

الخصوصية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ملخص

تختص دراسة الجانب المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالعديد من الخصوصيات الواجب مراعاتها نظرا لاختلاف طبيعة، سلوك و قرارات التمويل في هذا النوع من المؤسسات بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى، و سنحاول في هذا البحث إبراز مجال الانحراف عن النظرية المالية المعيارية، ثم إبراز المفاضلات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل خصوصيتها تجاه عدم تماثل المعلومات، الحجم و الخطر.

أ. ياسين العايب
كلية العلوم الاقتصادية
وعلوم التسيير
جامعة منتوري قسنطينة
الجزائر

تلعب

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا فعالا في مختلف الاقتصاديات نظرا لعددها الكبير الذي يساعد على امتصاص البطالة، ويساهم بنسبة حيوية في الناتج الداخلي الخام، فضلا عن ذلك الدور تعتبر تلك المؤسسات كنواة ومهد لكل الصناعات والمؤسسات الكبيرة، وعلى الرغم من ذلك الدور الذي تلعبه واهتمام السلطات العمومية بسبل ترقيتها، إلا أن الأبحاث المتعلقة بها لا زالت في بداياتها إذ أنه إلى يومنا الحاضر لا توجد قاعدة نظرية تسمح بتوسيع الأبحاث النظرية والتطبيقية حول هذا النوع من المؤسسات؛ لاسيما الإطار النظري المتعلق بالجانب المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

اهتمت العديد من الأبحاث بتفسير الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية في نهاية عشرية

Résumé

Le sujet de financement de la petite et moyenne entreprise présente plusieurs spécificités qui nécessitent leurs prises en considérations dans les études, car la nature, le comportement et les décisions de financement sont différents par rapport aux grandes entreprises. Nous essaierons dans ce cadre de démontrer leurs distorsions de la théorie financière moderne; et de leurs choix financier, ceci dans le cadre de leurs spécificités vis-à-vis d'une asymétrie informationnelle, de la taille et du risque de défaillance.

الخمسينيات، بدءاً بأطروحة ميلر ومودغلياني (1958) حول حيادية الهيكل المالي في التأثير على قيمة المؤسسة، وتزايدت تلك الدراسات مع مطلع السبعينيات أين انصبحت حول دراسة المداخل المفسرة للسلوك المالي للمؤسسة الاقتصادية، إلا أن ذلك الاهتمام لم يوجه إلى المؤسسة الصغيرة والمتوسطة نظراً لصعوبة مقارنتها مع المؤسسات الكبيرة من حيث العديد من المعايير الكمية، كالحجم ونسبة المساهمة في السوق، ومن حيث المعايير النوعية؛ كنظام الاتصال و المعلومات، مما يجعل منها مجالاً خاصاً للدراسة ولا يمكن اعتبارها حتى من أصغر المؤسسات الكبرى.

نهدف من خلال هذا البحث إلى إبراز وتحليل المجالات التي ينظر من خلالها إلى عدم ملائمة تطبيق النظرية المالية الحديثة على المؤسسة الصغيرة ومتوسطة الحجم، ومن ثم تحديد الضوابط التي تحكم سلوكها المالي، الذي يخضع إلى التدرج في المصادر المتاحة من التمويل.

تدور إشكالية هذا البحث حول التساؤل التالي:

هل تختص المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بخصائص تحول دون تطبيق النظرية المالية الحديثة عليها؟

وتتدرج تحت هذا التساؤل الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي مجالات انحراف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة عن النظرية المالية الحديثة؟
- ماهي آثار تلك الخصوصيات على الهيكل المالي وقرارات التمويل؟
- هل للحجم علاقة بالمفاضلات التمويلية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة؟ وهل للحجم آثار على عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

للوصول إلى الأهداف المرجوة والإجابة على التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي و منهج دراسة الحالة، كما قمنا بتقسيم العمل إلى ثلاثة محاور، يتناول المحور الأول انحراف دراسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن النظرية المالية الحديثة، أما في المحور الثاني فقمنا بدراسة المفاضلات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومنطق التدرج الذي يحكم تلك المفاضلات، وخصصنا المحور الثالث لدراسة خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجاه عدم تماثل المعلومات والعجز.

1. انحراف دراسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن النظرية المالية الحديثة

منحت السلطات العمومية في مختلف الدول أهمية بالغة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة مع بداية عشرية السبعينيات التي تميزت بكثرة الأبحاث حول هذا النوع من المؤسسات، إلا أن ذلك الاهتمام لم يترجم بنفس الأهمية على الجانب المالي

، وبقيت العديد من التساؤلات بدون إجابة (Breal 91) خاصة فيما يتعلق بدراسة الهيكل المالي ومحدداته في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. يرى Vincent Colot و Michel (1) أنه يمكن النظر إلى الانحراف وعدم تلائم النظريات المالية الحديثة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال ثلاثة زوايا أساسية وهي: التنوع، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والانحراف عن نظرية الوكالة.

1.1. التنوع

أكد DUKE (1992) أنه لا يمكن تطبيق نموذج تقييم المؤسسة لـ GORDON-SHAPIRO على المؤسسات الصغيرة ومتوسطة، لارتكازه على مبدأ القيمة الحالية للتوزيعات المقدمة إلى المساهمين بصفة دورية. وإذا تعلق الأمر بتوضيحات رأس المال المخاطر فإن مبدأ التنوع يفقد مدلوله بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة وأن منح الأموال في هذه الحالة يُعنى بشروط تحتم على المستثمر التخصص في الميادين التكنولوجية، وحتى التخصص جغرافياً، وهو ما لا يتلاءم مع هذا النوع من المؤسسات، فالمستثمر يقوم بتوجيه نشاط المؤسسة بهدف رفع مردودية أمواله المستثمرة؛ وعلى هذا الأساس فهو يفضل الاستثمار في الأنشطة ذات الربحية العالية، وحسب Watzel و FREAR فإن شركة رأس المال المخاطر تقوم بتوجيه نشاطها نحو الأنشطة التي تتميز بالتغيرات التكنولوجية العالية نظراً لما تحققه من مردودية قد تصل إلى نسبة 32%، كما قد تطلب تلك الشركات تغيير المحل الجغرافي للنشاط، ولتقليل الخطر في مجال الاستثمار تلزم عدم التنوع في التوضيحات على عدة قطاعات (محلية وأجنبية)؛ بهدف عدم تشتيت اهتماماتها بل يفضل الاستفادة من خبرة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في ميدان محدد(2).

