

التمويل عن طريق الأسواق المالية

1. تمهيد:

تكمّن أهم وظائف أسواق المال في توجيه تدفقات الأموال من المؤسسات المالية والاقتصادية ذات فائض في المدخرات إلى المؤسسات المالية والاقتصادية المحتاجة إلى هذه الأموال. وتتأثر تكلفة الحصول على هذه الأموال بالظروف العامة التي تسود الأسواق المالية بالإضافة إلى الامكانيات المتاحة والأساليب المختلفة المقترحة للتمويل. وتجدر الإشارة إلى أن كفاءة السوق المالي نابع من وجود عدد كبير من الوحدات الاقتصادية التي تنشط فيه، والتي تستخدم العديد من الأساليب التمويلية المتاحة، بحيث يؤدي ذلك إلى تقليل تكلفة التمويل وتوجيه الأموال بشكل أمثل خدمة للنشاط الاقتصادي في البلاد.

وعادة ما تقوم الشركات الاقتصادية المصدرة لأوراق مالية جديدة ببيعها جميعا لوسيط مالي يعرف ببنك الاستثمار، هذا البنك لديه من الخبرة والقدرات الاستشارية والتسويقية ما يمكنه من بيع جميع الأوراق المصدرة مع الحفاظ عليها ضد تقلبات الأسعار. ومقابل هذه الخدمات يحصل بنك الاستثمار على عائد هو الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية من الشركات الاقتصادية المصدرة لها، وسعر بيع هذه الأوراق للجمهور.

في مرحلة قادمة، يتم تداول الأوراق المالية في البورصة شراء وبيعا، وبالتالي تعمل البورصة على تسهيل عملية التقاء البائعين والمشتريين، وبالتالي توفير السيولة اللازمة بتكلفة أقل وبشكل يومي، كما أن استقرار الأسعار هو من استقرار نشاط الشركات المصدرة، حيث تعتبر البورصة اختبرا حقيقيا يمكن من خلاله تقييم نشاط الشركات الاقتصادية، وبالتالي أداء الاقتصاد بحسب نوعية النشاط والقطاع.

ومن الأدوات المالية المستخدمة في الأسواق المالية نجد كل من الأسهم العادية والممتازة، إضافة إلى السندات. وتستخدم الأسهم العادية في تمويل ملكية الشركة، بينما تعتبر الأسهم الممتازة كالقروض ذات الالتزامات المحددة، شأنها في ذلك شأن السندات التي تستحق لفترة لاحقة. وقد وجدت هذه الأنواع من التمويلات المختلفة من أجل تكوين مزيج أمثل للهيكال التمويلي للشركة.

2. الأسهم العادية:

1.2 مفهوم الأسهم العادية: هي ورقة مالية طويلة المدى يتم إصدارها من طرف المؤسسة من دون تاريخ استحقاق، حيث يرتبط زوالها بزوال المؤسسة بالحل أو الإفلاس. ويعبر حملة الأسهم العادية كملاك للشركة، ولهم حقوق جماعية (انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، حق إصدار أسهم أخرى، ابداء الرأي في بيع بعض الأصول، حالات الاندماج وتعديل النظام الداخلي للشركة)، بالإضافة إلى العديد من الحقوق الفردية (مثل الحق في التصويت، التنازل عن السهم، الحصول عن نصيب من التصفية ان بقية مبالغ يمكن توزيعها على الشركاء العاديين). وللاسهم العادية عدة قيم أهمها: **القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، قيمة التصفية**، كما أن لحملة الأسهم العادية عدة مزايا أهمها:

2.2 الأشكال الحديثة للأسهم العادية:

1.2.2 الأسهم العادية للأقسام المتجانسة: اقترحت شركة " جينرال موتورز " مجموعة جديدة من الأسهم مرتبطة بأقسام انتاجية معينة:

Eclass : قسم الأجهزة الالكترونية.

