants bruts ET	Amortisse et des provisions ET	Montants Filets 2018 ET	Montants Filets 2017 ET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles		300 000	117 867	182 133	21 800
Immobilisations corporelles	3	69 558 668	2 553 179	67 005 489	67 862 452
Immobilisations en cours		226 372 822	-	226 372 822	137 513 411
Immobilisations financières		1 135 000	-	1 135 000	1 000 000
		<u>297 366 490</u>	<u>2 671 046</u>	<u>294 695 444</u>	<u>206 397 663</u>
ACTIFS COURANTS					
Clients		-	-	-	-
Autre débiteurs	4	20 146 772	-	20 146 772	3 247 494
Impôts et assimilés	5	17 260 272	-	17 260 272	8 159 481
Disponibilité et assimilés		27 559 257	-	27 559 257	49 840 982
Trésorerie		64 966 301	-	65 966 301	61 247 947
		<u>109 672 322</u>	<u>-</u>	<u>103 872 302</u>	<u>113 435 404</u>
TOTAL GENERAL ACTIF		<u>382 332 791</u>	<u>2 671 046</u>	<u>359 661 745</u>	<u>267 645 610</u>

الملحق رقم (02): خصوم مؤسسة «Aom invest» لفترة (2017-2018)

BILAN PASSIF			
	Remarques	2018 ET	2017 ET
CAPITAUX PROPRES			
Capital social		115 930 000	112 930 000
Réserves		53 645	16 104
Résultat net		1 247 447	750 803
Report à nouveau		1 583 565	870 303
		<u>118 814 657</u>	<u>114 567 210</u>
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt CMT BNA		183 525 203	96 000 000
Autres dettes non courantes		56 124 181	56 124 181
		<u>239 649 384</u>	<u>152 124 181</u>
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		65 873	45 000
Impôts	6	672 565	764 097
Autres dettes	7	459 266	145 122
		<u>1 197 704</u>	<u>954 219</u>
TOTAL GENERAL PASSIF		<u>359 661 745</u>	<u>267 645 610</u>

الملحق رقم (03): حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2017-2018)

	2018	2017
	ET	ET
Chiffre d'affaire	2 156 032	1 613 210
Production immobilisée	88 859 411	30 452 147
PRODUCTION DE L'EXERCICE	91 015 443	32 065 357
Achats consommés	79 816 351	26 277 730
Services extérieurs et autres consommation	8 3 151 207	3 381 463
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	82 967 558	29 659 193
VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION	8 047 885	2 406 164
Frais du personnel	4 519 878	940 166
Impôts, taxes et versements assimilés	9 10 47 731	32 841
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 480 276	1 433 157
Autres produits opérationnels	243 312	-
Autres charges opérationnels	112 384	10 308
Dotations aux amortissements	3 896 629	445 080
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	2 714 575	977 769
Charges financières	1 254 980	-
RÉSULTAT FINANCIER	(1 254 980)	-
RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS	1 459 595	977 769
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	212 148	228 968
RÉSULTAT DE L'EXERCICE	1 247 447	750 803

الملحق رقم(04): جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2017-2018)

	2018	2017
	ET	ET
Résultat de la période	1 247 447	750 803
Ajustements pour :		
Amortissements	896 629	445 080
Variations des créances et emplois assimilés	(26 000 079)	(351 567)
Variations des fournisseurs et autres dettes	243 485	(3 298 545)
Variations impôts différés	-	-
FLUX PROVENANT DES ACTIVITÉS OPÉRATIONELLES	(23 612 518)	(2 454 226)
Encaissement sur cession d'immobilisations corporelles	-	(535 360)
Décaissements sur acquisition d'immobilisations encours	(89 059 410)	(30 452 148)
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières	(135 000)	-
FLUX PROVENANT DES OPÉRATIONS D'INVESTISSEMENT	(89 194 410)	(30 987 508)
Augmentation du capital	3 000 000	-
Encaissement d'emprunts bancaires	87 525 203	48 000 000
Encaissement et blocage du compte courant d'associé	-	9 490 000
FLUX PROVENANT DES OPÉRATIONS DE FINANCEMENT	90 525 203	57 490 000
VARIATION DE TRÉSORERIE DE LA PÉRIODE (A+B+C)	(22 281 725)	24 048 266
Trésorerie d'ouverture	49 840 982	25 792 717
Trésorerie de clôture	27 559 257	49 840 983
VARIATION DE TRÉSORERIE DE LA PÉRIODE	(22 281 725)	24 048 266

