



جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي
كلية الحقوق والعلوم السياسية
قسم الحقوق



الاستثمار في القيم المنقولة كوسيلة لتمويل الشركات

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في الحقوق

تخصص: قانون أعمال

إعداد الطالبة:

مبروكة عيشوش

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
د / دريس كمال فتحي	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	رئيسا
د / طواهري إسماعيل	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	مشرفا ومقررا
أ / حفناوي مدلل	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	مناقشا

السنة الجامعية: 2017/2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى أمي

وأخوتي وأخواتي وصديقاتي كما أهديه إلى زملائي

طالبة كلية الحقوق

كلمة شكر

الشكر لله ثم

الأستاذ المشرف طواهري إسماعيل على المساعدة في إنجاز
هذا البحث واشكر كل من ساعدني من قريب أو بعيد .

مقدمة

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية الاقتصادية وبالرغم من تعدد أساليبه المتاحة، إلا أن السبيل الكفيل لاستخدامها الأمثل وجعلها مكملة لبعضها، يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد، خاصة مع التطورات العالمية الحديثة، وبما أن التمويل بوصفه أحد الركائز الأساسية لنشاط المؤسسة وضمان أمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة، وتظهر الحاجة إلى التمويل إما بسبب السياسة الاقتصادية للمؤسسة التي تحاول استغلال كل إمكانياتها في خلق ثروة تضمن لها حصتها في السوق، أو توسيع نشاطها بسبب ملائمة ظروف اقتصادية مع ما يوافق إمكانياتها، حيث تحتاج المؤسسة في توسيع نشاطها وتحقيق معدلات مرتفعة من التنمية الاقتصادية إلى مصادر تمويل تكفل لها تحقيق ذلك، هذه المصادر التي تتعدد بين مصادر طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل، وتحتاج المؤسسة المصادر القصيرة الأجل لدورة الإنتاج والمصادر طويلة الأجل لدورة الاستثمار هذه الأخيرة التي تحتاج إلى أموال طائلة لتمويلها لا يمكن للمؤسسة الحصول عليها من مواردها الخاصة، فهي تحصل عليها من المدخرين عن طريق الاكتتاب.

تلجأ المؤسسة إلى القطاع الخاص والمبادرة الفردية التي تلعب دورا حاسما في الاقتصاد الحديث ذلك أن الادخار الخاص يشكل الحل المناسب لمشكلة التمويل طويل الأجل، ومن ضمن المصادر طويلة الأجل نجد الأسهم والسندات أو ما يعرف بالقيم المنقولة والتي يشكل استثمارها شكلا من الأشكال التي تجسد عملية التوظيف، وعلى ذلك فإن الاكتتاب أو شراء القيم المنقولة يشكل استثمارا يقوم به المدخر فهو من الناحية الفردية استثمارا للشخص الذي يكتتب فيها أو يشتريها حيث يهدف إلى خلق رأسمال وتحقيق قيمة مضافة أي أن المستثمر يهدف للحصول على منفعة أو أرباح في المستقبل، ومنه فإن الاستثمار في القيم يجلب دخلا إضافيا للمستثمر، أما من الناحية الجماعية فإن القيم المنقولة تضمن أداء وظيفة تمويل الاقتصاد فلاكتتاب من قبل جمهور واسع من المدخرين يسمح للدولة وشركات الأسهم جمع الأموال اللازمة لتسييرها وإلى تمويل الاستثمارات المزمع انجازها.

تشكل الأسواق المالية الإطار الملائم لهذا النوع من الاستثمارات، فكلما كانت هذه السوق آمنة وحاملة لضمانات، كان أدائها الاقتصادي أفضل والجزائر كغيرها من الدول سعت لإنشاء سوق مالية متينة قادرة على إحداث نقلة نوعية في الاقتصاد الوطني الذي لم يكن في أحسن أحواله بسبب نمط التسيير الاشتراكي الذي فشل في تحقيق التنمية الاقتصادية حيث أن المؤسسات في هذا العهد كانت تعتمد على الخزينة العمومية في تمويل استثماراتها مما أدى إلى

أزمة مديونية خانقة بسبب فشل هذه المشاريع في تحقيق التطور والرفاهية، بسبب ذلك أيقنت الدولة أنه لا مناص من اللجوء إلى القطاع الخاص لإنهاء مشكلة التمويل، وذلك عن طريق سن قوانين من شأنها تحرير رؤوس الأموال، وتشجيع الاستثمار من بينها قانون النقد والقرض والقانون 10/93 الخاص بمجال الاستثمار في القيم المنقولة .

من ذلك يمكن طرح الإشكالية التالية :

ما المقصود باستثمار القيم المنقولة وما هي الضمانات القانونية التي قدمها المشرع للمستثمر ؟

ما مفهوم استثمار القيم المنقولة ؟

ما المقصود بالأسواق المالية ؟

ما هي الضمانات القانونية المقدمة للمستثمر وهل هي كافية ؟

ما هي المخاطر الناتجة عن استثمار القيم المنقولة

دوافع اختيار الموضوع

قلة الدراسات القانونية بشأنه

انعدام ثقافة الاستثمار في القيم المنقولة في المجتمع الجزائري

أهداف الدراسة: تسليط الضوء على نوع مهم من أنواع التمويل طويل الأجل، ينظر لهذا النوع من زاويتين الأولى من جهة المستثمر، والثانية من الجهة التي تحتاج إلى التمويل مع إظهار مكانة شركة المساهمة في ميدان استثمار القيم المنقولة وكيف أن المشرع نظم هذه الشركة بتنظيم قانوني محكم هو أقرب إلى النظام .

منهج البحث: قد اتبعت في هذا البحث على المنهج الوصفي والتحليلي.

صعوبات البحث: تمثلت في قلة المراجع القانونية المتخصصة في هذا موضوع إضافة إلى ضيق وقت البحث.

لذلك عالج الموضوع في فصلين هما :

الفصل الأول بعنوان استثمار القيم المنقولة ودوره في التمويل درسنا فيه استثمار القيم المنقولة (المبحث الأول) تناولنا فيه مفهوم الاستثمار (المطلب الأول) ثم مفهوم القيم المنقولة (المطلب الثاني) أما بالنسبة للمبحث الثاني درسنا فيه دور استثمار القيم المنقولة في التمويل وذلك في (المطلب الأول) بعنوان استثمار القيم المنقولة مصدرا للتمويل أما (المطلب الثاني)

فقد درسنا فيه شركة المساهمة بصفتها الجهة المصدرة للقيم المنقولة ,اما الفصل الثاني فكان بعنوان الأسواق المالية ومخاطر استثمار القيم المنقولة تعرفنا فيه عن الأسواق المالية (المبحث الأول) في مطلبين الأول تطرقنا في للسوق الأولية والثاني لسوق التداول أو البورصة أما (المبحث الثاني) فقد تناولنا فيه أنواع مخاطر استثمار القيم المنقولة ,حيث درسنا المخاطر المنتظمة (المطلب الأول) والمخاطر غير منتظمة (المطلب الثاني)

الفصل الأول

استثمار القيم المنقولة

ودوره في التمويل

تمهيد

إن دراسة الاستثمار أمر في غاية الأهمية، نظرا لحاجة كل فرد إلى الخبرة والدراية التي تمكنه من تحقيق أفضل النتائج في ظل مستوى منخفض من المخاطر، كما أن معرفة أساسيات الاستثمار تساعد الفرد على تجنب تقلبات العائد المتوقع من الاستثمارات في الأصول المالية. يعد الاستثمار في القيم المنقولة من أهم أنواع الاستثمارات بما يوفره من سيولة مالية تساهم في تطور المؤسسات ، التي تسعى إلى تحقيق الأرباح التي تساعد على البقاء والاستمرارية.

لقد ساهم التقدم العلمي والتكنولوجي والانفتاح الاقتصادي بين الدول في توفير أنواع مختلفة من الأدوات الاستثمارية في مجال استثمار القيم المنقولة. سنتعرض في هذا الفصل إلى مفهوم الاستثمار بوجه عام في المطلب الأول ثم لمفهوم استثمار القيم المنقولة في المطلب الثاني هذا بالنسبة للمبحث الأول. أما في المبحث الثاني فسنبين في مطلب أول، دور استثمار القيم المنقولة كمصدر للتمويل طويل الأجل ، أما في المطلب الثاني فسنتعرف على شركة المساهمة لدورها الكبير في هذا النوع من الاستثمارات.

المبحث الأول

استثمار القيم المنقولة

يدخل استثمار القيم المنقولة ضمن الاستثمارات المالية التي تعرف على أنه "استثمار في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائد في المستقبل" ¹

قبل الحديث عن استثمار القيم، لابد من تحديد مفهوم الاستثمار وأنواعه (المطلب الأول) ثم نتحدث عن مفهوم القيم والمنقولة وأشكالها (المطلب الثاني)

المطلب الأول

مفهوم الاستثمار

يغطي مفهوم الاستثمار عددا كبيرا من الأنشطة، وغالبا ما يشير هذا المفهوم إلى استثمار الأموال، حيث سننتظر في هذا المطلب لتعريف الاستثمار عموما (الفرع الأول) وأقسامه (الفرع الثاني).، ثم تعرف استثمار القيم المنقولة (الفرع الثالث).

الفرع الأول تعريف الاستثمار

لغة :

من ثمر الشيء إذ تولد عنه شيء آخر وثمر الرجل ماله إذا أحسن القيام عليه ونماه ².

اصطلاحا :

يقصد به عادة " التضحية بالأموال الحالية في سبيل أموال مستقبلية" ³.

يعرف الاقتصاديون الاستثمار على أنه "التوظيف المنتج لرأس المال من خلال توجيه المدخرات نحو استخدامات تؤدي إلى إنتاج سلع وخدمات تشبع الحاجات الاقتصادية للمجتمع وزيادة رفاهيته" ⁴

¹ - محمد الحناوي, نihal مصطفى, مبادئ وأساسيات الاستثمار, المكتب الجامعي الحديث, الإسكندرية 2006 ص 17.

² - محمد ندا محمد لبدا, الاستثمار التمويلي, الطبعة الأولى, دار الفكر الجامعي, الإسكندرية 2015, ص 32.

³ - محمد الحناوي, نihal مصطفى, المرجع السابق ص 9.

⁴ - دريد كامل آل شبيب, الاستثمار والتحليل الاستثماري, دار اليازوري, الأردن 2009, ص 17.

كما يعرف الاستثمار بوجه عام على أنه "إرجاء أو تأجيل الاستهلاك الحالي لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس الاكتناز"¹.

نستنتج من التعريفات السابقة، أن الاستثمار يتطلب أموال يؤجل استهلاكها لفترة زمنية قصد استثمارها والحصول على زيادة رأس المال المستثمر.

الفرع الثاني: أقسام الاستثمار

تقسم الاستثمارات من عدة أوجه، فمن الناحية الجغرافية تقسم إلى داخلية وخارجية، أما تقسيمها حسب نوعية الاستثمار تقسم إلى حقيقية ومالية.

فالحقيقية تتضمن استثمار أصولا مادية ملموسة، مثل الأراضي والآلات والمصانع أما الاستثمار المالي فيتضمن عقودا مكتوبة على قطع من الورق، مثل الأسهم والسندات².

تتقسم الاستثمارات المالية إلى ثلاثة مجموعات وهي :

استثمارات غير قابلة للتداول كالودائع.

الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد مثل الأوراق التجارية³.

أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال كالأسهم والسندات حيث يعد الاستثمار في الأسهم والسندات مصدرا مهما من مصادر التمويل طويل الأجل.

وهذا هو ما يشكل موضوع بحثنا.

الفرع الثالث: مفهوم استثمار القيم المنقولة

نتعرض لهذا في نقاط هي :

أ - تعريف استثمار القيم المنقولة :

هو "توظيف الأموال الفائضة عن حاجة المستثمر الحالية في شراء أوراق مالية أملا في الحصول على عوائد مستقبلية تعوضه عن إمكانية تأجيل إشباع حاجات استهلاكية حالية وعما يمكن أن يتعرض له من مخاطر في سبيل ذلك"⁴.

من خلال هذا التعريف يمكن استنتاج أن الاستثمار في القيم المنقولة يشمل ما يلي :

أنه استثمار يكون في أصول مالية ألا وهي الأوراق المالية.

أنه استثمار يقوم على توظيف الادخار.

¹ - عبد الغفار حنفي , الاستثمار في بورصة الأوراق المالية , دار الجامعة الجديدة , الإسكندرية 2003 , ص16.

² - المرجع نفسه , ص9.

³ - دريد كامل آل شبيب , المرجع السابق , ص52.

⁴ - يوسف مسعداوي , أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ , دار الخلدونية , الجزائر 2016 , ص217 .

يهتم بتحقيق العائد من الاستثمار.

يهتم بعنصر الزمن والخطر.

_ معنى الادخار:

هو عبارة عن ذلك الجزء من الدخل الفردي الذي يقتطع لغرض استخدامه في الاستثمار بهدف الحصول على العائد.

_ معنى العائد :

هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، والذي يؤدي لزيادة الثروة إذ ينجم عن كل استثمار عائد أكان سلبيا أو ايجابيا لأن العائد هو الدافع الأساسي للاستثمار¹.