تعتبر محفظة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضعيفة وقليلة التنوع بالمقارنة مع محفظة المؤسسات الكبيرة، مما لا يساعد على دخولها في إطار النظرية المالية الحديثة، إذ تمثل أسهم المؤسسة العنصر الوحيد المكون للمحفظة المالية(3)، فهي بذلك لا تستفيد من إيجابيات التنوع، وبالإضافة إلى ذلك قد تتأثر المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بعوامل أخرى لا تمكنها من تحديد المردودية الحقيقية لنشاطها؛ نظراً لضعف أو غياب نظام المعلومات والاتصال، هذا الذي يساعد على إمكانية تحويل الثروة أو جزء من العوائد في شكل اقتطاعات غير نقدية من طرف المسيرين، وهو ما يؤثر على قيمة المؤسسة وعوائدها، كما يؤثر على هيكل التمويل ومن ثم على قرارات المؤسسة وملكية رأس المال(4).

2.1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing , CAPM)

يظهر نموذج تقييم الأصول الرأسمالية عند التوازن لشارب علاقة خطية وموجبة بين العائد المتوقع للأصل المالي والخطر المنتظم (خطر السوق) الذي يتعرض له ذلك الأصل، ولا يمكن للمستثمر تفاديته أو توزيعه مما يفرض عليه ضرورة المطالبة بتعويضه عن طريق العائد المنتظر، فهذا الخطر إذن يتعلق بحساسية عوائد الأصل

المالي بالنسبة لمخاطر السوق؛ أي أن خطر الأصل المالي يتناسب مع حساسية عائده المنتظر.

أثبتت BANZ أن المؤسسات المتماثلة من حيث معامل الخطر بيتا (β) معامل قياس الخطر المنتظم) تحقق في المتوسط عائد يفوق العائد المحقق من طرف المؤسسات الكبيرة، وهناك عدة دراسات حاولت تفسير أثر الحجم على العائد المنتظر للمؤسسة، إلا أن نموذج CAPM في مفهومه يظهر غير قادر على معالجة ذلك الأثر، وهذا القصور ناتج عن طبيعة اقتصادية أكثر منها إحصائية (5)؛ أي أن المعامل بيتا β لا يتضمن العوامل الأخرى المفسرة للحجم، وبما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتضمن نشاطها مخاطر أكبر بالمقارنة مع المؤسسات الكبيرة، فذلك الخطر لا يمكن قياسه من خلال المعامل بيتا الذي يتكون من قيم مؤسسات كبيرة ومدرجة بالسوق المالي، مما يؤثر على سيولة قيمها أيضا و المتمثلة أساسا في الأسهم والديون؛ لأنها غير متداولة بصفة منتظمة، فتكون سيولتها بذلك أقل من سيولة المؤسسات الكبرى. و على اعتبار أن غالبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير مسجلة بالبورصة فذلك يؤثر أو يعيق عملية تقييمها جماعيا، و تتعاظم آثار هذا القيد بزيادة تركيز رأس المال الذي يجعل من خروج المستثمرين عملية جد صعبة وهو ما يتطابق تماما مع وضعية هذه المؤسسات التي غالبا ما تكون مملوكة كليا من طرف شخص واحد.

إذا تعلق الأمر بتمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالقروض البنكية فالمقرض و نظرا لنقص ثقته في المقاول ومحاولته التقليل من حدة المخاطر، يفرض عليه توفير ضمانات وكفالات للحصول على الائتمان؛ لأن المؤسسة تتحمل خطر غير قادرة على تعويضه بواسطة العائد الذي تحققه أصولها في الأجل المتوسطة، وذلك خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة الأمر الذي يضاعف من انحراف موضوع تمويلها حسب Mc Mahon عن النظرية المالية المعيارية (6).

3.1. الانحراف عن نظرية الوكالة

ساهمت نظرية الوكالة في تفسير هيكل تمويل المؤسسة الاقتصادية المسجلة في السوق المالي، إلا أنه هناك العديد من الأبحاث النظرية والتطبيقية الدالة على عدم ملائمة النظرية في تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. حيث تبين هذه النظرية أن العقد المبرم بين الإدارة والأطراف الأخرى المساهمة في تمويل المؤسسة تفرز عدة تكاليف للوكالة بما في ذلك تكلفة العقد، تكاليف الرقابة المطبقة من طرف الممولين والتكاليف المتعلقة بتحريض الإدارة على البحث عن تحقيق المردودية، وعموما يمكن إدراج كل تلك التكاليف في تكاليف الإجراءات المتخذة من أجل تمكينها من الوفاء بكافة التزاماتها التعاقدية تجاه الممولين.

تمثل نظرية الوكالة لدى بعض الاقتصاديين أساس اعتماد الإدارة على التمويل الذاتي؛ بهدف تجنب كافة التكاليف المنجزة عنها (7)، فهي لا تعتبر قيد في حد ذاتها؛ بل علاقات الصراع المنجزة عن إبرام عقد التمويل هي المحرض الأساسي للإدارة على انتهاج هذه السياسة (8).

على أساس اعتبار المؤسسة بمثابة مجال للعقود و الصراع بين عدة أطراف تعمل من أجل تحقيق و تعظيم المصلحة الشخصية لا مصلحة الموكل (المساهم)، وبما أن المؤسسة الصغيرة عادة ما يكون رأس مالها مملوك كلياً من قبل المسير الذي يتخذ كافة القرارات بكل حرية، فإن علاقة الوكالة والصراع بين المالك والمسير الذي لا يعمل لصالح الموكل قد لا تجد مكاناً لها في هذه الحالة (9). ومع ذلك قد تظهر علاقات الصراع خاصة في المؤسسات العائلية حتى وإن كانت صغيرة (10)، كما قد تظهر تلك العلاقة حتى في المؤسسة الصغيرة جداً وخاصة في تلك التي تتميز بالتطور السريع (النمو السريع) أو الموروثة من قبل أفراد العائلة، أين يقومون بتعيين وكيل ينوب عنهم في اتخاذ القرارات داخل المؤسسة (11).