Hclass : قسم انتاج طائرات الهليكوبتر

ويتم توزيع أرباح الأسهم بما يحققه كل قسم من أرباح، وقد خلقت هذه الطريقة في التوزيع إلى حدوث مصادمات بين المساهمين ورغبتهم في شراء أسهم الأقسام الانتاجية الأكثر مردودية مما خلق ضغط اضافي على مسيري الشركة.

2.2.2 الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: تم اقتراح هذا النوع من الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية تشجيعا لمشاركة العمال في رأس مال الشركة التي يعملون بها، وينص هذا البرنامج على امكانية اعتبار توزيعات الأرباح كمصاريف يتم اقتطاعها قبل فرض الضريبة، وبهذا الشكل سوف تنخفض الضرائب مقارنة بالحالة الاعتيادية التي يتم فيها اعتبار التوزيعات كعائد يتم اقتطاعه بعد فرض الضريبة، وينص هذا البرنامج على:

- إعفاء المؤسسات من 50 % من الضرائب لى الأرباح، وبالتالي سوف تحقق وفورات ضريبية نتيجة لذلك.

- إعفاء المؤسسات المالية الممولة لهذا البرنامج من 50 % من الضرائب .

- يمكن للمؤسسة المصدرة للأسهم أن تساهم في شراء العمال لهذه الأسهم، على أن لا تتعدى 25 % من كتلة الأجور، وبهذا سوف تحصل المؤسسة على وفورات ضريبية نتيجة ذلك.

يكون صافي العائد:

$$R = T \cdot N \cdot P - \sum_{n=1}^n S_n (1 - T) (1 / 1 + r)^n$$

حيث:

r : معدل الخصم

T: معدل الضريبة

N : عدد الأسهم

P : سعر السهم الاسمي

S: مساهمات المؤسسة في تمويل البرنامج

3.2.2 الأسهم العادية المضمونة: تضمن المؤسسة المصدرة للمكتتبين القيمة الاسمية للسهم خلال فترة معينة، فإذا حدث انخفاض في القيمة السوقية تقوم المؤسسة بتعويض حامل السهم الخسائر المالية المتحققة من عملية البيع. أما إذا انتهت المدة القانونية المنصوص عليها في العقد فلا يحق لصاحب السهم بالمطالبة بالتعويض.

3. الأسهم الممتازة: ظهرت فكرة الأسهم الممتازة لأول مرة في القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك في قطاع السكك الحديدية، ولهذه الأسهم امتياز الحصول على صافي الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، حيث تحدد لهم نسبة مئوية محددة من الفوائد السنوية، كما أن لحملتها الأولوية في الحصول على صافي التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

ولحملة الأسهم الممتازة الحقوق التالية:

أ. **أولوية الحصول على نصيب من الأرباح:** يقوم مجلس الادارة بالاعلان على الأرباح السنوية، وفي حالة اتخاذ قرار بالتوزيع، يكون لحملة الأسهم الممتازة حق الحصول على نصيبهم، المتمثل في نسبة مئوية محددة وثابتة من القيمة الاسمية للسهم، قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على نصيبهم بحسب ما تبقى من الأرباح.

ب. **أولوية الحصول على ناتج التصفية:** يحصل حملة الأسهم الممتازة على صافي التصفية قبل أصحاب الأسهم العادية، وما تبقى يتم توزيعه على اصحاب الأسهم العادية.

ج. **حق الاستدعاء:** يمكن الاتفاق بين الشركة المصدرة للأسهم الممتازة وحملة هذه الأسهم على استردادها بعد فترة زمنية معينة وبسعر يتم تحديده مسبقا، كأن يكون نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم تقدر مثلا بـ 103% من القيمة الاسمية.

د. **حق الاشتراك في الأرباح:** تم استحداث نوع من الأسهم الممتازة التي يكون لها الحق في الاشتراك في الأرباح بعد المرحلة الأولى التي تحصل خلالها حملتها على النسبة الثابتة المحددة سلفا، كما سيتم اقتسام باقي الأرباح كمرحلة لاحقة بين حملة الأسهم العادية والممتازة، حيث غالبا ما نجد الصيغة الآتية في التوزيع:

- يحصل حملة الأسهم الممتازة على النسبة المئوية المحددة سلفا.