_ معنى الخطر أو المخاطرة:

حيث يسعى المستثمر إلى حماية ثروته من التضخم والضرائب² ومن كل الأخطار الناجمة عن الاستثمار وليس فقط تحقيق العائد.

ب - مبادئ استثمار القيم المنقولة:

على المستثمر في الأوراق المالية أن يتقيد بالمبادئ التالية:

الاختيار السليم للفرص الاستثمارية المتاحة أمامه.

تنويع الاستثمار بين الفرص المختلفة، أي بين شركات المساهمة المختلفة.

المرج بين الأدوات المالية المختلفة من أسهم وسندات.

المتابعة المستمرة للمعلومات التي تنشرها الشركات، خاصة الفنية والمالية التي من خلالها تقييم أداء الشركات.

الاستعانة بخبرات ونتائج الدراسات التي تقوم بها المؤسسات المالية التي تؤدي خدمات للمستثمرين كشرركات الوساطة³.

كما أن على المستثمر حين اتخاذ لقرار الاستثمار في الأوراق المالية أن يضع في الاعتبار دور البيئة الاستثمارية في التأثير على حجم العائد المتوقع من الاستثمار، حيث تتميز هذه البيئة بدرجة مرتفعة من عدم التأكد، فالمستثمر يقوم عادة بشراء الأصول المالية المختلفة متوقعا تحقيق عوائد معينة في المستقبل.

¹ - يوسف مسعداوي، المرجع السابق، ص 219.

² - محمد الخناوي ، نحال فريد مصطفى، المرجع السابق، ص 18.

³ - يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ، ص 218.

إلا أن هذه العوائد قد لا تتحقق، ويرجع سبب ذلك في الغالب إلى عدم دقة التوقعات نفسها، حيث يلجأ المستثمرون إلى الخبرات السابقة أو الاستعانة ببيانات تاريخية قد تكون خاطئة للتنبؤ بالمستقبل¹.

أيضا فإن الأحداث غير المتوقعة سواء كانت سياسية أم اجتماعية أو اقتصادية. إلا أنها جميعها تؤثر على أسواق المال، لذلك لابد من تفهم المبادئ التي تحكم عملية الاستثمار، بالإضافة إلى الاعتماد على الأدوات الحديثة في مجال اتخاذ قرارات الاستثمار².

ج - خصائص الاستثمار في الأوراق المالية:

- الاستثمار الذي يدر أعلى عائد حقيقي من وجهة نظر المستثمر.
- الاستثمار المرتبط بدرجة من المخاطر.
- الاستثمار الذي يتم تحويله بسرعة إلى سيولة عند الحاجة³.

د - مراحل استثمار الأوراق المالية :

- المرحلة الأولى : تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.
- المرحلة الثانية: تحديد مستوى الخطر الملائم.
- المرحلة الثالثة: تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدة.
- المرحلة الرابعة : تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية⁴.

المطلب الثاني

مفهوم القيم المنقولة

تعد القيم المنقولة من أبرز أدوات الاستثمار المتاحة، نظرا للمرونة التي تتمتع بها والمزايا التي تحملها، ستعرف في هذا المطلب على الأسهم والسندات باعتبارهما أهم القيم المنقولة.

¹ - محمد الحناوي, نبال مصطفى, المرجع السابق, ص 29.

² - المرجع نفسه, نفس الصفحة

³ - يوسف مسعداوي, المرجع السابق, ص 218.

⁴ - عبد الغفار حنفي, المرجع السابق, ص 14.

أ-تعريف القيم المنقولة :

عرفها الفقه على أنها "سندات قابلة للتداول ، أو يمكن أن تسعر في البورصة تصدرها الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة وتخول لحامليها حقوق مماثلة سواء حق المساهم في شركة الأموال أو حق مديونية"¹.

أما المشرع الجزائري فقد عرفها بالمادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري المعدل والمتمم حيث نصت المادة السالفة الذكر على أن "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها"².

يمكن من خلال تعريف المشرع الجزائري للقيم المنقولة إبراز نقطتين إيجابيتين هما :

- خاصية التداول.

- إمكانية التسعير في البورصة.

لقد استعمل المشرع الجزائري مصطلح القيم المنقولة بدلا من مصطلح الأوراق المالية، وهذا نظرا للترجمة الحرفية للنص الفرنسي *valeurs mobilières* وهو ما يعتبره بعض المختصين إخلالا بالمعنى الحقيقي للمصطلح ، وذلك من منطلق أن الترجمة الحرفية لا تؤدي دائما المعنى المطلوب، والمصطلح المتداول في المراجع العربية هو الأوراق المالية³.
تجدر الإشارة أن الأوراق المالية تختلف عن الأوراق التجارية، ذلك أن الأوراق التجارية هي عبارة عن محررات مكتوبة وفق أوضاع شكلية يحددها القانون قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقا موضوعه مبلغا من النقود، يستحق الوفاء بمجرد قبولها كأدوات لتسوية الديون، شأنها في ذلك شأن النقود وهي: السفتجة، الشيك، السند لأمر، سند الخزن، عقد تحويل الفاتورة وسند النقل⁴.

¹ - فاتح آيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه في العلوم ، تخصص قانون ، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، جويلية، 2012، ص 8 .

² - الأمر رقم 59/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المعدل بالمرسوم التشريعي رقم 08/93 مؤرخ في 25/04/1993، المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية عدد 27 سنة 93.

³ - رابح حريزي ، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر، ص 87 .

⁴ - نادية فوضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2013، ص 182.

بينما الورقة المالية هي " التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العائد المتوقع في المستقبل في ظل شروط محددة سلفاً"¹

الفرع الأول :الأسهم

تحتل الأسهم مكانه اقتصادية هامة لما يتميز به من خصائص تجعله من أهم الأدوات الاستثمارية، وسندرسه من جوانبه المختلفة.

أ - تعريف السهم وتحديد طبيعته القانونية :

عرف الفقه السهم على أنه "صك أو سند يمثل حصة المساهم النقدية أو العينية في رأسمال الشركة"².

كما عرفه الفقه الفرنسي على أنه " حق الشريك في الشركة وفي ذات الوقت الصك المثبت لهذا الحق"³.

أيضا المشرع الجزائري عرف السهم بالمادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري المعدل والمتمم التي نصها " هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها "ويطلق مصطلح السهم في اصطلاح الاقتصاديين تارة على الصك، وتارة على النصيب الذي يعطى للمساهم باعتبار الأول يعرف بأنه صك يمثل جزء من رأسمال الشركة، يزيد وينقص تبعا لرواجها، أما الثاني فهو يعرف بأنه نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال⁴.

من خلال لتعريفات السابقة يتبين أن السهم يتكون من شقين الأول يتمثل في حق الشريك في الشركة والثاني يتمثل في الوثيقة المثبتة لهذا الحق

ب - الطبيعة القانونية للسهم :

لم يحدد المشرع سواء الجزائري وكذلك التشريعات المختلفة الطبيعة القانونية للسهم، مما دفع الفقه والقضاء البحث في المسألة.

يقصد بالطبيعة القانونية للسهم تكييف طبيعة العلاقة التي تربط المساهم بالشركة أي تحديد طبيعة الحق الذي يخوله السهم لصاحبه تجاه الشركة.

لقد اختلف الفقه في تحديد الطبيعة القانونية للسهم ،إذ رأى البعض أن حق المساهم هو حق دائنية ورأى آخر أن حق المساهم في الشركة هو من قبيل حق الملكية لأن العناصر

¹ - محمد الحناوي ،نحال فريد المرجع السابق ، ص12.

² - نادية فوضيل ، المرجع السابق ،ص185.

³ - عبد الباسط كريم مولود ،منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، لبنان، 2009 ص 67.

⁴ - رابح حريزي ، المرجع السابق ، ص91.

الموجودة في هذا الحق تشير إلى ذلك، كحق خالص للمساهم، كما ظهر رأي فقهي آخر اعتبر حق المساهم في شركات المساهمة حقا شخصيا، لأن اكتساب الشركة الشخصية المعنوية يجعل من الصعب القول بأن للمساهم حق ملكية، لأن موجودات الشركة ومجموع رأس المال تصبح ملكا للشركة وتستقر في ذمتها، إضافة إلى ذلك فإن المساهم الذي يتداول بأسهمه في بورصة الأوراق المالية من البيع و شراء لأكثر من مرة خلال جلسة واحدة للتداول لا يعد إلا دائنا للشركة.¹

كما أن للسهم قيما مختلفة نذكر منها :

01 - القيمة الاسمية للسهم : وهي قيمة السهم عند إصداره أول مرة وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال ،وهي منصوص عليها في العقد التأسيسي.

02 - القيمة السوقية للسهم :هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية،وهو يخضع للعرض والطلب، وقد تكون القيمة السوقية للسهم أقل أو أكبر من القيمة الاسمية²

ج - خصائص الأسهم :

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص تكفل للسهم مهمته في الحركة الاقتصادية هي :

01 - التساوي في القيمة :

حيث أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات، والحكمة من تساوي قيمة الأسهم هي :المساواة في الحقوق والالتزامات³ و الحكمة من تساوي قيمة الأسهم هي :

- تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية بسهولة ويسر من غير عناء.
- تسهيل عملية توزيع الأرباح.
- تنظيم سعر الأسهم داخل البورصة⁴.
- تساوي القيمة الاسمية للأسهم ذات الإصدار الواحد، أي تتساوي قيمة الأسهم التي تصدر في نفس الوقت ومن نفس النوع .

02 - عدم قابلية السهم للتجزئة :

¹ - عبد الباسط كريم مولود ،المرجع السابق ،ص71.

² - يوسف مسعداوي ،المرجع السابق ،ص58-59.

³ - المرجع نفسه ،ص72.

⁴ - رابح حريزي، المرجع السابق ،ص 94.

حيث نصت المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر، سندات غير قابلة للتجزئة، مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة" إذ يتميز السهم بعدم قابليته للتجزئة بالنسبة للشركة.¹

03 - قابلية السهم للتداول :

التداول هو صفة تلحق ببعض السندات الممثلة لحق تسمح بنقله في مواجهة الغير دون إتباع الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني²

كرست هذه الخاصية المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري المعدل والمتمم بقولها " السهم سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها ".
إن التداول طريقة تتميز باليسر لنقل ملكية الحقوق الثابتة في الأسهم ،على خلاف حوالة الحق في القانون المدني، التي تتميز بالبطء والتعقيد، الأمر الذي لا يتفق والطبيعة الاقتصادية للأسهم، بوصفها من أكثر أنواع الأوراق المالية تداولاً في بورصات الأوراق المالية³.

إلا أن حرية تداول الأسهم غير مطلقة إذ قد يرد عليها قيود قد تكون قانونية أو اتفاقية :

01/03 . القيود القانونية :

نصت المادة 715 مكرر 51 "لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري وفي الزيادة في رأس المال ،تكون الأسهم قابلة للتداول من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة ، ويحظر التداول في الوعود بالأسهم ما عدا إذا كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا تم تحت شرط موقف لتحقيق الزيادة في رأس المال، ويكون هذا الشرط مفترضا في غياب أي بيان صريح" من نص المادة نستنتج أنه :

لا يجوز تداول أسهم الشركة إلا بعد قيدها في السجل التجاري.
في حالة زيادة رأس مال الشركة ،تكون الأسهم قابلة للتداول ابتداء من تاريخ التسديد الكامل للأسهم.

¹ - نادية فوزيل ، المرجع السابق ، ص 189.

² - هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب ، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2005، ص 6

³ - عبد الباسط كريم مولود ، المرجع السابق ، ص 80

يحظر تداول الأسهم أيضا في حالة الوعود بالأسهم ، باستثناء التي تنشأ بسبب زيادة رأس مال الشركة التي كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، كما لا يجوز تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة، والحكمة من ذلك هي حماية المساهمين من تصرفاتهم الضارة بمركز الشركة وسمعتها¹.

02/03. القيود الاتفاقية :

الأصل أن الشركة حرة في أن تضع ما تشاء من قيود، شريطة ألا تقيد حرية تداول الأسهم ، ولقد تعرضت المادة 715 مكرر 58 إلى التنازل عن الأسهم.

د - أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم حسب الزاوية التي ينظر منها إليها، فمن حيث الشكل تنقسم إلى أسهم اسمية وأخرى لحاملها، وأيضا لأمر ومن حيث طبيعة الحصة التي تملكها تنقسم إلى نقدية وعينية ومن حيث الحقوق التي تمنحها، تنقسم إلى أسهم عادية وممتازة ومن حيث علاقتها برأس المال تنقسم إلى أسهم رأسمال وأسهم تمتع، تفصيل ذلك كالتالي :

01 - تقسيم الأسهم من حيث الشكل : اسمية، لحاملها، لأمر.