فإذا كانت بعض الدراسات قد استخلصت نتائج مهمة في تفسير نظرية الوكالة للسلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كدراسة Suret و Gagnon ؛ فهناك أبحاث أخرى تجريبية قد نفت و شككت تماماً في قدرتها على تحقيق ذلك التفسير؛ حيث أبطل تحقيق NORTON آثار هذه النظرية بالنسبة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة (12)، وهو نفس ما أكده Farber و Michel (13)، و يرجع ذلك بالدرجة الأولى وفقاً لهما إلى خصائص محيط هذه المؤسسات؛ الذي يتميز بعدم الشفافية و غياب وسائل الاستعلام عن الإدارة والمؤسسة، وذلك بسبب عدم وجود سوق مالي خاص بهذا النوع من المؤسسات، وعدم القدرة على التأكد من المعلومات الموفرة من طرف الإدارة و سوق العمل حول كفاءة هذه الأخيرة. في ظل هذه الوضعية لا تتمكن البنوك و موردي رؤوس الأموال من إحكام الرقابة على تصرفات الإدارة، وعلى غرار ذلك أثبت LANDSTRÖM عجز النظرية في تحديد علاقة الارتباط بالوكالة بين المسير والمالك، وأكد أن العقود المبرمة واتساع مجال التعاون بينهما غير محدد بتاتا بكثافة الرقابة على المسير من طرف الموكل (14).

وعلى هذا الأساس ورغم ما ساهمت به النظرية في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الكبرى، إلا أن الواقع التجريبي والنظري قد أثبت عجزها في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛ نظراً لخصوصية هذا النوع من المؤسسات وانحراف مجال دراسته عن النظرية المالية المعيارية، الأمر الذي يستدعي في الوقت نفسه البحث عن مداخل أخرى للتفسير مراعية للخصوصيات سالفة الذكر.

2. المفاضلات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تندرج عدة أسباب وعوامل تحدد لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى استخدام مصدر معين من المصادر المتاحة للتمويل دون مصدر آخر، وسنحاول في هذا الإطار إبراز منطق المفاضلات التمويلية و العوامل المحددة لكل مصدر من المصادر المتاحة.

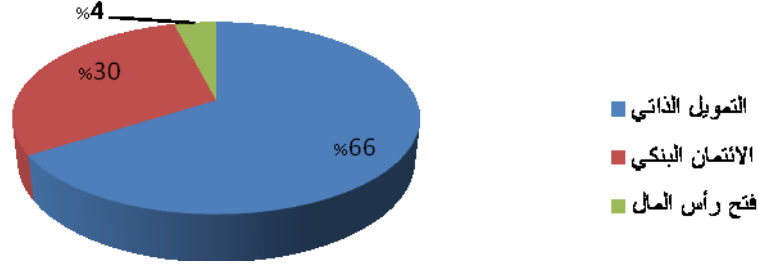
1.2. التدرج في مصادر التمويل

تهدف غالبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الحفاظ على مستوى معين من التوسع و النمو(15)، وتترجم تلك الخصوصية على الهيكل المالي من خلال التدرج في مصادر التمويل بدءا بالاعتماد على التمويل الذاتي و تجنب المصادر الأخرى إلا في حالة عدم كفاية ذلك المصدر.

انطلاقا من التسليم بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تتبع هدف التوسع، فإن احتياجاتها التمويلية في المدى المتوسط وطويل الأجل تكون بسيطة(16)، وهو بدوره ما يساهم في فرض ذلك التدرج في مصادر التمويل نظرا لما يحققه من إيجابيات على سلوك المسيرين في تعظيم ربحيتهم عن طريق التحكم بين الاستهلاكات الشخصية و تعظيم قيمة المؤسسة.

أكدت العديد من الدراسات على أن معدل النمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بطئ، كدراسة BENOIT و SASSENOU (17)، اللذان وجدوا أن 44% من المؤسسات الصغيرة و 48.8% من المؤسسات المتوسطة لها معدل نمو للاستثمار معدوم وذلك سنة 1992 (نسبة الاستثمار إلى رقم الأعمال السنوي)، وأن 27.4% من المؤسسات الصغيرة و 42.9% من المؤسسات المتوسطة تحقق معدل نمو محصور بين 2% و 5%. ومهما كانت طبيعة أو درجة التوسع فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتبع سياسة المفاضلة بين المصادر المتاحة للتمويل بدءا بالاعتماد على المصادر الداخلية، المتمثلة في الأرباح غير الموزعة و الاحتياطات كما يضاف إليهما أيضا تحويل جزء من ثروة المسير لخدمة المؤسسة عن طريق تخفيض الأجر الذي يتقاضاه أو منح أجور للعاملين أقل من الأجر المتوسط في سوق العمل، كما قد تلجأ الإدارة إلى الاقتراض دون فائدة من العائلة والأقارب (18)(رأس المال الملائكي). وفي حالة عدم كفاية التمويل الذاتي على سد الاحتياجات المالية للمؤسسة، تلجأ هذه الأخيرة إلى المصادر الخارجية مع تفضيل الاستدانة على فتح رأس المال. يبين الشكل التالي نتائج تحقيق لـ WITTERWULGHE حول مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية سنة 1994.

شكل رقم 1 : مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

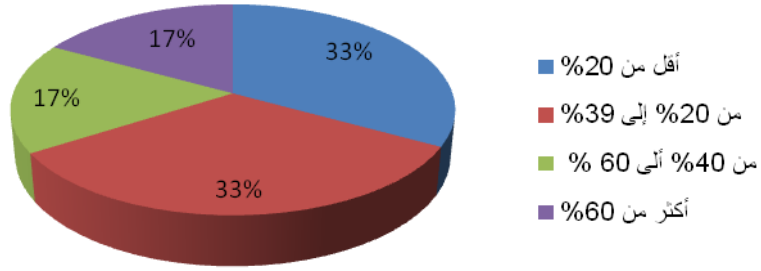


Source: WITTERWOLGHE R., op cit, p125.