الملحق رقم(05): اختلاف الأسهم

	Capital Social	Réserve	Report à nouveau et résultats
	ET	ET	ET
SOLDE AU 31 DÉCEMBRE 2016	112 930 000	16 104	870 303
Résultat net de l'exercice	-	-	750 803
SOLDE AU 31 DÉCEMBRE 2017	112 930 000	16 104	1 621 106
Résultat net de l'exercice	-	-	1 247 445
Augmentation du capital	3 000 000	-	-
Réserves	-	37 541	(37 541)
SOLDE AU 31 DÉCEMBRE 2018	115 930 000	53 645	2 831 010

الملحق رقم(06): أصول مؤسسة «Aom invest» لفترة (2018-2019)

BILAN

AU 31/12/2019

ACTIF	Note	Brut 2019	Amort- Prov2019	Net 2019	Net 2018
ACTIF					
ACTIFS NON COURANTS					
<u>Immobilisations incorporelles</u>	4.1	300 000,00	160 866,67	139 133,33	182 133,33
<u>Immobilisations corporelles</u>	4.2	110 013 773,26	3 410 141,28	106 603 631,98	67 005 489,46
Terrains		64 468 760,00		64 468 760,00	64 468 760,00
Bâtiments					
Autres immobilisations corporelles		45 545 013,26	3 410 141,28	42 134 871,98	2 536 729,46
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		271 493 157,47		271 493 157,47	226 372 821,97
<u>Immobilisations financières</u>	4.3	135 000,00		135 000,00	135 000,00
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		135 000,00		135 000,00	135 000,00
Impôts différés actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT		381 941 930,73	3 571 007,95	378 370 922,78	293 695 444,76
ACTIF COURANT					
Stocks et encours					
Créances et emplois assimilés					
Clients					
Autres débiteurs	4.4	20 281 718,42		20 281 718,42	20 146 772,06
Impôts et assimilés	4.5	22 177 823,92		22 177 823,92	17 260 271,98
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					1 000 000,00
Trésorerie	4.6	9 762 492,23		9 762 492,23	27 559 253,67
TOTAL ACTIF COURANT		52 222 034,57		52 222 034,57	65 966 297,71
TOTAL GENERAL ACTIF		434 163 965,30	3 571 007,95	430 592 957,35	359 661 742,47



الملحق رقم (07): خصوم مؤسسة «Aom invest» لفترة (2018-2019)

BILAN

AU 31/12/2019

PASSIF	Note	Net 2019	Net 2018
PASSIF			
CAPITAUX PROPRES			
Capital Social		115 930 000,00	115 930 000,00
Primes et réserves		116 016,76	53 644,50
Ecarts de réévaluation			
Résultat net		750 312,06	1 247 445,20
Report à nouveau		2 768 637,63	1 583 564,69
TOTAL I	5.1	119 564 966,45	118 814 654,39
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	301 604 881,21	239 649 383,77
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		301 604 881,21	239 649 383,77
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.3	5 559 911,37	65 872,74
Impôts	5.4	2 003 110,45	672 565,19
Autres dettes	5.5	1 860 087,87	459 266,38
Trésorerie Passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		9 423 109,69	1 197 704,31
TOTAL GENERAL PASSIF		430 592 957,35	359 661 742,47



الملحق رقم(08): حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2018-2019)

Compte de Résultats

AU 31/12/2019

Désignation	Note	2019	2018
Chiffre d'affaires	6.1	6 935 504,20	2 156 031,60
Variation stocks produits finis et en-cours			
Production immobilisée	6.2	26 800 206,53	88 859 410,86
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		33 735 710,73	91 015 442,46
Achats consommés	6.3	13 611 096,92	79 816 351,42
Services extérieurs et autres consommations	6.4	8 003 365,20	3 151 207,64
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		21 614 462,12	82 967 559,06
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		12 121 248,61	8 047 883,40
Charges de personnel	6.5	8 805 641,66	4 519 877,61
Impôts, taxes et versements assimilés	6.6	203 880,30	47 731,00
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		3 111 726,65	3 480 274,79
Autres produits opérationnels	6.7	1 034,68	243 311,82
Autres charges opérationnelles	6.8	1 291 533,75	112 383,88
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	899 962,55	896 629,22
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
V- RESULTAT OPERATIONNEL		921 265,03	2 714 573,51
Produits financiers	6.10	150 000,00	
Charges financières			1 254 980,31
VI- RESULTAT FINANCIER		150 000,00	-1 254 980,31
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		1 071 265,03	1 459 593,20
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		320 952,97	212 148,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES			
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES			
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		750 312,06	1 247 445,20
Eléments extraordinaires (produits)			
Eléments extraordinaires (charges))			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		750 312,06	1 247 445,20