01/01 - الأسهم الاسمية: هو السهم الذي يصدر باسم شخص معين وتثبت ملكيته عن طريق قيد اسم المساهم في دفاتر الشركة بدليل المادة 715 مكرر 34 من القانون التجاري والتي نصها " تكتسي القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة شكل سندات للحامل أو سندات اسمية ويمكن أن يفرض الشكل الاسمي للقيم المنقولة عن طريق أحكام قانونية أو أحكام القانون الأساسي"².

تتمثل البيانات المقيمة في سجل الشركة في :

الاسم واللقب ، موطن وجنسية المساهم ، نوع ورقة الأسهم التي يملكها ، نوع الشركة ، عنوانها رأسمالها ومركزها ، بيان المدفوع من قيمة الأسهم وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما اكتتب به.

كذلك عملية التنازل التي تمت و تاريخها، لأن القاعدة العامة تقضي أن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.³

¹ - نادية فوزيل ، المرجع السابق ، ص 194.

² - المرجع نفسه، ص 197.

³ - يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ، ص 61.

02/01 - الأسهم لحاملها :يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها ، حيث يعتبر هذا السهم من قبيل المنقولات المادية التي يسري في شأنها الحيابة في المنقول سند الملكية، ويتم تداوله بالتسليم حيث بينت المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري أنه " يحول السند للحامل عن طريق مجرد التسليم أو بواسطة قيد في الحسابات"¹.

03/01 - الأسهم لأمر:تجيز بعض التشريعات إصدار السهم الإذني أو لأمر وهو السهم الذي يصدر لإذن أو لأمر شخص معين، وترد عبارة الأمر أو الإذن مقرونة باسم صاحب السهم ويتم تداوله بالتظهير، أي بالكتابة على ظهر السهم بما يفيد التنازل عنه ومن ضمن التشريعات التي منعت هذا النوع من الأسهم، نجد المشرع المصري حيث نص على أن أسهم شركات المساهمة يجب أن تكون اسمية.²

لكن من الناحية العملية، نادرا ما يصدر السهم لأمر شخص معين، فالمتعامل بها هي الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها.³

02 - تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي تملكها:
تقسم إلى نقدية وعينية :

الأسهم النقدية :هي التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية ،أي عند العقد التأسيسي للشركة.⁴
الأسهم العينية:هي تلك الأسهم تمثل حصة عينية يلتزم المساهم بتقديمها للشركة سواء أكانت الحصة منقولا أو عقارا⁵

03 - تقسيم الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها :هي أسهم عادية وأسهم ممتازة.
فالأسهم العادية:عرفت المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري المعدل والمتمم الأسهم العادية بقولها "الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من شركة

¹ - نادية فوزيل ، المرجع السابق ، ص 197.

² - سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، 2001 القاهرة ، ص 111.

³ - نادية فوزيل ، المرجع السابق ، ص 198.

⁴ - يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ، ص 62.

⁵ - نادية فوزيل ، المرجع السابق ، ص 198.

تجارية وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير وعزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي، أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون".

وتمنح الأسهم العادية الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها، وتتمتع جميع الأسهم بنفس الحقوق والواجبات.¹

فالسهم العادي هو الذي يمنح لصاحبه الحقوق العادية التي لا يمكن فصلها عن السهم والتي تعتبر من مقوماته، بحيث لا يمكن اعتبار السند أو الصك الذي تصدره الشركة سهما. أما الأسهم الممتازة فهي تعرف بأنها الأسهم التي تخول أصحابها حقوقا أعلى مرتبة من تلك التي تخولها لهم الأسهم العادية، وتتمثل صور الامتياز في :

الامتياز بالأولوية في الحصول على الأرباح : مؤدى ذلك أن يعطى لصاحب السهم الممتاز نصيبه كاملا من الأرباح قبل توزيعها، وما بقي بعد ذلك يوزع عن باقي المساهمين بحسب الاتفاق.²

الامتياز بتقدير فائدة ثابتة ومحددة : وتقضي هذه الصورة أن تعطي لبعض الأسهم فائدة سنوية محددة وثابتة بغض النظر عن الوضع المالي للشركة، أي سواء حققت أرباح أو أصابها خسائر.

حق استرداد قيمة أسهم الامتياز عند انتهاء الشركة :مؤدى هذا الامتياز هو إعطاء أصحاب الأسهم الممتازة الحق في استرداد قيمة أسهمهم كاملة في حالة تصفية الشركة، حيث تمنح هذه الشركة الامتياز لزيادة رأسمالها عن طريق اكتتاب أكبر عدد من المساهمين.³

الأسهم ذات الصوت المتعدد:

يقرر هذا النوع من الأسهم لأصحابه عددا من الأصوات عند التصويت في الجمعية العامة للمساهمين أكثر من تلك التي تخولها الأسهم العادية بدليل المادة 715 مكرر 2/44 بنصها "تتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها "

04 - الأسهم من حيث علاقتها برأسمال الشركة :نوعان أسهم رأس المال وأسهم تمتع.

¹ - نادية فوضيل، المرجع السابق، ص 199.

² - المرجع نفسه، ص 200.

³ - رابح حريزي، المرجع السابق، ص 106.

أسهم رأس المال، هي التي يتكون من مجموع قيمتها رأسمال الشركة بمعنى آخر هي الأسهم التي لم تستهلك¹.

أما أسهم التمتع، فهي الأسهم التي تم استهلاكها، وتعطي للمساهم صكا باسترداد القيمة الاسمية لأسهمه أثناء حياة الشركة، وأن القيمة المسددة تكون على دفعات أو مرة واحدة بالقرعة².

في التشريع الجزائري منح المشرع المساهم سهم تمتع بدلا من السهم الذي أستهلك بحيث لا تنقطع صلاته بالشركة، وبذلك يبقى محتفظا بصفته كمساهم، وقد نصت على ذلك صراحة المادة 715 مكرر 45 من القانون التجاري "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص، إما من الفوائد أو الاحتياطات ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل .

إذ أن أسهم التمتع تعطي لصاحبها جميع امتيازات أسهم رأس المال، باستثناء القيمة الاسمية للسهم عند حل الشركة وتصفيتها، لأن المساهم يكون قد حصل عليها مسبقا.

الفرع الثاني السندات

أ- تعريف السند وتحديد طبيعته القانونية:

السند هو "صك يثبت دين على الشركة أمام المقرض وهو قابل للتداول بالطرق التجارية وذلك عن طريق القيد في دفاتر الشركة إذا كان اسميا، والتسليم إذا كان لحامله فوائد ثابتة ويعتبر المكتتب في السند دائنا للشركة بمقدار ما اكتب فيه من سندات، ويكون له ضمان عام على أموال الشركة، كما أن لصاحب السند استرداده في ميعاد محدد، ومن ثمة فصاحب السند يتقدم على صاحب السهم³.

كما عرف الفقه السند أنه "صك مديونية طويل الأجل بفائدة سنوية محددة" وعرف السند في اصطلاح الاقتصاديين بأنه "صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، ويعتبر حامل السند دائنا للشركة له حق دائنية في مواجهتها ولا يعد شريكا فيها⁴

¹ - عبد الباسط مولود محمد، المرجع السابق، ص 94-95 .

² - نادية فوزيل، المرجع السابق، ص 205.

³ - المرجع نفسه، ص 218.

⁴ - رابح حريزي، المرجع السابق، ص 113.

ب - الطبيعة القانونية للسند :

استقر الفقه على أن السند هو عقد قرض، وفسر ذلك بالمراحل التالية :

أن الشركة الراغبة في اقتراض الأموال من الجمهور، تقوم بإصدار بيان وتنشره في الصحف بدعوة الجمهور للاكتتاب بسندات القرض ويعد ذلك إيجاباً :

عندما يعلن المكتب عن قبوله من خلال قيامه بالاكتتاب في السندات المطروحة فإننا عملياً نكون أمام ارتباط الإيجاب الصادر عن الشركة بالقبول الصادر عن المكتب، ويترتب على ذلك التزام كل منهما بما وجب عليه للآخر

إن ارتباط الإيجاب بالقبول يعني أننا أمام عقد، يلتزم بموجبه المكتب بدفع قيمة السند الذي يكتب به، و أن الشركة تلتزم برد قيمة السند في الأجل المحدد له بموجب نشرة الإصدار، مع دفع فوائد ثابتة في مواعيدها، وهذا ما يسمى بمحل العقد .

أما بالنسبة للسبب بوصفه ركناً من أركان العقد، فعندما تقدم الشركة على إصدار السندات فإن الحاجة تدعوها إلى جمع أموال إضافية لتوسيع نشاطها أو مشاريعها، وبالنسبة للمكتب فإن السبب في إقدامه على الاكتتاب هو رغبته في توظيف أمواله في هذا المجال الاستثماري وحصوله على فوائد ثابتة، والمزايا الأخرى التي تقرها الشركة في نشرة الإصدار وهذا السبب يعد مشروعاً بالنسبة لطرفي العقد (الشركة والمكتب) ¹.

ج - عناصر السند :

- 1- المبلغ يدفعه المكتب للحصول على السند.
 - 2- المبلغ الذي تتعهد الشركة بوفائه لحامل السند .
 - 3- سعر الفائدة الثابتة ومواعيد وطرق دفعها.
 - 4- فترة القرض (تاريخ الوفاء).
 - 5- سعر إصدار السند.
- كما تتضمن معظم السندات عبارة بأن المقرض أو بائع السند يتعهد بأن يدفع إلى المستثمر (المقرض أو حامل السند) سلسلة من الدفعات النقدية كل فترة محددة (الفائدة) بالإضافة إلى مبلغ واحد عند نهاية عمر السند .

¹ - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص133.

كما يوجد للسند عمر استحقاق، تقوم فيه الشركة المقترضة بدفع قيمة السند إلى حامله، بالإضافة إلى مبلغ الفائدة دفعات سعر الفائدة المستحقة عن تلك الفترة¹

د - خصائص السندات : تتميز السندات بعدة خصائص أهمها نجد:

1- عدم القابلية للتجزئة : يشترك كل من السهم والسند في هذه الصفة، وهي عدم قابلية الصك للتجزئة، وذلك حسب نص المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري السالفة الذكر حيث تعود الحكمة في ذلك، إلى تيسير تعامل الشركة مع شخص واحد بدلا من عدة أشخاص حيث إذا تملك السند عدة أشخاص في هذه الحالة التزموا بتعيين شخص واحد يمثلهم في مباشرة الحقوق للصيقة بالسند .²

2- القابلية للتداول: تنص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري على أن "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة" وأيضا نص المادة 715 مكرر 75 من القانون التجاري المعدل والمتمم "تكون سندات المساهمة قابلة للتداول " من ذلك يتبين أن السند يمثل قرضا للشركة، أي أحد الالتزامات الخارجية لها كما أن حامل السند يحصل على فائدة ثابتة، سواء حققت الشركة ربحا أو أصيبت بخسارة .

كما أن لحامل السند رد قيمته من الشركة إذا دخلت الشركة في حالة التصفية ،لأن ذلك يلزمها بسداد ديونها أو بادرت الشركة بمحض إرادتها برد قيمة السند شريطة ألا تصدر هذه المبادرة إلا بعد خمسة سنوات على الأقل من تاريخ إصدار السند، وضمن الشروط المقررة في عقد الإصدار، وذلك لأن السند معناه اقتراض الشركة للأموال وعلى أمد طويل، وهذا ما تؤكدته المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري المعدل والمتمم بقولها " لا تكون سندات المساهمة قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة ،أو بمبادرة منها بعد انتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار"³ له بموجب نشرة الإصدار مع دفع فوائد ثابتة في مواعيدها، وهذا ما يسمى بمحل العقد .

د - أنواع السندات:

يمكن تقسيم سندات القرض إلى أنواع كثيرة واعتبارات عديدة

¹ - يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ، ص 70.

² - نادية فوزيل ، المرجع السابق ، ص 221 .

³ - مروان عطون ، الأسواق المالية النقدية والمالية ،(البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والقرض)الجزء الأول ،الطبعة الرابعة ، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر ، ص 229.

1- تقسيم السندات حسب نوع وطريقة الضمان:

تنقسم إلى سندات مرهونة بأصول معينة وأخرى غير مضمونة بأصول معينة. السندات المرهونة بأصول معينة: عند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات ، فإنهم نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول . السندات غير مضمونة بأصول معينة :إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة و مركزها المالي .

2- تقسيم السندات حسب القيمة التي تصدر بها:

سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها.
سندات تباع بقيمة جارية أعلى من الاسمية.
سندات تباع بقيمة جارية أقل من الاسمية.

3- تقسيم السندات حسب جهة الإصدار: يمكن هنا تمييز الأنواع التالية:

السندات الخاصة الصادرة عن الشركات .

السندات الحكومية الصادرة عن الخزينة العامة والمؤسسات العامة الأخرى.