يبين الشكل البياني أن اللجوء إلى التمويل الذاتي من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يسيطر بنسبة 66% على إجمالي المصادر الأخرى ويأتي التمويل عن طريق الائتمان البنكي وفقاً للتدرج في مصادر التمويل في المرتبة الثانية بنسبة 30%، يليه التمويل بالشراكة بكل أنواعها بنسبة 4%، وهو ما يدعم مبادئ نظرية التدرج في مصادر التمويل، والتي تكتسي أهمية بالغة لدى هذا النوع من المؤسسات الذي يختص بميزة خاصة؛ ترجع حسب WITTERWOLGHE إلى متطلبات التوسع، إذ أن المؤسسة مادامت ترغب في الحفاظ على مستوى معين من النمو والتنافسية وبعيدا عن السياسات الاحتكارية، وتجنب تدخل أطراف أخرى في اتخاذ القرار؛ فهي تفضل المحافظة أيضا على التمويل الذاتي بدلا من المصادر الأخرى.

تلجأ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في حالة عدم كفاية المصادر الذاتية إلى الاعتماد على الاقتراض؛ سواء تعلق الأمر بالقروض البنكية أو الائتمان التجاري، إذ وجد Witterwulghe من خلال عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العاملة ببلجيكا سنة 1994، أن استنادة مؤسسات العينة (نسبة الدين إلى إجمالي الأصول) أكبر من استنادة المؤسسات التي توظف أكثر من 500 عامل، كما وجد أن 66% منها ذات نسبة استنادة تقل عن 40%، في حين لا تمثل المؤسسات التي تفوق نسبة استنادتها 60% إلا 17% من إجمالي مؤسسات العينة، والشكل البياني التالي يوضح ذلك.

شكل رقم 2: تصنيف المؤسسات حسب نسبة الدين.



Source: WTTERRWOULGHE R., op cit, p130.

تترجم النسب المبينة في الشكل البياني صعوبة الحصول على الائتمان من طرف هذا النوع من المؤسسات من جهة ، و الرغبة في تحقيق الاستقلالية وسهولة الاعتماد على التمويل الذاتي من جهة ثانية وذلك بالمقارنة مع المصادر الخارجية للتمويل، حتى وان اثر ذلك على مستوى نموها الذي يتميز بالبطء ، وهي نفس النتائج التي توصلت إليها LEVRATTO من خلال دراسة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا سنة 1990(19).

نتيجة للقيود المفروضة من قبل البنوك على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و المتمثلة في إقصائها من التمويل، تلجأ تلك المؤسسات بهدف التوسع إلى فتح رأسمالها أمام شركاء جدد بما في ذلك شركات رأس المال المخاطر التي تعتبر الشريك المؤسسي و الأساسي نظرا للدعم الفني والمالي الذي يقدمه لها مع حفاظها على الاستقلالية بعد مرور فترة العقد المحددة بسبعة سنوات كأقصى حد.

ي طرح اللجوء إلى فتح رأس مال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إشكالية التقليل من الاستقلالية في مجال اتخاذ القرارات، وهو ما يفتح مجالا واسعا لنشأة علاقة الوكالة و الصراع بين المسير المالك والمساهمين الجدد، ومع الدائنين في حالة اللجوء إلى الاستدانة، وهو بدوره ما يؤدي إلى نشأة تكاليف للوكالة بهدف كبح ميولات المسير على تعظيم مصلحته الشخصية عن طريق الاقتطاعات غير النقدية على حساب مصلحة المساهمين الجدد، وتتعاظم قيمة تكاليف الوكالة في ظل انعدام سوق مالي كفؤ لمثل هذا النوع من المؤسسات والعاجز على توفير معلومات شفافة تجنب تكاليف الوكالة.

2.2. منطوق التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يخضع التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى عدة عوامل وضوابط تتحكم في الاختيار و المفاضلة بين المصادر المتاحة تبعاً لمنطق التدرج، وسنحاول في هذا الإطار إبراز العوامل المتعلقة بكل مصدر على حدة.

1.2.2. العوامل المحددة للتمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي كافة المصادر الداخلية التي يمكن اللجوء إليها من طرف الإدارة لسد الحاجة من الأموال، وتستند هذه الآلية إلى عدة عوامل نوجزها في مايلي:

1.1.2.2. تجنب تكاليف الوكالة

يرى Jensen أن تكاليف الوكالة تنشأ نتيجة لانفتاح المؤسسة على مصادر أخرى للتمويل إلى جانب التمويل الذاتي، وعند تركيز رأس المال لدى المسير و هو الشكل الغالب للملكية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، يتخلص هذا الأخير من إمكانية نشأة الصراع بينه وبين الملاك الآخرين، وكما سبق و أن بينا في المبحث الأول (الانحراف عن نظرية الوكالة) أن هذه النظرية ظهرت كنتيجة لعدم اقتضار مصادر التمويل على التمويل الذاتي فقط. وعليه فسد العجز بواسطة استخدام الموارد الذاتية للمؤسسة يجنب ويقصي تكاليف الوكالة (تكاليف رقابة الأطراف الأخرى على نشاط المؤسسة).

2.1.2.2. تحقيق الاستقلالية

يعد اللجوء إلى الموارد الذاتية بمثابة المصدر الأساسي المساعد على تحقيق الاستقلالية للمسير في توجيه قرارات المؤسسة(20)، وهذه الأخيرة بدورها تنطوي على عوامل موضوعية وأخرى ذاتية. تتمثل العوامل الموضوعية في سهولة تطبيق إجراءات التمويل الذاتي سواء كان ذلك عن طريق الاقتطاع من نتيجة الدورة أو اللجوء إلى الحسابات الشخصية للشركاء ، كما يرى المسير أن اللجوء إلى التمويل الذاتي دون تكلفة (لأن هذا الأخير في الواقع يفرز تكلفة الفرصة الضائعة)، وعلى هذا الأساس فالتمويل الذاتي يجنب التقليل من إمكانيات تركيز رأس المال لدى المسير أو الأطراف المالكة (أفراد العائلة أو الشركاء القدامى أصحاب فكرة الإنشاء).