BILAN
AU 31/12/2020

ACTIF	Note	Brut 2020	Amort-Prov 20	Net 2020	Net 2019
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	4.1.1	149 000,00	75 750,00	73 250,00	139 133,33
Immobilisations corporelles	4.1.2	723 383 762,24	4 844 875,93	718 538 886,31	106 603 631,98
Terrains		74 000 000,00		74 000 000,00	64 468 760,00
Bâtiments		580 594 000,00	2 350,00	580 591 650,00	
Autres immobilisations corporelles		68 789 762,24	4 842 525,93	63 947 236,31	42 134 871,98
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours					271 493 157,47
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants					135 000,00
Impôts différés actif					
TOTAL ACTIF NON COURANT		723 532 762,24	4 920 625,93	718 612 136,31	378 370 922,78
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.2.1	45 500,00		45 500,00	
Créances et emplois assimilés					
Clients	4.2.2	2 844 525,95	435 605,00	2 408 920,95	
Autres débiteurs	4.2.3	25 291 664,36		25 291 664,36	20 281 718,42
Impôts et assimilés	4.2.4	29 718 094,07		29 718 094,07	22 177 823,92
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	4.2.5	4 600 968,65		4 600 968,65	9 762 492,23
TOTAL ACTIF COURANT		62 500 753,03	435 605,00	62 065 148,03	52 222 034,57
TOTAL GENERAL ACTIF		786 033 515,27	5 356 230,93	780 677 284,34	430 592 957,35



الملحق رقم (10): خصوم مؤسسة «Aom invest» لفترة (2019-2020)

BILAN
AU 31/12/2020

PASSIF	Note	Net 2020	Net 2019
CAPITAUX PROPRES			
Capital Social		170 298 900,00	115 930 000,00
Primes d'émission		1 631 100,00	
Réserves		153 532,36	116 016,76
Ecart de réévaluation		287 530 618,47	
Résultat net		-3 893 162,03	-750 312,06
Report à nouveau		3 481 434,09	2 768 637,63
Impact Résultant des corrections comptable		1 169 531,85	
TOTAL I	5.1.	460 371 954,74	119 564 966,45
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		308 912 984,76	301 604 881,21
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		270 000,00	
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5.2.	309 182 984,76	301 604 881,21
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.3.1	7 167 225,14	5 559 911,37
Impôts	5.3.2	474 758,29	2 003 110,45
Autres dettes	5.3.3	3 480 361,41	1 860 087,87
Trésorerie Passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		11 122 344,84	9 423 109,69
TOTAL GENERAL PASSIF		780 677 284,34	430 592 957,35



الملحق رقم (11): حساب النتائج لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2019-2020)

COMPTE DE RESULTATS

AU 31/12/2020

Libellé	Note	2020	2019
Chiffre d'affaires	6.1.2	7 690 266,57	6 935 504,20
Variation stocks produits finis et en-cours			
Production immobilisée		11 821 845,23	26 800 206,53
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		19 512 111,80	33 735 710,73
Achats consommés		6 920 439,90	13 611 096,92
Services extérieurs et autres consommations		3 374 011,63	8 003 365,20
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	6.2.1	10 294 451,53	21 614 462,12
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		9 217 660,27	12 121 248,61
Charges de personnel	6.2.2	8 343 089,96	8 805 641,66
Impôts, taxes et versements assimilés	6.2.3	774 608,87	203 880,30
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		99 961,44	3 111 726,65
Autres produits opérationnels		5 525,07	1 034,68
Autres charges opérationnelles	6.2.4	256 666,83	1 291 533,75
Dotations aux amortissements et aux provisions		3 741 981,71	899 962,55
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
V- RESULTAT OPERATIONNEL		-3 893 162,03	921 265,03
Produits financiers			150 000,00
Charges financières			
VI- RESULTAT FINANCIER			150 000,00
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		-3 893 162,03	1 071 265,03
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			320 952,97
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES			
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES			
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-3 893 162,03	750 312,06
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-3 893 162,03	750 312,06



الملحق رقم (12): جدول تدفقات الخزينة لمؤسسة «Aom invest» لفترة (2019-2020)