- في حالة وجود مزيد من الأرباح، يتم توزيع نفس النسبة المحددة على أصحاب الأسهم الممتازة لصالح حملة الأسهم العادية.

- الباقي يتم اقتسامه بين الفئتين بحسب ما نصت عليه شروط الاصدار.

هـ. **حق تجميع الأرباح:** للأسهم الممتازة المجموعة للأرباح حق الحصول على كامل الأرباح خلال السنين التالية، في حالة عدم كفاية الأرباح لتسديد المعدل الثابت المتفق عليه، حيث تبقى أولوية للسهم الممتاز على السهم العادي في هذا الخصوص.

3. **السندات:** تعتبر السندات وثيقة تثبت مديونية حاملها تجاه المؤسسة المصدرة لهذه السندات، ولحامل السند الحق في الحصول على كامل القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما له كذلك الأولوية ، قبل الملاك، في الحصول على عائد دوري ثابت عادة ما يكون محدد بالسنة. ويمكن التمييز بين العديد من أنواع السندات بحسب المعيار المختار:

أ. **حسب معيار الضمان:**

- سندات مضمونة، عن طريق رهن أحد أصول المؤسسة.

- سندات غير مضمونة، حيث تعتمد على المركز الائتماني للمؤسسة المصدرة.

ب. **حسب سعر الفائدة المستخدم:**

السندات ذات سعر الفائدة الثابت: هو معدل فائدة ثابت ومعلوم عائده عند تاريخ الاستحقاق المحدد سلفا.

السندات ذات سعر الفائدة المتغير: تتغير اسعار الفائدة بتغير الأسعار في السوق، حيث تكون مرتبطة بسعر إعادة الخصم أو بسعر الفائدة على أودونات الخزينة.

السندات الصفيرية: معدل الفائدة لهذه السندات مساوية للصفر، ومع ذلك فإن هذه السندات مدرة لعائد نتيجة بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، حيث يتحصل حاملها على كامل القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق.

ج. من حيث الجهة المصدرة:

السندات حكومية: هي سندات عمومية تصدرها جهات تابعة للدولة

السندات الخاصة: يتم اصدارها من طرف المؤسسات والهيئات الخاصة.

د. من حيث قابلية الاستدعاء:

السندات القابلة للاستدعاء: حيث يتفق الطرفان على حق المصدر استرداد سندات قبل تاريخ استحقاقها مقابل علاوة الاستدعاء، إذا ما رأي تغييرا كبيرا في ظروف السوق لغير صالحه.

السندات غير قابلة للاستدعاء: بحيث صاحب السند تاريخ الاستحقاق حتى يتحصل على القيمة الاسمية للسند.

هـ. من حيث قابلية التحول:

سندات قابلة للتحويل: لهذه السندات قابلية التحول إلى أسهم بعد فترة زمنية محددة، حيث يعلم مسبقا سعر التحول.

سندات غير قابلة للتحويل: تبقى السندات على هيئتها الأولية من دون تغيير في شكلها وشروطها.

و. من حيث الملكية:

السند لحامله: هي سندات نمطية ، تكون الاستفادة منها لمن يحوز عليها، وهي قابلة للتداول في السوق المالي.

السندات الاسمية: يتم الاستفادة من عوائدها وقيمتها الاسمية عند تاريخ الاستحقاق من طرف الشخص المكتوب اسمه على ظهرها، ويعطى هذا النوع من السندات الحماية من السرقة أو التلف لكنه غير قابل للتداول.

ويمكن اعطاء مقارنة سريعة بين السندات والأسهم من خلال الجدول التالي:

السندات	الأسهم	
تمثل ديناً على الشركة	حق ملكية في الشركة	المضمون
تعتبر الفوائد بمثابة تكلفة	يمثل عائدها توزيعاً للربح	المعالجة المحاسبية
تظهر ضمن الالتزامات طويلة الأجل	تظهر ضمن حقوق الملكية	
في تاريخ محدد سلفاً	-	الرد