أما العوامل الذاتية التي تقف وراء اللجوء إلى التمويل الذاتي في سد العجز فتتمثل في تحقيق الحرية في مجال اتخاذ القرار، لأن القرار المتعلق بعدم الانفتاح على مصادر أخرى يتخذه المسير فردياً، أي دون اللجوء إلى أطراف أخرى، فيؤدي ذلك إلى تباطؤ معدل النمو، الإجراء الذي يتعارض و أهداف أفراد العائلة الآخرين أو الورثة، وهذه السياسة قد تؤدي إلى تصفية المؤسسة أو بيعها بسبب تأثير النتائج المحققة على نسبة التوزيعات على المساهمين(21)، وكذلك بسبب الاقتطاع من نتيجة الدورة لتلبية الاحتياجات إلى التمويل، نظراً لكونها تساعد على زيادة مبلغ الضريبة وعدم الاستفادة من الوفورات الضريبية التي يحققها الرفع المالي.

2.2.2. العوامل المحددة للجوء إلى المصادر الخارجية

تحكم التمويل عن طريق اللجوء إلى المصادر الخارجية عدة ضوابط ترتكز بالدرجة الأولى على عمر المؤسسة و أهدافها خلال كل مرحلة من مراحل نموها،

فحسب دراسة لـ شولمان و بيترسون (PETERSON،SHULMAN) 1987 حول مؤسسات لاثني عشرة دولة، وجدا أن اللجوء إلى القروض البنكية يمثل دالة موجبة في عمر وحجم المؤسسة ودرجة تطور البلد الذي تنشط فيه(22). كما وجدا أن اللجوء إلى السحب على المكشوف وقروض الموردين يعتبر بمثابة الشرط الضروري لاستمرارية المؤسسة في مرحلة الانطلاق. لأن البنوك غالبا ما لا تمنح الائتمان متوسط وطويل الأجل إذا لم تتمكن من تقدير مردودية تلك المؤسسات و ذلك في ظل عدم شفافية المعلومات المقدمة من قبلها و نقص الضمانات والأموال الخاصة، خاصة إذا تعلق الأمر بأنشطة ذات مخاطر مرتفعة. في حين ينظر المورد إلى تلك المؤسسات على أنها زبائن مستقبلية مما يفرض عليه تحسين علاقته بها و احتكار أكبر قدر ممكن منها، فتسهيلات الموردين تعتبر بذلك المصدر المكمل للقروض البنكية.

يعتبر اللجوء إلى الاستدانة كأول مصدر خارجي تلجأ إليه المؤسسة نظرا لفرز التمويل المباشر لتكاليف إضافية ثابتة ومتغيرة ؛ كعمولات السمسرة، الرسوم والإشهار، و هي من أهم عوائق فتح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لرأسمالها. وهو ما يميز الاستدانة عن فتح رأس المال و إضافة إلى ذلك تخضع عوائد الأسهم إلى الضريبة قبل وبعد التوزيع بينما تحقق الاستدانة مزايا ضريبية تتمثل في خصم المصاريف المالية من النتيجة الخاضعة للضريبة.

بين EDWARDS و COOLEY من خلال دراسة حول أثر المزايا الضريبية على قرارات مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند اللجوء إلى الاستدانة أن هناك عدد قليل منهم من يتبع ذلك السلوك بهدف تحقيق المزايا الضريبية(23)، بقدر ما يتبعونه لتحقيق مزايا الاستقلالية الجزئية. بينما يرى WITTERWULGHE أن ميزة الوفر الضريبي التي تحققها الاستدانة لا يمكن تعميمها في كل الدول نظرا لاختلاف الأنظمة الجبائية و اختلاف معدلات الضريبة من دولة إلى أخرى(24)، كما أن نتائج الدراسات قد تختلف حسب suret بسبب اختلاف طبيعة العينات المستخدمة في الدراسات من حيث عدد العمال و القطاع الذي تنتمي إليه تلك المؤسسات من جهة و اختلاف طرق الدراسات من جهة ثانية(25).

تتأثر أيضا نسبة استدانة المؤسسة بعلاقة هذه الأخيرة بالبنك حيث كلما كانت قوية وأكثر شفافية من جهة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة كلما زادت إمكانية الحصول على الائتمان. وينظر إلى الشفافية من حيث حسن نظام المعلومات ونزاهة الدفاتر المحاسبية المقدمة من طرف المؤسسة للبنك.

إلى جانب العوامل سالفة الذكر يرى F.JANSSAN أن هناك عوامل أخرى نفسية تحكم قرارات المؤسسة و تقودها نحو الاستدانة، وتتمثل في تحقيق الاستقلالية النسبية ، وأن تلك العوامل النفسية قد لا تتضمن تحقيق الربحية بقدر ما تتضمن الاستمرار في التسيير الفردي للمؤسسة ، تحقيق الذات، السلطة وتعظيم الاقتطاعات الشخصية(26).

3. خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجاه عدم تماثل المعلومات و العجز

إلى جانب انحراف موضوع تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة عن النظرية المالية المعيارية و طبيعتها الخاصة تجاه التدرج في مصادر التمويل فإن لهذه الأخيرة ميزة خاصة تختص بها تجاه عدم تماثل المعلومات و إمكانية العجز بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى أو تلك المسجلة بالسوق المالي.

1.3. خصوصية عدم تماثل المعلومات لدى المؤسسة الصغيرة والمتوسطة

يلعب سعر الفائدة على الأموال المقترضة دورا فعالا في خلق التوازن بين العرض والطلب على الأموال في ظل سوق يتميز بعدم الكفاءة، وفي ظل غياب المعلومات الشفافة، فإن العارض يستعمل عدة معدلات للفائدة ترتبط بالعوامل النفسية والتنبؤية لوضعية الطالب، أي أنه في ظل عدم تماثل المعلومات يقدم البنك عدة معدلات للفائدة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لديها صعوبة في توفير معلومات تفي باحتياجات السوق و حتى أن توفرت تلك المعلومات قد يتردد المسير في التصريح بها ويرجع ذلك حسب المعهد الأوربي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى خشية الإدارة وقوع تلك المعلومات تحت يد المنافسين أو لدى المصالح الجبائية(27). كما قد لا تتوفر لدى الإدارة الوسيلة المستخدمة للتصريح والإشارة عن وضعية المؤسسة، فنوعية المعلومة في هذا النوع من المؤسسات مرتبطة بنوعية المسير أو الجهة المنتجة لها، وهو سبب عدم شفافيتها وعدم كمالها في غالب الأحيان.