هـ - قيود إصدار السندات : وتنقسم إلى قيود قانونية وأخرى اقتصادية :

1- القيود القانونية :غالبا ما تنص قوانين شركات المساهمة على قيود على إصدار السندات كأن ينص القانون على عدم تجاوز قيمة السندات المصدرة لنسبة معينة من الأسهم، أو تقتض الشركة من جهة معينة، كالبنوك مثلا فإنها تلتزم تجاهها بعدم إصدار سندات جديدة وذلك بهدف عدم إضعاف الضمانات مقابل القروض التي قدمتها البنوك¹

2- القيود الاقتصادية : وهي مجموعة من الاعتبارات التي على الشركة مراعاتها قبل إصدار السندات ذلك أن إصدار السند يترتب عليه جملة من الالتزامات يتوجب على الشركة الوفاء بها إضافة إلى أن الإفراط في إصدار السندات قد يضعف الثقة بها ويؤدي لانخفاض نسبة ضماناتها وبالتالي تدهور قيمتها في السوق².

من خلال ما سبق يمكن استنتاج الفروقات بين الأسهم والسندات حيث تتمثل في :

1- أن السهم جزء من رأس مال الشركة بينما السند دين لها

¹ - مروان عطون، المرجع السابق، ص71- 68 .

² - المرجع نفسه، ص67-68.

- 2- حامل السهم شريك في الشركة بينما حامل السند يعد دائئا غريبا عنها ليس له حق التدخل في الإدارة
- 3- لا يحصل حملة الأسهم على أية مبالغ عند انقضاء الشركة، إلا بعد استلام حملة السندات جميع المبالغ المستحقة لهم.¹
- 4- عائد السهم متغير بينما عائد السند ثابت .
- 5- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، بينما حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل، للمساهمين حق أولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة، بينما حامل السند ليس له حق أفضلية في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة.²

¹ - نادية فوضيل ، المرجع السابق ، ص 219.

² - رابح حريزي ، المرجع السابق ، ص 128.

المبحث الثاني

دور استثمار القيم المنقولة في تمويل الشركات

تعد عملية التمويل بما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل والموازنة بينها لاختيار بعضها عملية معقدة ومهمة في نفس الوقت، خاصة بالنسبة للمشاريع الكبرى مما يقتضي كفاءة مادية وبشرية على اعتبار ما لهذا الموضوع من أثر بالغ على مستقبل الشركة واستمرارها. سنتطرق في هذا المبحث لدور الاستثمار في القيم المنقولة في تمويل الشركات في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني سندرس شركة المساهمة من حيث نظام تأسيسها، هذه الشركة التي لها دور محوري في ميدان استثمار القيم المنقولة وعلى اعتبار أيضا أنها أهم شركات الأموال .

المطلب الأول

استثمار القيم المنقولة مصدر للتمويل

يعرف التمويل على أنه مجموع الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية¹. من التعريف نجد أن التمويل لا يشمل الوسائل والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال فقط، بل يشمل أيضا الأساليب التي تعتمد عليها في الحصول تلك الأموال سنوضح في هذا المطلب دور الأسهم والسندات في تمويل الشركات والعوامل المتحكمة في ذلك.

الفرع الأول: عوامل تحديد التمويل طويل الأجل

إن استثمار القيم المنقولة يعد بطبيعته استثمارا طويل الأجل، حيث يحتاج المستثمر فيه إلى مدة طويلة نسبيا ليتمتع بفوائد ومزايا هذا الاستثمار، ونظرا لقيام منظمات الأعمال على مبدأ الاستمرارية والتوسع فإنها تحتاج وبشكل مستمر إلى رؤوس أموال لاستثماراتها في شكل أصول مختلفة من معدات وآلات ومباني ومخزون وغيرها من الأصول اللازمة لتنفيذ الخطط.

¹ - فضيلة زواوي ، تمويل المؤسسة الاقتصادية، وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير، علوم اقتصادية فرع النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس 2009 ص 17.

إن مبدأ الاستمرارية والتوسع، يعني أن هذه الأصول اللازمة لا تحصل عليها المنشأة دفعة واحدة منذ إنشائها بل إنها تتراكم على مدار الدورات المالية لتصبح على ما هي عليه في أي لحظة زمنية¹.

من ذلك تظهر أهمية التمويل طويل الأجل للمشروع حيث أنه على المؤسسة قبل حصولها على هذا التمويل أن تراعي بعض العوامل المهمة التي من شأنها الزيادة أي تحقيق النمو والتوسع هذه العوامل هي :

أولاً: أثر المديونية على الأرباح أي إذا كانت تنوي التمويل بإصدار السندات مثلاً أي مدى تحمل مركزها المالي للاقتراض

ثانياً: على مدير التمويل التخطيط المسبق للحصول على الأموال اللازمة إضافة إلى تعظيم المنفعة من استخدام تلك الأموال، لأن وظيفة التمويل تهتم بتسيير حقيبة الاستثمارات بالطريقة التي تعظم العائد من هذه الاستثمارات لمستوى مقبول من الخطر²

ثالثاً: الملائمة : ويقصد بها تحقيق التوازن والتناسب بين طبيعة الاستخدام وطبيعة المصدر، فالقاعدة العامة في التمويل، هو أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل كأموال الملكية والقروض طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل³

رابعاً: الخطر: للخطر هنا وجهان، الأول هما خطر التشغيل وخطر التمويل حيث تؤدي زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات الشركة إلى زيادة أعباء خدمة الدين، مما يعرض الشركة للفشل في حالة العجز عن خدمة الدين .

خامساً: الإدارة و السيطرة : إن أغلب المالكين للشركة يفضلون التمويل بالقروض بدل التمويل بالملكية لأن ذلك يؤدي إلى وصول متدخلين جدد في الإدارة، مما قد يسبب التشتت في اتخاذ قرار التمويل، إلا أن الإفراط في الاقتراض يؤدي إلى إثقال كاهل الشركة بالمديونية.

سادساً: المرونة: تعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة وحجم ونوع التمويل وذلك تبعاً للمتغيرات.

¹ - خالد الراوي ,عبد الله بركات ,نضال الرمحى , نظرية التمويل الدولي ,دار المناهج الأردن , ص21 .

² - فضيلة زواوي , المرجع السابق ص31.

³ - خالد الراوي , عبد الله بركات , نضال الرمحى , المرجع السابق, ص23.

سابعا: التوقيت: وهو حصول الشركة على الأموال الكافية في الوقت المناسب وبأقل التكاليف، فمثلا في حالة انخفاض نسبة الفوائد على الديون تلجأ الشركة للاقتراض

ثامنا: الظروف الاقتصادية: حيث يشجع الرواج الاقتصادي الشركة على الاقتراض بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال، كما يساعد حجم المؤسسة وسمعتها على حصولها على ثقة المتعاملين¹

تاسعا: يجب أيضا على الإدارة الإلمام بالمصادر التمويلية مع معرفة كل الجوانب الخاصة بكل مصدر من كلفة وإجراءات، فكل مصدر يختلف عن الآخر فإصدار الأسهم يختلف عن إصدار السندات²

الفرع الثاني دور الأسهم والسندات في تمويل الشركات

تعد الفروقات بين الأسهم والسندات من أهم العوامل التي تساعد الشركة في اختيار مصدر التمويل المناسب، هل هو إصدار الأسهم أم سندات ؟

قد تصدر الشركة أسهما لزيادة رأس مالها، لكن عملية الإصدار قد تكون مستحيلة من الناحية العملية ، لأن هذه الأسهم قد لا تجد الإقبال عليها من الأفراد بسبب وضعية الجهة المصدرة ، كضعف معدلات الأرباح الحالية، كما أن الشركات نفسها قد لا ترغب في اللجوء إلى هذا المصدر بهدف تجنب إدخال مساهمين جدد إلى الشركة، وبالتالي إحداث تغيير في الكيفية الحالية لتوزيع الأسهم، هذا بالإضافة أن المتطلبات المالية قد تكون لها صفة مؤقتة مما يجعل عملية الإقراض أفضل من إصدار أسهم جديدة³.

مثلا عندما تريد الشركة زيادة في رأس مالها عن طريق إصدار الأسهم فإن هذه العملية تكلفها أموال إضافية تتمثل في تكلفة الإصدار التي من بينها المصروفات الإدارية ورسوم التسجيل القانونية الأخرى التي تمنح للمشتريين لتشجيعهم على شراء الورقة المالية، غير أن إصدارها للسندات قد يتولد عنه وفورات ضريبية أي إعفاء ضريبي يمكن اعتباره من مداخل الشركة ذلك أن على الشركة أن تضع هيكل تمويل مسبق، حيث تلتزم به عند تمويل الاقتراحات الاستثمارية المستقبلية فإذا كان هيكل رأس المال المستهدف يتكون من 40 % قروض و 60 %

¹ - خالد الراوي ، عبد الله بركات ، نضال الرمحى ، المرجع السابق ، ص 24.

² - المرجع نفسه ، ص 18.

³ - مروان عطون ، المرجع السابق ، ص 65.

حقوق ملكية فينبغي تمويل أي اقتراح استثماري بنفس هذه التشكيلة من الأموال، كما أن قبول الاقتراح الاستثماري أو رفضه يتوقف على صافي حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه وعلى تكلفة الأموال التي تستخدم في تمويله¹.

أولا :مزايا وعيوب التمويل بالأسهم.

أ . المزايا : بالنسبة للأسهم العادية : لا تلتزم الشركة بتوزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة إلا إذا تحققت واتخذ قرار بتوزيعها، لذلك فهي لا تمثل عبئا على الشركة تعتبر الأسهم حق من حقوق الملكية، وهي تمثل ضمانا للدائنين ، وبما أنها وسيلة تمويل طويلة الأجل فالشركة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد بالنسبة للأسهم الممتازة :يحصل حملة الأسهم الممتازة قبل حملة الأسهم العادية على الأرباح قبل أي توزيعات²

ب . العيوب : بالنسبة للأسهم العادية:

01 . ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة بسبب العائد المرتفع الذي يطلبه حملة هذه الأسهم، والسبب الثاني هو المخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.

02 . لا تعتبر أرباح الأسهم من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة فهي بذلك لا يتولد عنها أي اقتصايات ضريبية³.

أن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم بالنسبة للأسهم الممتازة :إن الأرباح الموزعة على حملتها تدفع على الأرباح الصافية بعد الضريبة، كما أنهم ليس لهم الحق بالمشاركة في الإدارة⁴.

ثانيا :. مزايا وعيوب التمويل بالسندات :

أ. المزايا : قد تفضل الشركة إصدار سندات لأنها لا تعطي لأصحابها حق التدخل في إدارة الشركة أو اختيار مجلس إدارتها أو التصويت على قراراتها

أما بالنسبة للمستثمر عادة ما يفضل شراء السندات لعدة أسباب، أهمها أنها تمنح عائد مستقر بمعدل الفائدة الاسمي المحدد بالسند، حيث لا يمكن أن يتغير بغض النظر عن التغيرات في أي قطاع من النظام المالي⁵

¹ - إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، جامعة طنطا مصر 2015 ص392-396..

² - حسني علي خربوش ، محفوظ أحمد جودة ،عبد المعطي رضا ،الأسواق المالية ،الطبعة الأولى ،دار التعليم الجامعي ،الإسكندرية ،ص59-70.

³ -يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ،ص63.

⁴ - حسني علي خربوش ، محفوظ أحمد جودة ،عبد المعطي رضا ، المرجع السابق ، ص70.

⁵ - يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ، ص70-71.

ب - العيوب :قد يشكل العائد المستقر الذي تكفله الشركة لصاحب السند عبئا على كاهلها، خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تمر بمرحلة ركود اقتصادي.

المطلب الثاني

شركة المساهمة

تعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال، فهي تهدف لجمع الأموال قصد القيام بمشروعات صناعية وتجارية، وهي أداة للتطور الاقتصادي فهي قادرة على القيام بالمشروعات التي تحتاج لرؤوس أموال ضخمة تتناسب وحجم تلك المشروعات .
و نظرا لعلاقة هذه الشركة بمجال استثمار القيم المنقولة إذ هي التي تصدرها حيث خصها المشرع بذلك لمكانتها الاقتصادية، كما خصها بتنظيم قانوني محكم جعل منها نظاما قانونيا أقرب منه إلى العقد من ذلك سنخصص هذا المطلب هذا المطلب لدراسة طرق تأسيس هذه الشركة وتشكيل إدارتها

الفرع الأول : تعريف شركة المساهمة وتحديد خصائصها

أولا : تعريف شركة المساهمة :

جاء تعريف شركة المساهمة في نص المادة 592 من القانون التجاري المعدل والمتمم والتي عرفت على أنها : " الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة".