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE

Période du 01/01/2020 au 31/12/2020

Désignation	Note	2020	2019
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Encaissements reçus des clients		4 925 730,74	8 253 250,0
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		-33 926 544,45	- 78 867 265,0
Intérêts et autres frais financiers payés		-94 998,38	- 94 555,9
Impôts sur les résultats payés			- 212 148,0
autres encaissements		-1 432 277,90	18 025 201,0
autres décaissements		-8 353 275,86	- 27 034 812,0
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		-38 881 365,85	- 79 930 330,0
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)		- 38 881 365,85	- 79 930 330,0
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-29 440 562,60	- 971 928,0
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières			
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			1 000 000,0
Intérêts encaissés sur placements financiers			150 000,0
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)		-29 440 562,60	178 071,0
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectués			
Encaissements provenant d'emprunts		63 308 103,55	247 129 440,0
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées			- 185 173 943,0
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)		63 308 103,55	61 955 497,0
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités			
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		- 5 013 824,90	- 17 796 761,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		9 762 492,23	27 559 253,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		4 600 968,65	9 762 492,0
Variation de trésorerie de la période		-5 161 523,58	- 17 796 761,0



الملحق رقم (13): اختلاف الأسهم

Tableau de Variation des Capitaux Propres

Période du 01/01/2020 au 31/12/2020

Désignation	Note	Capital	Prime	Impact	Ecart de	Réserves	Total
		Social	d'émission	des correction	Réévaluation	et résultat	Capit
Solde au 31 décembre N-2		115 930 000				2 884 654	118 81
Changement de méthodes comptables							
Corrections d'erreurs significatives							
Réévaluation des immobilisations							
Dividendes payés							
Augmentation de capital							
Résultat net de l'exercice						750 312	750
Solde au 31 N-1		115 930 000				3 634 966	119 56
Réévaluation des immobilisations					287 530 618		287 53
Changement de méthodes comptables							
Corrections d'erreurs significatives				1 169 532			1 169
Dividendes payés							
Augmentation de capital		54 368 900	1631 100				56 000
Résultat net de l'exercice						-3 893 162	-3 893
Solde au 31 décembre N		170 298 900	1631 100	1 169 532	287 530 618	-258 196	460 37



الملحق رقم(14): المؤشرات المالية لرؤوس الأوراق المالية (2017-2018)

Indicateurs financiers des émetteurs de titres de capital (en Dinars)

		Total actif	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Resultat net	Dividende par action
Groupe SAIDAL	2018	39 574 343 961	10 317 577 775	4 898 058 445	1 174 214 390	40,5
	2017	48 318 944 590	10 265 897 771	4 949 152 809	1 376 295 647	45
Chaîne EGH Aurassi	2018	11 362 669 460	2 721 919 757	2 090 836 147	439 611 183	30
	2017	11 581 590 569	2 828 910 650	2 212 763 177	549 187 994	40
Alliance Assurances	2018	8 450 417 519	5 002 372 638	2 351 590 813	462 355 810	45
	2017	8 203 294 588	4 802 292 423	2 038 725 423	432 140 991	45
NCA Rouiba	2018	10 069 231 214	5 936 615 369	1 226 328 441	-275 035 966	--
	2017	8 694 763 694	5 659 391 237	1 182 872 203	-702 610 250	--
Biopharm	2018	55 386 781 342	63 055 121 574	13 193 162 047	7 524 939 378	115
	2017	48 592 810 680	58 567 782 393	11 885 027 007	6 498 667 964	100
AOM Invest	2018	359 661 745	2 156 032	8 047 885	1 247 447	--
	2017	267 645 610	1 613 210	2 406 164	750 803	--

الملحق رقم(15): المؤشرات المالية لرؤوس الأوراق المالية (2019-2020)

Indicateurs financiers des émetteurs de titres de capital (en Dinars)

		Total Actif	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Résultat net	Dividende par action
Groupe SAIDAL	2020	37 293 447 457	9 124 250 542	4 625 504 105,11	253 900 683	00
	2019	40 434 178 877	9 392 750 935	4 787 033 868	793 514 004	25
Chaîne EGH Aurassi	2020	10 424 908 232	807 893 889,78	514 474 921,07	-660 648 992	--
	2019	11 133 677 820	2 055 810 623	1 479 647 324	22 512 054	--
Alliance Assurances	2020	11 613 485 720,44	3 720 316 682,74	2 118 250 978,60	481 034 583,54	32
	2019	9 915 360 362	4 200 362 112,18	2 369 460 340	482 089 559	50
Biopharm	2020	74 336 414 142	71 474 874 053	14 694 466 799	5 570 193 316	115
	2019	66 699 749 546	67 665 732 681	14 464 323 677	7 604 485 307	115
AOM Invest	2020	780 677 284	7 690 266	9 217 660	-3 893 162	--
	2019	430 592 957	6 935 504	12 121 248	750 312	--