يبرز من خلال اختلاف الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة واختلاف تكلفة المصادر الخارجية للتمويل أن المعلومة التي تحوزها الإدارة عن وضعية المؤسسة تختلف عن المعلومات التي بحوزة الغير، إذ أكد WILLIAMSON أن المعلومة لدى المسير تكون أوفر، أدق وأحسن من المعلومات التي بحوزة الغير، عكس المؤسسات الكبرى التي يوفر عنها السوق المالي معلومات قد تكون أحسن من تلك الموفرة من قبل الإدارة، نظرا لكونها خاضعة لقواعد صارمة وشفافة، في حين إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نادرا ما تكون مسجلة بالسوق المالي مما لا يفرض عنها النشر الدوري و الإجمالي للمعلومات، وهو ما يبين أن هناك فعلا عدم تماثل للمعلومات بين الإدارة والممولين فيما عدا المؤسسات التي هي في طور الإنشاء لأن الإدارة في حد ذاتها غالبا ما لا تتوفر على جميع المعلومات المتعلقة بظروف السوق والقدرة التنافسية و إمكانية الحصول على الأموال.

على أساس اعتبار أن الإدارة تمتلك معلومات أوفر وأفضل من تلك المحصلة من طرف البنوك، فإن عدم تماثل المعلومات قد يلعب دورا ايجابيا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ما يتعلق بإمكانية حصولها على الائتمان لأن البنوك لا تتمكن من تصنيفها من حيث قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاهها و في نفس الوقت يساعد عدم تماثل المعلومات على تعقيد العلاقة بينهما؛ لأن البنك ينتهج أسلوب الحذر في دراسة الوضعية المالية لطالب القرض، مما يؤدي إلى الوصول إلى تخصيص القرض (28)، بسبب صعوبة تقدير إمكانية العجز المتوقعة الذي يترجم تحت عدة أشكال كرفع سعر الفائدة أو تخفيض المبلغ المطلوب.

2.3. تحليل علاقة العجز بالحجم

يعتبر الحجم وفقاً لـ Desreuneu (1992) أهم عامل مؤثر من الناحية التنظيمية على المؤسسة، وهذا الحكم المسبق على آثار الحجم في المؤسسة الاقتصادية ما هو إلا تأكيد للنتائج التي توصلت إليها مدرسة ASTON (1962-1969) والمتمثلة في أن الحجم من الناحية التنظيمية يشكل أهم عامل من بين العوامل المؤثرة في هيكل المؤسسة، بينما ذهب Mintzberg (1982) إلى أبعد من ذلك إذ يرى أن الحجم يمثل العامل الوحيد في التأثير على هيكل المؤسسة (29)، وعليه فإن المؤسسات الكبرى تتميز بأكثر تنظيماً و تخصص لأنشطتها و مهام فريقها الإداري.

بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى، تتعرض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى مخاطر أكبر ناتجة عن سلوك فريقها الإداري وعن عدم تماثل المعلومات، فإذا تعلق الأمر بمنح قرض لها من طرف البنك فإن هذا الأخير يحتاط أكثر من احتياطه عند إبرام اتفاقية قرض مع مؤسسة كبرى (30)، ويرجع ذلك حسب Mause (31) إلى تركيز جميع القرارات المتعلقة بتخصيص القرض لدى شخص واحد وهو المسير المالك، وإذا كانت تلك القرارات غير صائبة أو تفتقر إلى الدراسات المحكمة و المتعلقة بدراسات الجدوى و المردودية، فإن الأموال المقترضة لن تسترجع، مما يؤدي بالمقرض إلى فرض ضمانات يتم توفيرها من الثروة الشخصية للمسير بالإضافة إلى ضمانات أخرى كأصول المؤسسة (32)، وذلك بهدف تعويض الخطر المتعلق بعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بقيمة القرض (33).

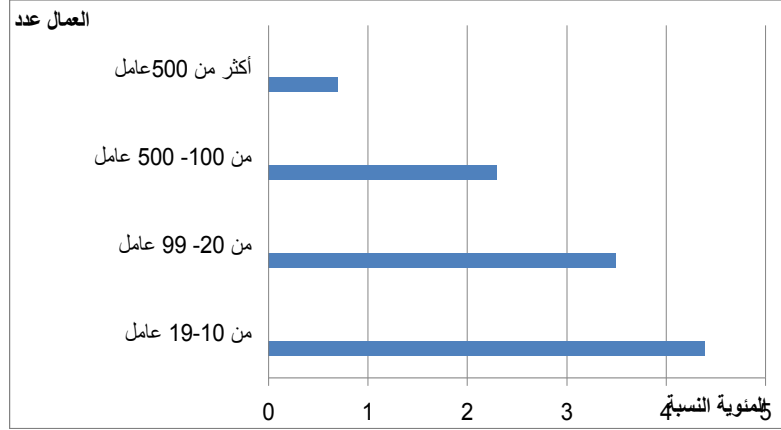
يعتبر الخطر دالة موجبة في تطور المؤسسة، أي أنه يزداد حسب كل مرحلة من مراحل دورة حياة المؤسسة، و مع ذلك فإن مرحلة الانطلاق تعد أهم مرحلة يبرز فيها الخطر المتعلق بعدم القدرة على السداد خاصة إذا تعلق الأمر بقروض التمويل المسبق، والتي تعتبر بمثابة الإمضاء على بياض وكذلك هو (34) الحال بالنسبة لتمويل الابتكارات المعتمدة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفقاً لـ Mc ADAM و A.FARBER (35) إن 60 % من المشاريع الممولة من طرف البنوك سنة 1993 قد توقفت في مرحلة الأبحاث، و 90 % منها فشلت في مراحل مختلفة من تطور عينة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العاملة بمجال الابتكارات التكنولوجية.

قدر J.LACHMAN معدل العجز لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المراحل الأولى من حياتها بنسبة 50 % (36)، وهو ما يفسر نفور البنوك من تمويل هذا النوع من المؤسسات لطبيعتها الخاصة تجاه الخطر والعجز، وهو ما يفسر أيضاً عدم نجاعة تلك المصادر، وظهور مصادر حديثة للتمويل في العديد من الدول بما في ذلك الجزائر، تراعي خصوصية موارد مؤسسات التمويل وخصوصية استخدامات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كشركات رأس المال المخاطر وشركات التمويل بالإيجار.