يتضح من خلال التعريف أن شركة المساهمة هي شركة ينقسم رأسمالها إلى حصص الشركاء تمثل بأسهم قابلة للتداول ،ولا يكون الشريك المساهم مسؤولا إلا بقدر حصته في الشركة، كذلك تعتبر شركة تجارية بحكم شكلها مهما يكن موضوعها، وذلك طبقا للمادة 544 من القانون التجاري الجزائري، والتي نصها "يحدد الطابع التجاري للشركة إما بشكلها أو موضوعها ، تعد شركات التضامن وشركات التوصية والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات المساهمة تجارية بحكم شكلها ومهما يكن موضوعها "

ثانيا : خصائص شركة المساهمة :

أ - ينصب اهتمام شركة المساهمة على حصة الشريك أكثر من شخصه فالعبرة فيها ليس بشخصية الشريك وما تنطوي عليه من صفات بل ما يقدمه الشريك في رأسمالها .¹

¹ - هشام فضلي ، المرجع السابق ، ص5

ب كما تتميز في جمع رأسمالها عن طريق طرحه للاكتتاب العام في حالة تأسيسها بالجوء إلى الادخار العلني، هذا بسبب المشروعات الضخمة التي تقوم بها

ج إشتراط المشرع الجزائري ألا يقل رأسمال الشركة عن خمسة ملايين دينار جزائري في حالة اللجوء إلى الادخار العلني ومليون دينار في حالة التأسيس الفوري

د تكون مسؤولية الشريك محدودة في حدود الحصة التي قدمها في رأسمال الشركة
ه إن الحد الأدنى لعدد الشركاء هو سبعة، بذلك فهي تستطيع أن تستقبل ما تشاء من المساهمين، فضلا عن أن المشرع لم يشترط أن يكون المساهم من الأشخاص الطبيعية فقط الأمر مما يسمح باشتراك أشخاص معنوية في تأسيسها¹

و أيضا من ضمن ما يميز شركة المساهمة أن حصة الشريك فيها تكون قابلة للتداول وذلك حسب ما نصت عليه المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري، وعليه فالمساهم في الشركة يتنازل عما يملكه من أسهم في رأسمال الشركة بكل سهولة وفي أي وقت دون الحصول على موافقة الشركاء.

إن خاصية التداول هي التي حفزت صغار المدخرين على الانضمام للشركة قصد استثمار أموالهم فيها، ومن ثم كانت سببا في نجاح وانتشار هذا النوع من الشركات، حيث أن التداول لا يرتب أي ضرر يلحق برأسمال الشركة، بل هو العامل الرئيسي في ازدهارها، كما يتيح التداول لجمهور المستثمرين الدخول إلى الشركة بحرية والخروج بسهولة ويسر كلما أحوجتهم ظروفهم إلى ذلك، أو بدت لهم بوادر نظرة استثمارية أخرى ذات عائد أفضل²

الفرع الثاني تأسيس شركة المساهمة

تتأسس هذه الشركة بطريقتين هما :

أولا :التأسيس الفوري.

في هذا التأسيس يقتصر الاكتتاب على المؤسسين فقط ،حيث يكونون رأسمال الشركة نظرا لتمتعهم بالمال والخبرة، ويتم ذلك بإتباع ما جاء في المواد 605 إلى 609 من القانون التجاري، بالقيام بما يلي :

¹ - المادة 592 من الأمر 59/57 المعدل والمتعمم السالف الذكر .

² - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 83.

أ - تسجيل الشركة:

تسجيل الشركة في السجل التجاري، وذلك بإيداع مشروع القانون الأساسي بالمركز الوطني للسجل التجاري.

ب - الاكتتاب في رأسمال الشركة:

تنص المادة 606 من القانون التجاري المعدل والمتمم "تثبت الدفعات بمقتضى تصريح من مساهم أو أكثر في عقد موثق يتصرف الموثق على النحو المنصوص عليه في المادة 599 من القانون التجاري بناء على قائمة المساهمة المحتوية على المبالغ التي يدفعها كل مساهم، حيث يكلف أحد المساهمين أو أكثر بتحرير عقد لدى موثق يثبت فيه هذا الأخير المبالغ من طرف المؤسسين الذين لا يتجاوز عددهم السبعة.

ثانيا : تأسيس شركة المساهمة بالجوء للاكتتاب العام.

تبدأ إجراءات تأسيس شركة المساهمة تأسيسا صحيحا بأن يبرم المؤسسون فيما بينهم عقدا ابتدائي للشركة في ورقة رسمية، إلى جانب قانونها الأساسي للشركة وفق النموذج المحدد سلفا من قبل المشرع باعتباره دستور الشركة المنظم لحياتها منذ تحرير العقد الابتدائي، إلى حين تصفيته.

يوجب المشرع الجزائري إفراغ القانون الأساسي في وثيقة رسمية، ويوقع المؤسسون أو من يمثلهم على العقد الابتدائي والقانون الأساسي، إثر توقيع عقد الشركة وقانونها الأساسي تأتي مرحلة أخرى هي مرحلة الاكتتاب بالأسهم¹.

01 - مفهوم الاكتتاب:

هو إبداء رغبة المكتتب في دخول الشركة المستقبلية عن طريق تعهده بشراء عددا من أسهمها المطروحة على الجمهور²، ويقع الاكتتاب على الحصص النقدية أما الحصص العينية والتي يشترط الوفاء بها بالكامل عند التأسيس، تمنح مقابلها أسهم عينية. كما يعرف الاكتتاب بأنه انضمام الشخص لعقد الشركة بتقديمه قيمة أسهم، ويعطى له مقابل ذلك سهما يكسب به صفة الشريك، بعد إتمام إجراءات التأسيس .

¹ - نادية فوضيل، المرجع السابق، ص165.

² - المرجع نفسه، ص168 .

على ضوء التعريفين السابقين، فإن الاكتتاب هو طريقة من طرق التمويل بموجبها تجمع الشركة المساهمة الأموال التي تحتاجها لممارسة نشاطها، حيث تقوم الشركة بطرح الأسهم قصد شرائها من قبل الجمهور .

02 - كيفية الاكتتاب:

تعرض المشرع إلى الاكتتاب في المواد من 595 إلى 599 من القانون التجاري المعدل والمتمم التي تبين إجراءات الاكتتاب وهي :

- إ فراغ مشروع القانون الأساسي للشركة في الشكل الرسمي وإيداعه بالسجل التجاري.
- نشر المؤسسين تحت مسؤوليتهم إعلانا عن الاكتتاب وفقا للشروط التي حددها التنظيم وفق للمرسوم 438/95 التعلق بشركات المساهمة و التجمعات فحسب المادة الثانية منه "ينشر الإعلان المنصوص عليه في المادة 2/595 من القانون التجاري في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل المشروع"¹

03 - بطاقة الاكتتاب أو شهادة الاكتتاب :

تنص المادة 597 من القانون التجاري على ما يلي "يتم إثبات الاكتتاب بالأسهم النقدية بموجب بطاقة الاكتتاب تعد حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم، كما نصت المادة الرابعة من المرسوم السالف الذكر على "يؤرخ ويمضى الاكتتاب المنصوص عليه في المادة 597 من القانون التجاري المكتتب أو موكله الذي يذكر بالأحرف الكاملة عدد السندات المكتتبة وتسلم له نسخة منها على ورقة عادية ويبين في البطاقة ما يلي :

- تسمية الشركة التي تؤسس متبوعة برمزها إن اقتضى الأمر
- شكل الشركة
- مبلغ رأسمال الشركة الذي يكتتب به
- عنوان الشركة
- موضوع الشركة باختصار
- تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي للشركة ومكانه
- نسبة الرأسمال الذي يكتتب به نقدا أو النسبة في الحصص العينية عند الاقتضاء
- كيفية إصدار الأسهم المكتتبة نقدا

¹ - المرسوم التنفيذي رقم 438 /95 مؤرخ في 1995/12/23 متضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات , الجريدة الرسمية عدد 80 مؤرخ في 1995/12/24.

- اسم الشركة وتسميتها وعنوان الشخص الذي يتسلم الأموال .
- لقب المكتب راسمه المستعمل وموطنه وعدد السندات التي اكتتبها.
- الإشهار بتسليم نسخة من بطاقة الاكتتاب إلى المكتب .
- تاريخ نشر الإعلان المنصوص عليه بالمادة 2 أعلاه بنشرة رسمية للإعلانات القانونية.¹

04 - شروط الاكتتاب :

- يكون الاكتتاب في رأس مال الشركة كاملا وذلك حسب نص المادة 596 من القانون التجاري "يجب أن يكتتب رأس المال بكامله".
- أن يكون الاكتتاب باتا وناجزا وجديا فلا يجوز الرجوع فيه ولا يجوز تعليقه على شرط
- أن يصدر الاكتتاب من سبعة أشخاص على الأقل حسب نص المادة 592/2 من القانون التجاري السالفة الذكر.

ج - إدارة شركة المساهمة :

تتميز شركة المساهمة بالعدد الكثير للمساهمين، إذ المشرع لم يضع حدا أقصى للذين ينظمون إليها، لكنه وضع الحد الأدنى لهم، السبب الذي جعل المشرع ينظم إدارة الشركة لأن العدد الضخم يحول دون مشاركتهم جميعا في الإدارة حيث تتكون الأخيرة من :

01 - مجلس الإدارة :

حيث نصت المادة 601 من القانون التجاري "يتولى إدارة شركة المساهمة مجلس إدارة يتألف من ثلاثة أعضاء على الأقل، ومن 12 عضوا على الأكثر وحسب المادة 611 من القانون التجاري فإن الجمعية العامة العادية هي التي تنتخب القائمين بالإدارة وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن يتجاوز ذلك 6 سنوات كما أوضحت المادة 619² أن يكون مجلس الإدارة مالكا لعدد من الأسهم يمثل على الأقل 20% من رأسمال الشركة ويحدد القانون الأساسي العدد الأدنى من الأسهم التي يحوزها كل قائم بالإدارة وهي غير قابلة للتصرف فيها ، حيث يتولى مجلس الإدارة أمور الشركة من تسيير وتنفيذ القرارات الصادرة عن جمعية المساهمين وهو ما وضحته المادة 610 و 611 من القانون التجاري.³

¹ - نادية فوضيل، المرجع السابق، ص172.

² - أنظر الأمر رقم 59/75 المعدل والمتمم السالف الذكر .

³ - أنظر المادة 611/610 من الأمر سالف الذكر.

02 - مجلس المراقبة :

يتكون من 7 أعضاء كحد أدنى و12 عضو كحد أقصى ويمكن أن يتجاوز العدد في حالة اندماج الشركة شريطة ألا يتجاوز العدد 24 عضواً ويجب أن يكونوا قد مارسوا الإدارة مدة ثلاثة أشهر، تنتخبه الجمعية العامة للمساهمين وهذا حسب المواد 649 و657 و658 من القانون التجاري .

03 - الجمعية العامة للمساهمين :

هي أعلى هيئة في شركة المساهمة وتتكون من :

01/03 - الجمعية التأسيسية :

أول جمعية تنعقد في الشركة ولذلك أطلق عليها التأسيسية، حيث يلتقي فيها كل المؤسسين والمكتتبين حسب نص المادة 715 مكرر 29 من القانون التجاري.

02/03 - الجمعية العامة العادية :

الجمعية التي لا تنعقد من تلقاء نفسها، بل يعود قرار انعقادها إلى مجلس الإدارة أو مجلس المديرين في الشركة، حيث تنعقد مرة واحدة على الأقل خلال ستة أشهر التي تسبق قفل السنة المالية.

03/03 - الجمعية العامة الغير عادية :

تتولى هذه الجمعية تعديل النظام الأساسي للشركة وهي ذات طابع استثنائي المادة 676 حسب 2/من القانون التجاري.¹

من خلال ما سبق يمكن الوصول إلى أن استثمار القيم المنقولة هو استثمار مالي تتعدد فيه الأدوات تتحكم فيه عوامل عديدة من شأنها التأثير على قرار التمويل المناسب للشركة وقرار الاستثمار بالنسبة للمستثمر.

¹ راجع المادة 676 من الأمر رقم 59/75 المعدل والمتمم ، السالف الذكر .

الفصل الثاني

الأسواق المالية ومخاطر

استثمار القيم المنقولة

تمهيد

تمثل الأسواق المالية الإطار القانوني والتنظيمي لاستثمار القيم المنقولة بما توفره من مناخ يشكل القاعدة الأساسية لهذا النوع من الاستثمارات , فكلما كانت السوق المالية ذات كفاءة ومقدمة لضمانات تفيد المستثمر كانت نتيجة هذا الاستثمار مرضية لجميع الأطراف, بحيث تحقق الأهداف التي يصبو إليها المستثمر والجهة المعنية بالتمويل .

وبما أن بيئة استثمار القيم المنقولة تتميز بعدم التأكد من تحقق النتائج والمتمثلة في العائد, فإن المستثمر وأثناء قيامه بالاستثمار قد يتعرض لمخاطر هذه المخاطر يجب دراستها قبل البدء في استثمار القيم المنقولة .

سنخصص هذا الفصل لدراسة سوق الأوراق المالية (المبحث الأول) ثم نتطرق لأنواع مخاطر استثمار القيم المنقولة (المبحث الثاني) .

المبحث الأول

سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات إلى استثمارات، وذلك لكون السوق بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأسمال، أو قروض تتمثل في السندات .

سوق الأوراق المالية

يقصد بالسوق المالية "السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على الراساميل طويلة المدى سندها قيما منقولة والتي تكرر حقوق حاملي الراساميل¹ وتنقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين ، سنتعرض في المطلب الأول إلى السوق الأولية والمطلب الثاني إلى السوق الثانوية

المطلب الأول

السوق الأولية

تظهر أهمية أسواق الأوراق المالية في قدرتها على توفير السيولة اللازمة للمشاريع الكبرى ، وهذا نظرا لسهولة تحويل الورقة المالية كذلك لقدرتها على إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه الأخيرة للاكتتاب فيها .