أكدت دراسة لمركزية الميزانيات بفرنسا أن هناك علاقة عكسية بين الحجم والعجز (37)، ففي الفترة الممتدة من 1987-1989، وجد أن 14.3 % من المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة لديها سكور (Z^2 SCORE) (38) غير مقبول، بينما وجد أن 11% فقط من المؤسسات الكبرى كان لديها سكور غير مقبول. وفي دراسة مماثلة لـ Roger Machart (39)، حول عينة مكونة من مؤسسات صغيرة والمتوسطة وجد أن 22.6% من المؤسسات التي توظف أقل من 20 عامل لديها نظام تنقيط Z^2 غير مقبول بينما هذه النتيجة لا تمس إلا 17% من المؤسسات التي توظف من 400 إلى 500 عامل.

شكل رقم 3: معدل العجز للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 1992 (فرنسا)



Source : Psilaki M., op cit, p75.

ما يلاحظ من الشكل البياني أن معدل العجز (40) يزداد بانخفاض حجم المؤسسة (وفقا لمعيار حجم العمالة)؛ حيث لا تمثل نسبة العجز في المؤسسات التي يفوق عدد عمالها أكثر من 500 عامل إلا نسبة قليلة جدا، لا تتجاوز 0.7%، في حين تمثل نسبة العجز في المؤسسات الصغيرة أكثر من 4%، وهو ما يؤكد النتائج السابقة والعلاقة العكسية بين الحجم والعجز.

على الرغم من ارتفاع معدل العجز لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى نظرا للعوامل المتعلقة بالحجم، إلا أن هذا الأخير قد يؤثر إيجابيا على نسب المردودية؛ التي تتأثر عكسيا بالحجم نظرا لمقدرة المؤسسة الصغيرة على الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي، وما يضعف من فترة حياتها يرجع إلى عدم قدرتها على التحكم في المصاريف المالية بسبب كثرة الاستدانة ونقص الأموال الخاصة (41)، أما أسباب عدم قدرتها على التحكم في المصاريف المالية فترجع إلى عدم استخدامها لطرق وتقنيات التسيير كالتنبؤ، التحليل المالي و تقييم المشاريع.

3.3 المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضحية لحجمها

كما سبق وأن بينا أن المؤسسات ذات الحجم الصغير قد تكون نسب مردوديتها أعلى من نسب المردودية بالمؤسسات الكبرى إلا أن لصغر الحجم عدة سلبيات قد

تؤدي إلى توقف نشاط المؤسسة، ففي معظم المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم لا يملك مسيروها (ملاكها) محافظ لأصول متنوعة؛ حيث تتكون ثروتهم من أسهم المؤسسة فحسب، وهو ما لا يمكنهم من توزيع الخطر وعدم الاستثمار إلا في الأنشطة المعتادة والمعروفة من قبلهم، مما يؤدي إلى ارتفاع التكاليف وإمكانية العجز التي تزداد بزيادة عدم القدرة على تحقيق نتائج كفيلة بتغطية التكاليف الناتجة عن الاستغلال(42).
بما أن قيم (أسهم وسندات) المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير قابلة للتداول بسبب عدم وجود سوق مالي لهذا الصنف من المؤسسات في أغلب دول العالم، فالهجم يؤثر إذن على سيولتها ويؤدي إلى حتمية التوجه إلى التمويل قصير الأجل من البنوك (43)، خاصة إذا كانت هناك صعوبة في تسييل الأصول(تحويل أصول المؤسسة إلى سيولة حاضرة دون عناء).

تزداد حدة خطر العجز في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، بسبب قلة تشكيلة منتجاتها والضيق الجغرافي لسوقها و ارتفاع تكاليف التمويل بالقروض البنكية بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى؛ ويرجع ذلك إلى الارتفاع النسبي لتكاليف التسيير، كما يمكن أن ترجع أسباب وجود فوارق في معدلات الفائدة على القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة و المؤسسات الكبرى إلى عامل الحجم (44)، معدل العجز، العائد والضمانات، حيث يمكن أن يصل الفرق إلى نقطتين(45). وإضافة إلى العوامل المتعلقة بالحجم يمكن إرجاع ذلك إلى عدم قدرة البنوك على تحديد صورة واضحة عن وضعيتها المالية و غياب أو ضعف مصالحها الداخلية للاتصال، وفي دراسة لعينة من المؤسسات المتوسطة البلجيكية سنة 1993 وجد أن 37% منها لا تتوفر على مصلحة للاتصال الداخلي و 48 % ليست لديها مصلحة للاتصال الخارجي، وتم تأكيد تلك النتائج في فرنسا من خلال دراسة عينة من المؤسسات المتوسطة سنة 1995 أين أكدت أن استحداث المسير لمصالح الاتصال داخل المؤسسة ما هو إلا هدف ثانوي(46).

خاتمة

من خلال ما سبق نستخلص أن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة خصوصيات في مجال التمويل، وتتمثل أهم تلك الخصوصيات في انحراف موضوع دراستها عن النظرية المالية المعيارية، حيث لا يمكن تطبيق بعض النماذج و المداخل عليها، كنموذج تقييم المؤسسة لـ قوردين -شاببيرو، لأنه يركز على مبدأ التنويع للمحفظة، وبما أن رأس المال في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مملوك في غالب الأحيان من طرف المسير، فإن المؤسسة لا تستفيد من إيجابيات ذلك التنويع، وكذلك هو الحال بالنسبة لنموذج تقييم الأصول الرأسمالية، حيث يقف هيكل رأس المال في هذا النوع من المؤسسات كعائق أمام تطبيقه، لأن معامل الخطر المنتظم بيتا، يتعلق بمؤسسات مدرجة بالسوق المالي، تختلف من حيث الخصائص عن المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، وإذا ما تم تطبيق النموذج يجب حساب معامل للخطر المنتظم يتعلق بها؛ إلا أن صعوبة الحصول على المعلومة الشفافة في هذا النوع من المؤسسات يحول دون ذلك، نظرا