الفرع الأول تعريف السوق الأولية وبيان أهميتها

يطلق عليها أيضا سوق الإصدار، وهي "تلك السوق التي تهتم بإنشاء الأوراق المالية وتسمى أيضا بسوق الورقة الجديدة التي يتم الاكتتاب فيها لأول مرة ، وتصدر تلك الصكوك الأوراق عادة من المشروعات العامة أو الخاصة"²

¹ - نورة حليل ، النظام القانوني لسوق المالية الجزائرية ، أطروحة دكتوراه ، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، جامعة مولود معمري، تيزي وزو ص28.

² - سيد طه بدوي بدوي ، المرجع السابق، ص70.

كما تعرف السوق الأولية على أنها "أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال وبين تلك المشروعات، هنا يظهر توظيف المدخرات في شراء أسهم وسندات، حيث أن كل مستثمر في السوق الأولية إنما يريد أن يتخلص من السيولة المدخرة ويحولها إلى سيولة مجمدة تتمثل في السهم والسندات، وهو يبحث من خلال ذلك على تحقيق عائدا على الأصول المستثمرة يتمثل في قيمة الفائدة¹

ولما كانت عملية الاكتتاب بالغة الأهمية بالنسبة للجمهور، إذ أنها لو أطلقت من أي قيد أو شرط لا يمكن عن طريقها أن تتوفر حالة من الاحتيال كإظهار مراكز مالية وهمية توهي بالأهمية البالغة للمشروع ، لذا فإن كثيرا من التشريعات تخضعها لشروط موضوعية وإجرائية الهدف منها إبراز المركز المالي الحقيقي وإضفاء قدر من الضمانات على الراغبين في الاكتتاب في الأوراق المالية²

حيث تنظم لسلطات المختصة في الدول بقوانين ولوائح أسلوب إصدار الأوراق المالية الجهات التي يرخص لها بذلك ،شروط الإصدار،حقوق والتزامات طرفي العملية ويصل تنظيم سوق الإصدار الى أقصى درجاته حيث تحرص السلطات على حماية الادخار والمحافظة على حقوق المدخرين³

قد حرص التشريع الجزائري على الاهتمام بمرحلة الاكتتاب فنظمها بنصوص قانونية من شأنها أن تشجع المستثمرين على اللجوء للاكتتاب في الأوراق المالية، كرس ذلك المشرع في اللجوء العلني للادخار حماية وضمانة من شأنها أن تلعب دورا مهما في استثمار القيم المنقولة ونشر الثقة لدى جمهور المكنثيين .

كما أحدث المرسوم التشريعي 08/93 تغييرا جذريا في النظام القانوني للقيم المنقولة على اعتبارها قابلة للتداول بحسب المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري المعدل والمتمم كما تم إدخال أشكال جديدة من القيم المنقولة، والذي يرجع لشركة المساهمة دورها الحقيقي في تعبئة وجلب الادخار حيث تمثلت هذه القيم في :

أولا :شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.

ثانيا :سندات لمساهمة.

¹ - رابح حريزي ,المرجع السابق ,ص144.

² - سيد طه بدوي ,المرجع السابق ,ص72.

³ - عبد الباسط كريم مولود , المرجع السابق , ص25.

ثالثا: سندات الدين القابلة للتحويل إلى تحويل إلى أسهم.

رابعاً :سندات الدين ذات قسيماں اکتتاب بالأسهم.

الفرع الثاني : دور شركة المساهمة في تنشيط السوق الأولية

في هذا الصدد يظهر دور شركة المساهمة التي تعد من أفضل التنظيمات الاقتصادية التي يمكن من خلالها توفير أكبر قدر ممكن من المدخرات وتوظيفها في المجالات الاقتصادية المنتجة، إذ أن هذه الشركات تقوم على أساس تجميع الأموال اللازمة من خلال طرح رؤوس أموالها للاكتتاب العام من قبل الجمهور، مما يتيح للجميع المشاركة بمدخراتهم في امتلاك مجموعة من أسهم الشركة وتشجيعهم على النشاط الاستثماري عن طريق الدخول للبورصة .

فشركة المساهمة تعتبر العنصر الأساسي في خلق سوق مالية متطورة للتداول وأداة مهمة يمكن استخدامها بفاعلية في توجيه مزيد من الموارد المالية نحو الاستثمار والتشغيل وتوظيف الفوائض المالية في هذا النوع من الشركات، ذلك أن شركة المساهمة وبما تملكه من مزايا تجعلها في مقدمة شركات الأموال فعلى المستوى العالمي فهي التنظيم الاقتصادي الذي ساهم في ازدهار الأسواق المالية الأولية والثانوية، فهي القادرة على جلب المدخرات من المستثمرين، حيث يمكنها طرح أسهمها للاكتتاب لتستوعب أكبر عدد من المساهمين، وهي أيضا تعطي الحرية للمساهم للخروج منها متى شاء، كذلك المسؤولية المحدودة للمساهمين أثرت بشكل كبير على انتشار هذا النوع من الشركات وتميزه.

يكون المكتب في سوق الإصدار عبارة عن أفراد أو مؤسسات مالية غير أنه قد تكتتب بعض المؤسسات المالية كالبنوك في تلك الأوراق بكميات كبيرة لتعيد بيعها بعد ذلك للجمهور في سوق البورصة بكميات صغيرة وعلى فترات لتحقيق فوائد من بيع الورقة المالية بأعلى من سعرها في سوق التداول.

كما تتحقق فوائد لجهة الإصدار بالتقليل من عناء تصريف كميات كبيرة من الصكوك ومن احتمال التغطية الجزئية للاكتتاب بما يمثله ذلك من إساءة لسمعتها ،إن تحقيق إصدار جيد للأوراق المالية مبني أساسا على فحص حاجة الشركة للتمويل عن طريق دراسة جميع خصائصها المالية والتشغيلية ومقدرتها وهيكل إدارتها¹

¹ - سيد طه بدوي، المرجع السابق، ص 71.

المطلب الثاني

سوق التداول أو بورصة الأوراق المالية

إن قيام المشاريع الضخمة والتي جاءت نتيجة حتمية للتطور الاقتصادي من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية الحديثة، سواء كان هذا التطور يرتكز على المبادرة الخاصة أو العامة، أدى هذا التطور إلى تداول سلع جديدة لم تكن معروفة من قبل ألا وهي الأسهم والسندات، كما أن ازدهار هذه الأوراق وتنوعها وإقبال الجمهور على تداولها كان من شأنه قيام سوق تجارية خاصة بها، هي بورصة الأوراق المالية، هذه السوق منظمة يلتزم المتعاملون فيها مراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، كما تتضح أن لسوق التداول علاقة بسوق الإصدار من خلال سعر السهم في كل منهما، إذ يكون سعر السهم منخفضا في سوق الإصدار لتشجيع الاكتتاب في الأوراق المالية، بينما يرتفع السهم أو ينخفض في سوق التداول طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء¹ مما يشجع المكتتب على الاستثمار في البورصة والحصول على الأرباح.

الفرع الأول تعريف البورصة وتحديد وظائفها

نتعرض لهذا في البنود التالية:

أولا : تعريف البورصة :

هي "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية"²

لبورصة الأوراق المالية أهمية كبرى في تنمية الاستثمار الضروري للتنمية الاقتصادية إذ تساعد في اجتذاب رأس المال الخاص لشراء الأسهم والسندات³.

ثانيا : وظائف البورصة :

أ - ضرورة إتاحة سوق مستقرة للأوراق المالية وذلك لتمكين المستثمر من استرداد مدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها

¹ - عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص28.

² - محمد فتاحي، حرية تداول الأسهم في شركة المساهمة في القانون الجزائري، دراسة مقارنة، دار الخلدونية، الجزائر ص 175.

³ - شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة، الطبعة الثانية، الجزائر 1999، ص20.

ب - مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية، حيث أن للبورصة دور في عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للعرض والطلب معا¹.

ج - كما تسهل البورصة عملية توظيف الأموال بالعمل على توجيه المال إلى أفضل سبل الاستثمار، فتقوم البورصة بتحويل المال من المشروعات الضعيفة الإنتاجية إلى المشروعات الإنتاجية العملاقة².

د - تشجع على تنمية الادخار.

هـ - تساعد على توجيه المستثمرين نحو الاستثمارات الملائمة سواء أسهم أم سندات.

و - تعد البورصة مرآة تعكس مدى النجاح الذي تحققه الشركات .

ك - تساعد البورصة في تحديد سعر الورقة أقرب ما يكون إلى الحقيقة حيث تعمل البورصة بمبدأ المزايدة في إطار العلنية والشفافية .

ثالثا : خصائص الاستثمار في البورصة:

أ - يتميز الاستثمار في البورصة بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء.

ب - تسمح باستثمار أي مبلغ كان صغيرا أم كبير .

ج - لا يتطلب الاستثمار في البورصة أي خبرة خاصة فبمقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة .

د - الاستثمار في البورصة يمنح الفرصة للتنويع، إذ يمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية مثلا، حيث تضمن هذه الميزة عدم ضياع رأس المال في حالة فشل المشروع، كما يشجع الاستثمار في الأسواق المالية على الادخار³

رابعا : كفاءة السوق المالية :

يقصد بكفاءة السوق المالية مدى توفر المعلومات المناسبة والملائمة للمستثمرين وإلى أي حد تعكس الأسعار السائدة في هذه السوق واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

¹ - رابح حريزي ، المرجع السابق ، ص 37-39.

² - سيد طه بدوي ، المرجع السابق ، ص 55.

³ - شمعون شمعون ، المرجع السابق ، ص 52.

وعليه فالسوق الكفاء هي التي تكون في توازن مستمر، إذ تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها¹

خامسا :المبادئ التي تحكم نشاط البورصة

أ - ضرورة توفر العرض الكثيف والطلب الكثيف العلانية والشفافية، إذ لا يجب أن تتم أي تعاملات في البورصة على استخفاء الالتزام بالمثل الأخلاقية .

ب - رقابة الدولة.

ج - الاستقرار النقدي والمالي.

د - ضرورة وجود عائدات مجزية من جراء التعامل في الأوراق المالية

هـ - البورصة مؤسسة تدير نفسها بذاتها وتضع لنفسها أسس ونظم عملها بعيدة عن أي تأثير خارجي².

الجزائر كغيرها من الدول سعت لإنشاء بورصة للأوراق المالية، وهي بورصة القيم المنقولة وذلك بصدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم³ حيث جاء ذلك استجابة لمتطلبات نظام اقتصاد السوق الحر، الذي أعاد إحياء النسيج الاقتصادي لمجموع المؤسسات الوطنية وتأهيلها نحو الفعالية، عن طريق فتح رأس مال المؤسسات العمومية والخاصة المنظمة على شكل شركات لضمان تمويل مباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي والحصول على وسيلة لضمان سيولة الادخار المستثمر على المدى الطويل.

الفرع الثاني :بورصة الجزائر

تأسست بورصة الجزائر تماشيا مع التطور والانفتاح الاقتصادي في ظروف اقتصادية خانقة تميزت بارتفاع نسبة المديونية على أعقاب أزمة الانخفاض الحاد في أسعار البترول وكنتيجة لضغوط الهيئات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي.

يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم المتداولة والمؤتمن المركزي على السندات وسنكتفي بدراسة اللجنة كأهم هيكل في البورصة .

¹ - حسين عطا غنيم، تحليل أخطار التمويل والاستثمار، مركز جامعة القاهرة، 1993، ص 25.

² - المرجع نفسه، ص 46.

³ - مرسوم تشريعي 10/93 المعدل والمتمم مؤرخ 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة الجريدة الرسمية عدد 34 بتاريخ 1993/5/23 .

أولا - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة :

تتشكل اللجنة حسب المادة 21 من المرسوم السابق من :

-رئيس يعين لمدة نيابية تدوم أربعة سنوات.

-قاضي يقترحه وزير العدل.

-عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية .

-أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.

-عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر .

-عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.

-عضو يقترحه المصفي الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين

المعتمدين .

ثانيا - مجالات السلطة التنظيمية للجنة :

حسب المادة 21 من المرسوم التشريعي السابق الذكر، تقوم لجنة عمليات البورصة منح المشرع لهذه اللجنة الشخصية المعنوية والاستقلالية، وحدد بدقة مهامها المرسوم التشريعي 10/83 حيث تمحورت أساسا في :

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة .

- السهر على السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

وذلك حسب نص المادة 30 من نفس المرسوم، كما خول المشرع للجنة سلطة تنظيم سوق القيم عن طريق سن أنظمة، وفي هذا المقام تعتبر اللجنة الجهاز التشريعي لسوق القيم المنقولة، وهذا حسب نص المادة 31 من نفس المرسوم، ليس هذا فقط بل أعطى المشرع للجنة سلطة المراقبة من أجل احترام التنظيم الساري المفعول، وهي بذلك سلطة السوق حسب المادة 35، من ذلك نستنتج أن المشرع وسع من صلاحيات اللجنة، وذلك من أجل بعث الثقة في نفوس المدخرين المستثمرين، مما يزيد من حمايتهم، حيث أنه كلما زادت الحماية زاد الادخار الموظف في المشاريع الإنتاجية التي تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني.¹

تقوم السلطات العمومية على تنشيط السوق المالية عن طريق تشجيع الادخار وحمايته فلجأت إلى إنشاء هيئات غرضها تسهيل مشاركة وتعامل صغار المدخرين في السوق المالية

¹ - فاتح آيت مولود، المرجع السابق، ص 15.

وهو ما يسمى بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، حيث تهدف هذه الهيئات إلى تكوين حافظة قيم منقولة وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة، ويميز بين هئتين للتوظيف هما :

أ- شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير:

هي شركات يتكون رأس مالها من مجموع حصص المساهمين بها، حيث يكون عدد الأوراق قابل للتغيير، وهذا بسبب دخول وخروج المساهمين، حيث تصدر أسهمها تماشيا مع طلبات الاكتتاب ويصبح كل مستثمر يشتري أسهمها مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة.

ب - الصناديق المشتركة للتوظيف:

هي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات ويتم تسييرها من طرف هيئة مختصة وذلك بهدف جذب الأفراد والعائلات غير المختصة في النشاط البورصي¹ والفرق بينها وبين الشركة السابقة، هو في عدم تمتعها بالشخصية المعنوية يحقق التوظيف من خلال الشركة والصندوق مزايا أهمها :

01 - إمكانية الشراء والبيع في أي وقت .

02 - الحصول من خلال الحافظة المستثمرة على أنواع شتى من السندات.

03 - قواعد استثمار واضحة مع تنوع المخاطر بسبب حافظة القيم .

04 - تحصل هيئات التوظيف الجماعي على الاعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة

ومراقبتها .

ثالثا : شروط الانضمام لبورصة الجزائر حتى يتم قبول الأوراق المالية وتسجيلها في

قيد البورصة يجب أن يتوفر في الشركة الشروط العامة التالية:

01 - أن تكون الشركة ذات أسهم طبقا لما نص عليه في القانون التجاري

02 - تقديم الشركة تقرير تقييمي يعده خبير مختص

03 - نشر القوائم المالية المصادق عليها لثلاث سنوات منصوص عليها سابقا للسنة

التي تم فيها تقديم طلب القبول، مع ضرورة تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت تقديم الطلب .

¹ - رابح حريزي ، المرجع السابق ، ص 162-161.

04-ضرورة إعلام شركة تسيير البورصة عند القيام باستعمال معلومة مميزة أو خاصة من أحد المساهمين بحوزته مراقبة المؤسسة على حساب غيره من المساهمين، حيث يكون من حق اللجنة الفصل في مثل هذه الحالة¹

الشروط الخاصة المتعلقة بطبيعة القيم المنقولة المراد قيدها في البورصة، فبالنسبة للأسهم يشترط ألا يقل رأس مال الشركة المساهمة عن مائة مليون دينار جزائري وأن يتم توزيع ما نسبة 20 بالمائة على الأقل من رأس مال الشركة على الجمهور للاكتتاب فيه أن يتم توزيع رأس مال الشركة على عدد ألا يقل عن ثلاثة مائة مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإدخال أو القيد في البورصة وهذا حسب نص المادة 43 من نظام لجنة عمليات البورصة²

أما التعامل بالسندات، فإنه يشترط فيه :

أن تعادل قيمة السند(القرض) يوم القيد مائة مليون دينار جزائري على الأقل في البورصة توزيع لسندات موضوع طلب القبول على مائة مكتب على الأقل قيم القروض المصدرة من قبل الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المكتتبين³

رابعاً:الشركات المقيدة في بورصة الجزائر

- مجمع الرياض سطيف .

- مجمع صيدال.

- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

- شركة سونالغاز .

- شركة سوناطراك.

- شركة الخطوط الجوية الجزائرية.

للإشارة فإن المشرع قد اشترط أن تكون عمليات البورصة من قبل الوسيط ، حيث حدد المشرع بعض الأشخاص المعنويين وهم البنوك والمؤسسات المالية وكذا صناديق الاستثمار للقيام بالوساطة في عمليات البورصة ، وهذا طبقاً للمادة 4 من نظام لجنة عمليات البورصة 03/96 والمادة 6 من المرسوم التشريعي 08 /93 حيث اشترط المشرع أن تكون الوسيط شركات تجارية ، وبذلك يعتبر الوسيط تاجراً تتمثل مهمته في التعاقد نيابة عن عميله باسمه

¹ - فضيلة زواوي ، المرجع السابق ص 191.

² - محمد فتاحي، المرجع السابق، ص181.

³ - فضيلة زواوي، المرجع السابق ، ص120.

الشخصي ولحساب عميله، وبما أن الوسيط تاجرا فإنه يلتزم بالتزامات التاجر وهي القيد في السجل التجاري، ومسك الدفاتر التجارية والخضوع للضريبة على الأرباح التجارية والصناعية¹ مجالات السلطة التنظيمية للجنة :حسب المادة 21 من المرسوم التشريعي السابق الذكر تقوم لجنة عمليات البورصة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة وتسن التعليمات المتعلقة خاصة بما يلي

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة .

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المطبقة عليهم .

من خلال ما سبق قوله حول البورصة يتضح أن المشرع حرص على التشديد على سلامة عمليات البورصة من خلال الصلاحيات الممنوحة للجنة عمليات البورصة ومراقبتها وذلك لجلب المستثمرين إليها غير أن كل ذلك لم يحقق المرجو من بورصة القيم المنقولة وهذا بسبب عدة معوقات نذكر منها

- 1- حادثة نشأة بورصة الجزائر .
- 2- ظهرت بورصة الجزائر في ظروف سياسية غير مستقرة .
- 3- حصر شروط القيد في البورصة على شركات المساهمة .
- 4- الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ألا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27 أما التصيب الرسمي فلم يتم إلا في فيفري 1996
- 5- غياب الثقافة في ميدان البورصة للمجتمع لجهل غالبية الناس لماهية البورصة وأهميتها وميلهم للادخار بالبنوك كما أن العامل الديني حال دون تعامل بعض الناس في الأوراق المالية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي²
- 6- التضخم حيث يؤدي إلى التقليل من الادخار بلجوء الأفراد إلى مدخراتهم لتوفير حاجاتهم الاستهلاكية نظرا لانخفاض القوة الشرائية كما يؤدي التضخم إلى رفع سعر الفائدة حيث يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم في البنوك
- 7- السوق الموازية وما تحققه من أرباح أدى إلى ابتعاد الناس عن الاستثمار في

البورصة

¹ - محمد فتاحي ، المرجع السابق ، ص 194.

² - فضيلة زواوي ، المرجع السابق ، ص 125.

8- نسب الضرائب المرتفعة على أرباح الشركات حيث أن الضرائب تضعف من مردود
الأموال المستثمرة¹

¹ - فضيلة زواوي , المرجع السابق , ص125-126.

المبحث الثاني

أنواع أخطار استثمار القيم المنقولة

لا يخلو الاستثمار في القيم المنقولة من الأخطار حيث لا يعني أن يكون ناتج الاستثمار ربحاً دائماً ولكن يمكن أن يكون خسارة فعلى المستثمر أن يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمارات وهي تعتبر خطوة هامة في هذا المجال ويمكن تقسيم المخاطر إلى منتظمة وأخرى غير منتظمة .

المطلب الأول

المخاطر المنتظمة

نتعرف في هذا المطلب على مفهوم المخاطر الاستثمارية وأنواع المخاطر المنتظمة
الفرع الأول : مفهوم مخاطر الاستثمار

الخطر حالة عدم التأكد المصاحبة للنواتج الخاصة بالاستثمار فكل أنواع الاستثمارات تنطوي على مخاطر بشكل أو بآخر ورغم هذه المخاطر فإنها لا تثني المستثمر عن الاستثمار¹ فالمخاطر هي عدم انتظام العوائد فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة .

ويعرف خطر الاستثمار بأنه "فرصة استلام عائد فعلي غير ما تم توقعه² إن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره³ من ذلك يظهر الارتباط بين العائد و الخطر فكلما تزايدت المخاطر كلما زاد العائد المتوقع الذي يحصل عليه المستثمر وفي كل الأحوال فإن الاستثمار يكون في الأوراق المالية ذات العائد الأكبر⁴.

علاقة المستثمر بالمخاطرة: بما أن المخاطرة تعتبر متغيراً له أهمية بالنسبة للمستثمر فإن هدف المستثمر لابد أن يتركز على تعظيم المنفعة لكن في ظل المخاطر التي يمكن أن يتحملها وتظهر علاقة المستثمر بالمخاطر ثلاثة أنواع مختلفة من المستثمرين هم:

¹ - عبد الغفار حنفي , المرجع السابق , ص 197.

² - خالد الراوي , عبد الله بركات , نضال الرميحي , المرجع السابق , ص 18.

³ - يوسف مسعداوي , المرجع السابق , ص 226.

⁴ - عبد الغفار حنفي , المرجع السابق , ص 206.

وتظهر علاقة المستثمر بالمخاطر ثلاثة أنواع مختلفة من المستثمرين هم:
أولاً: المستثمر الذي يبحث عن المخاطر، وهو الذي يبحث عن استثمارات تحقق له عوائد كبيرة بغض النظر عن المخاطر.

ثانياً: المستثمر الذي لا يبالي بالمخاطر، حيث تكون المنفعة التي يجنيها هذا المستثمر من الاستثمارات مساوية للزيادة التي يضيفها الاستثمار إلى ثروته

ثالثاً: المستثمر الذي يبغض المخاطر¹

الفرع الثاني: مفهوم المخاطر المنتظمة وأنواعها

أولاً: تعريف المخاطر المنتظمة:

هي حالة عدم التأكد من تحقيق العائد والتي لا يمكن تجنبها بالتوزيع وتعرف بمخاطر السوق المتصفة بأنها :

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين
- ترتبط هذه المخاطر بالظروف الاجتماعية والسياسية والاقتصادية ، مثل أن تكون الشركة تنتج سلعا موسمية²

ثانياً: أنواع المخاطر المنتظمة :

أ مخاطر السوق :

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معاً استجابة لأحداث خارجية غير مرتبطة بالشركة ، فعندما يحدث تحرك خاص بالسوق بالأسهم، فإن الأسهم تتجه أسعارها بالزيادة وبالمثل إذا انخفض الطلب على الأسهم فإن أسعارها تتأثر بما في ذلك أسعار أسهم الشركات التي تتميز بمبيعاتها بأنها أعلى من المتوسط ، من ذلك يتبين أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، فالمستثمر لا يستطيع فعل شيء لتجنب هذه التقلبات المصاحبة لتلك الأحداث مثل حدوث انقلاب ، وفاة زعيم، حدوث حرب³.

¹ - يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ، 239

² - عبد الغفار حنفي ، المرجع السابق، ص 289-290

³ - المرجع نفسه، ص 201

ب مخاطر التضخم :

لا يمكن تجنب المخاطر الناتجة عن التضخم ،والذي يؤدي إلى تدهور القوة الشرائية ففي هذه الحالة أي زيادة الأسعار داخل المجتمع فإن القدرة الشرائية لوحدة النقود المستثمرة تتجه نحو الانخفاض، ولا شك أن مخاطر التضخم تحدث تأثير أكبر على الاستثمارات التي تعطي عائد ثابت كالسندات .

ج مخاطر سعر الفائدة :

تعني هذه المخاطر التغيير في معدل الفائدة السوقي، بحيث يؤثر على كل الاستثمارات ويكن تأثيره على الأسهم أكثر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت ،من ذلك يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى توجه المستثمرين نحو سوق السندات بينما إذا انخفض معدل الفائدة اتجه المستثمر نحو سوق الأسهم .

د - مخاطر السيولة :

ترجع هذه المخاطر إلى عدم التأكد من إمكانية استرداد أو تسهيل الاستثمار دون خسارة هنا تظهر أهمية البورصة في توفير السيولة ،لأنه لا يوجد فارق كبير في التوقيت بين الشراء والبيع¹.

المطلب الثاني

المخاطر غير المنتظمة

إضافة إلى المخاطر المنتظمة هناك أخرى غير منتظمة ، والفرق بينهما أن الغير منتظمة يمكن تخفيفها ومعالجتها بالتنوع في ما يعرف بالمحفظة الاستثمارية وهي أداة حديثة للتقليل من مخاطر الاستثمار وسنتطرق لذلك في هذا المطلب .

الفرع الأول :المخاطر الاستثمارية

أولاً :تعريف المخاطر غير المنتظمة وأنواعها

هي تلك المخاطر الخاصة التي تواجه منشأة معينة نتيجة لخصائص وظروف تلك المنشأة وتؤثر على مقدار العائد المتوقع، وتعرف أيضا بأنها المخاطر الناتجة عن عوامل

¹ - عبد الغفار حنفي ، المرجع السابق ، ص204 .

تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين، وتكون مستقل عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي منها مثلاً إضراب العمال، سوء الإدارة، ظهور اختراعات جديدة .

منافسة لما تنتجه الشركة ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة¹

ثانياً: أنواع المخاطر غير المنتظمة

أ - مخاطر النشاط:

هي حالة عدم التأكد المصاحبة لمبيعات الشركة وإيراداتها بشكل لا يضغط فقط على سعر السهم للشركة إنما أيضاً على المخاطر الناتجة عن مقدرة الشركة في تغطية وأداء الفوائد وأقساط سداد الديون كل ذلك قد يؤدي إلى خروج الشركة من النشاط ويترتب عن ذلك أن قيمة الأوراق المالية الخاصة بهذه الشركة لا تساوي شيئاً في سوق الأسهم والسندات، حيث يؤدي توقع حدوث انخفاض في أرباح الشركة إلى مسارعة المساهمين إلى بيع أسهمهم مما يشكل ضغطاً سلبياً على سعر السهم والعكس في حالة التوقع بزيادة الأرباح حيث توجد رغبة لدى المستثمرين بدفع أسعار أعلى للحصول على الأسهم في هذه الحالة على المستثمر أن يستثمر أسهمه في الشركات التي تتصف بأرباحها بالاستقرار

ب - المخاطر المالية:

تشير المخاطر المالية إلى حجم مديونية الشركة بالمقارنة بحقوق الملكية فكلما زاد حجم المديونية زادت المخاطر المالية والسبب هو أنه يجب على الشركة أن تحقق عائداً يكفي على الأقل لتغطية الفوائد الثابتة فإخفاق الشركة في مواجهة هذه الالتزامات يؤدي إلى إفلاسها²

الفرع الثاني: المحفظة الاستثمارية

إن الأثر الخاص بمخاطر الورقة المالية يقل بدرجة كبيرة في حالة الاحتفاظ بتشكيلة كبيرة من الأوراق المالية هو المزج بين البدائل الاستثمارية بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف على رأسها تحقيق العوائد بأقل مخاطر ممكنة ويمكن تحقيق هذا بتنوع موجودات المحفظة المالية بين الأصول الخطيرة والأصول غير الخطيرة ترتبط محفظة الورقة المالية بإدارة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية

¹ - يوسف مسعداوي ، المرجع السابق ، ص 290.

² - عبد الغفار حنفي ، المرجع السابق ، 203.

أولاً : مفهوم المحفظة المالية :

هي مجموع من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة التي يمسكها المستثمر بغرض الاستثمار أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول¹ وهي تخضع لمدير قد يكون مالكا لها وقد يكون مأجورا فمحفظة الأوراق المالية هي توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها وعائدها ومدة استحقاقها ونوعها ، ويتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع .

ثانيا : أنواع المحافظ الاستثمارية:

تنقسم إلى خاصة وعامة :

أ المخاطر الخاصة هي التي تشكل بطلب العملاء على حسب رغباتهم

ب . المخاطر العامة هي محافظ مؤسسات استثمارية عامة مشكلة سلفا من أدوات استثمارية متنوعة قد تكون شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام وفي هذه الحالة يعتبر المستثمر مساهما في رأس المال له دور في إدارة المحفظة بالقدر الذي توفره له ملكيته للأسهم.

ثالثا : مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة :

أ . مبدأ القياس الكمي وهو إمكانية قياس العائد المتوقع، وكذلك الخطر وذلك بتوفر المعلومات الاقتصادية الكافية

ب مبدأ الشمول:

يقصد به اشتغال المحفظة على معظم الأوراق المالية المتداولة.

ج . مبدأ الارتباط:

يهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العائد المحقق من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة فعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية

¹ - يوسف مسعداوي والمرجع السابق ص , 245.

د - التنويع:

يعني تجميع أنواع الأوراق المالية ، وتكون ذات خصائص التنويع على عدة أشكال منها القطاعي،السوقي ،التنويع في نوعية الورقة،أسهم ممتازة،أسهم عادية سندات الشركات ،سندات حكومية سندات المساهمة ،شهادات الاستثمار¹

إن أهداف المحفظة الاستثمارية هي تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطر ، مع توفر السيولة أي المزج بين الأدوات الاستثمارية المتاحة لتحقيق أكبر عائد بأقل خسائر .
فأهم هدف لإدارة المحفظة هو الموازنة بين العائد والمخاطر والسيولة²
من ذلك تظهر أهمية التنويع في الأوراق المالية المختلفة ، وهذا لتوزيع المخاطر الناتجة عن الاستثمار ، مما يحقق العائد المتوقع من هذا الاستثمار الذي تحيطه بيئة عدم التأكد .
من خلال ما سبق بيانه بخصوص الأسواق المالية نستنتج أنها تمثل أوعية ادخارية تعمل على تجميع الأموال وتوظيفها بوسائل محددة ومأمونة في شكل استثمارات سائلة في السوق المالي كما أن السيولة التي توفرها الأسواق المالية تشجع الأفراد على التوظيف فيها خاصة البورصة .

¹ - يوسف مسعداوي ،المرجع السابق،ص259.

² - دريد كامل آل شبيب ، المرجع السابق ، ص288.

الخلاصة

الخاتمة

النتائج :

- من خلال ما تمت دراسته يمكن استنتاج أن استثمار القيم المنقولة يمكن أن يكون وسيلة فعالة للتمويل وذلك إذا استغلت وتوفرت لها البيئة الملائمة من تشريع ووعي استثماري حيث أنه استثمار يتميز بالمرونة ولا يتطلب خبرة كبيرة في المستثمر ذلك - أنه استثمار يعتمد على الادخار بالدرجة الأولى و يشجع عليه .
- كما نستنتج أنه استثمار يرتبط بعنصر التنويع في الأوراق المالية وذلك لأهمية التنويع في التقليل من المخاطر التي هي عنصر له أهميته في هذا النوع من الاستثمارات
- استثمار يتأثر بالظروف الاقتصادية والقانونية والسياسية الاقتصادية كحالة التضخم والقانونية كحالة التغير في بعض القوانين الضريبية
- تظهر من خلاله أيضا أهمية شركة المساهمة كتنظيم اقتصادي مهم يشجع على تعبئة وتوظيف الادخار .
- إن الضمانات التي قدمها المشرع للمستثمر والمتمثلة في اللجوء العلني للإدخار إضافة إلى حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة تعتبر غير كافية لحماية المستثمر .

التوصيات

- فيما يخص السوق المالية فإن تنشيطها مهمة أكبر كثيرا من إصدار قانون فنقطة الانطلاق الحقيقية تكمن في تفهم جميع الأطراف المعنية لأنواع الأوراق المالية وأدوات الاستثمار وأساليب التعامل في هذه الأوراق من إصدار وتداول والمؤسسات المالية والوساطة والتشريعات التي تحكم المعاملات ويقصد بالأطراف المعنية بصورة أساسية المدخرين أفرادا ومؤسسات الذين يرغبون في استثمار أموالهم بالأساليب السليمة والمؤسسات التي تحتاج لهذه الأموال لتنفيذ المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية ولا يتوفر لديها التمويل الكافي ويضاف إلى الأطراف المعنية الأجهزة الحكومية والبنوك وغيرها من المؤسسات المالية التي تؤدي إلى تنمية اقتصادية تعتمد على المدخرات الحقيقية للمجتمع .
- ضرورة العمل على أن تكون التشريعات المالية التي تنظم نشاط المؤسسات العاملة في السوق تملك من المرونة بحيث تسمح بظهور أوعية ادخارية متنوعة وأدوات مالية جديدة كلما

دعت الحاجة إلى ذلك وأن تتمتع بدرجة من الإحكام والدقة يكفلان حدا من حماية مصالح المدخرين وعدم ظهور ممارسات غير آمنة داخل السوق .

- أما بالنسبة لبورصة الجزائر فلا يكفي إصدار القوانين لتفعيلها بل يجب انتهاج سياسة إعلامية واضحة هدفها نشر ثقافة البورصة والتعامل معها باستثمار الأوراق المالية. الشيء الذي يشجع الأفراد على الإقبال على الأسواق المالية ومنه المشاركة في التنمية الاقتصادية للبلاد ذلك أن موضوع الاستثمار في البورصة يعد موضوعا غريبا عن المجتمع الجزائري كما يجب تكريس استقلالية لجنة عمليات البورصة ومراقبتها.

- كما أن إدخال أوراق وبنوك إسلامية كوسيط في البورصة من شأنه رفع التردد عند بعض الأطراف في الدخول إليها واستثمار مدخراتهم .

- بما أن استثمار القيم المنقولة لا يخلو من المخاطر يجب الاهتمام بالتنوع في الأوراق المالية وذلك لأهميته في التقليل من المخاطر التي هي عنصر له أهمية في هذا النوع من الاستثمارات.

قائمة المصادر المراجع

- 1 _ القانون التجاري الجزائري الصادر بموجب الأمر رقم 59/75 المؤرخ في 1975/9/26 معدل بالمرسوم التشريعي رقم 08/93 مؤرخ في 1993/04/25 الجريدة الرسمية عدد 27 سنة 1993.
- 2 - المرسوم التنفيذي رقم 438/95 مؤرخ في 1995/12/23 متضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات، الجريدة الرسمية عدد 80 مؤرخ في 1995/12/24.
- 3- المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة الجريدة الرسمية عدد 34 بتاريخ 1993/05/23 معدل ومتمم بالأمر 10/96 مؤرخ في 1996/01/10 الجريدة الرسمية عدد 03 مؤرخ في 1996/01/14 والقانون رقم 04/03 مؤرخ في 2003/02/17 جريدة رسمية عدد 11 مؤرخ في 2003/02/19.

المراجع

أولا المراجع العامة

1. حسني علي خربوش، محفوظ أحمد جودة، عبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية 2011.
2. حسين عطا غنيم، تحليل أخطار التمويل والاستثمار مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح 1993.
3. خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج الأردن.
4. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، الأردن 2009.
5. رابح حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر.
6. سيد طه بدوي محمد، عمليات البورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة 2009.
7. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دار هومة الجزائر 1999.
8. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية لبنان 2009.

9. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية 2003.
10. محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية 2006 .
11. محمد فتاحي ،حرية تداول الأسهم في شركة المساهمة في القانون الجزائري ، دراسة مقارنة، دار الخلدونية ،الجزائر .
12. مروان عطون، الأسواق المالية النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال الجزء الأول ،الطبعة الرابعة،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر 2008.
13. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه ،بورصات الأوراق المالية، الطبعة الاولى دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ،2009
14. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، جامعة طنطا، 2015.
15. نادية فوضيل، شركات الأموال، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر
16. هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة ،الإسكندرية 2005 .
17. يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية الجزائر 2016.

ثانيا :المراجع المتخصصة

أ الأطروحات

- 1- فاتح آيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه في العلوم ، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، جويلية 2012.
- 2- نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية أطروحة دكتوراه، في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو ، دون تاريخ نشر.

ب-الرسائل

- 1- زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير، علوم اقتصادية، فرع النقود المالية ،كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة بومرداس 2009.

الفهرس

الفهرس

5	مقدمة
	الفصل الأول: استثمار القيم المنقولة ودوره في التمويل
10	المبحث الأول: استثمار القيم المنقولة
10	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
10	الفرع الأول: تعريف الاستثمار
11	الفرع الثاني: أقسام الاستثمار
11	الفرع الثالث: مفهوم استثمار القيم المنقولة
13	المطلب الثاني: مفهوم القيم المنقولة
15	الفرع الأول: الأسهم
21	الفرع الثاني: السندات
26	المبحث الثاني: دور استثمار القيم المنقولة في تمويل الشركات
26	المطلب الأول: استثمار القيم المنقولة مصدر للتمويل
26	الفرع الأول: عوامل تحديد التمويل طويل الأجل
28	الفرع الثاني: دور الأسهم والسندات في تمويل الشركات
30	المطلب الثاني: شركة المساهمة
30	الفرع الأول: تعريف شركة المساهمة وتحديد خصائصها
31	الفرع الثاني: تأسيس شركة المساهمة
	الفصل الثاني: الأسواق المالية ومخاطر استثمار القيم المنقولة
38	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية
38	المطلب الأول : السوق الأولية
38	الفرع الأول: تعريف السوق الأولية وبيان أهميتها
40	الفرع الثاني: دور شركة المساهمة في تنشيط السوق الأولية
41	المطلب الثاني: سوق التداول أو بورصة الأوراق المالية
41	الفرع الأول: تعريف البورصة وتحديد وظائفها
43	الفرع الثاني: بورصة الجزائر

49	المبحث الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار في القيم المنقولة
49	المطلب الأول: المخاطر المنتظمة
49	الفرع الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار
50	الفرع الثاني: مفهوم المخاطر المنتظمة وأنواعها
51	المطلب الثاني: المخاطر غير المنتظمة
51	الفرع الأول: تعريف المخاطر غير المنتظمة وتحديد أنواعها
52	الفرع الثاني: المحفظة الاستثمارية
56	الخاتمة
59	قائمة المصادر والمراجع
62	الفهرس