لعدم وجود سوق مالي كفؤ وقادر على توفير المعلومات، ويجنب عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين الجدد. وعلى هذا الأساس يمكن القول أن ملكية رأس المال من طرف شخص واحد هو سبب عدم القدرة على تطبيق تلك النماذج على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، وهو ما يقود في نفس الوقت إلى خضوع هذا النوع من المؤسسات إلى نظرية التدرج في مصادر التمويل، أين تفضل الاعتماد على التمويل الذاتي لأنه يؤمن لها الاستقلالية في مجال اتخاذ القرارات نظرا لسهولة من جهة و إقصاء لعلاقات الصراع من جهة ثانية، وفي حالة عدم كفاية ذلك المصدر تلجأ المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى الاستدانة من البنوك خاصة إذا ارتبط ذلك برغبتها في التوسع، وتحقيق الوفرة الضريبية الناتجة عن خصم المصاريف المالية من النتيجة الإجمالية، وهذا الإجراء بدوره يصطدم بعدة قيود، تتمثل أهمها في نقص الضمانات، صغر الحجم والعمر، حيث يؤثر الحجم عكسيا على علاقة المؤسسة بالبنك، وذلك لارتباطه بالخطر الذي تتضاعف حدته بقلّة الحجم، وهو سبب إقصاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من سوق الائتمان. ويأتي التمويل عن طريق فتح رأسمال هذا النوع من المؤسسات أمام المستثمرين بما في ذلك شركات رأس المال المخاطر في المرتبة الأخيرة، لأنه يخفض نسبيا من الاستقلالية في مجال اتخاذ القرارات من وجهة نظر المسير، ضف إلى ذلك ارتفاع تكاليف الدخول إلى السوق المالي. ورغم تلك الصعوبات والقيود، إلا أن هذا الإجراء يعتبر بمثابة ضرورة حتمية للتوسع والإشهار الذي يتحقق عن طريق النشر الدوري للنتائج المحققة من طرف المؤسسة.

قائمة الهوامش:

- ¹ -Michel A. P., Colot V., Vers une théorie financière adaptée aux PME, réflexion sur une science en genèse, revue internationale PME, VOL 9 N°1,1996,p148.
- ²-idem, p149.
- ³ -Belletante B., Levratto N., Finance et PME, quel champ pour quel enjeux?, revue internationale PME ,Vol 8,N° 3-4,1995, p 12.
- ⁴ - Ferrier O., Les très petites entreprises, de boeck, Bruxelles, 2002, P 95.
- ⁵ -idem p 96.
- ⁶-ibidem.
- ⁷- idem p98.
- ⁸- Wtterulge R., La PME une entreprise humaine, De Boeck université,1998 .p 127.
- ⁹- BOUKAR M.S., La source des financements des investissements de la pme, une étude empirique sur données sénégalaises, Afrique et développement vol.XXXVII,N°1-2 .2002. p92.
- ¹⁰- Allouche J. Et Amann B., L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale, Revue française de gestion 2002/5, n°141, p 116.
- ¹¹- Ferrier O., op cit p 98.
- ¹² -Michel A. P., COLOT V., op cit p 150.
- ¹³ -ibidem.
- ¹⁴- idem, p 151.
- ¹⁵- Stanworth M.J.K., Curran J., Growth and the small firm, an alternative view, journal of management studies, vol 13,N2,1976,p87.

- ¹⁶ - Wtterulgh R., op cit p125.
- ¹⁷ - Benoit M., Sassenou M., La hiérarchie des financements des PME, revue économique, V26, N2, MARS, 1995, p351.
- 18- فايز جمعة، صالح النجار، عبد الستار محمد العلي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2008.
- ¹⁹ - Levratto N., Le financement des PME par les banques, revue internationale des PME, vol3, N2, 1990, p 197.
- ²⁰ - Belletante B., Lavratto N., op cit p 29.
- ²¹ - Wtterwoulgh R., op cit, p 127.
- ²² -Ferrier O., op cit, p 99.
- ²³ - Wtterwoulgh R., op cit, p129-130.
- ²⁴ - idem, p 130.
- ²⁵ -idem, p 132.
- ²⁶ -Janssen F. L'influence de l'interpénétration du dirigeant de son entreprise sur l'endettement des pme. sur leurs relations avec les banques, institut de recherche sur les PME, N° 98/07, 1998,p 8.
- ²⁷ -Wtterwoulgh R., op cit, p 137.
- ²⁸ - Stiglitz J., A.Weiss, « Credit rationing in markets with imperfect information », American Economic Review, vol 73, n°3, 1981. P 406.
- ²⁹ -Torres O., Pour une approche contingente de la spécificité de la PME, revue internationale PME, Vol 10, N°2, 1997, p13.
- ³⁰ -Wtterwoulgh R., op cit, p 135.
- ³¹ -ibidem.
- ³² - Bester H., Screening vs, rationning in credit markets with imperfect information, The American Economic Review, Vol 75,N° 4, 1985, p 854.
- ³³ -Bester H., The role of collateral in a model of debt renegotiation, journal of money credit and banking , V 26, N° 1, 1994, p 80.
- ³⁴ -Michel A. P., COLOT V., op, cit p153.
- ³⁵ -Mc Adam Farber A., Le financement de l'innovation technologique, GESTION, P.U.F., 1994, p25.
- ³⁶ -Lachman J., Financer l'innovation des pme, ECONOMICA, 1996, p 19.
- ³⁷ -Psilaki M., Rationnement de crédit et PME, une tentative de mise en relation, revue internationale des pme, Vol 8, N°3-4, 1995, p74.
- ³⁸ - score هو دالة خطية لعدة نسب اقتصادية ومالية، كالمصاريف المالية إلى النتيجة الإجمالية، تغطية الأموال المستثمرة، مهلة دوران قروض الموردين، وتسمح تلك النسب من التمييز بين المؤسسات ذات الوضعية المالية المريحة والمؤسسات ذات العجز.
- ³⁹ -PSILAKI M.,op cit, p 74.
- ⁴⁰ - معدل العجز يعبر عن عدد المؤسسات التي توقفت إلى إجمالي المؤسسات.
- ⁴¹ -Psilaki M.,op cit, p 71.
- ⁴² - Belletante B., Levratto N., op cit, p12.
- ⁴³ -Idem, p 12-13.
- ⁴⁴ - 6^{EME}rapport de l'observatoire Européen des PME,2000.
- ⁴⁵ - Wtterwulgh R., op cit, p136.
- ⁴⁶ -idem, p 137.

