

تمهيد :

تحتاج المؤسسة إلى أموال قصد التوسع في أعمالها و ذلك لتمويل تجهيزات إضافية من الآلات و المعدات الضخمة أو للتوسع في استثماراتها و في هذه الحالة لا تستطيع الاعتماد على مصادر التمويل قصير الأجل ، و ذلك نظرا لأن هذه الاستثمارات لا تستطيع تغطية تكاليفها و إعطاء أرباح قبل مرور فترة زمنية ليست بالقصيرة ، و في حالة لجوء هذه المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل لتمويل تجهيزاتها واستثماراتها فإنها ستضطر إلى تصفية هذه التجهيزات لتسديد القروض القصيرة الأجل في مواعيدها ، و أما اللجوء إلى الاقتراض من جهة أخرى لتسديد القروض الأولى و هكذا ، و مما سبق يتبين أن المؤسسة الاقتصادية تلجأ إلى مصادر تمويل طويلة الأجل لتمويل عملية التوسع هذه و مصادر التمويل التي يمكن اللجوء إليها هي : الأسهم العادية ، الأسهم الممتازة السندات القروض طويلة الأجل و الأرباح المحتجزة (الغير موزعة) .

و لكل هذه المصادر تكلفة تتحملها المؤسسة في حال استخدام هذا المصدر بدل غيره و تشكل هذه المصادر ما يسمى بهيكل رأس المال ، و المؤسسة تختار المزيج التمويلي الذي يحقق لها أقل تكلفة و هو ما يدعى بهيكل رأس المال الأمثل و هذا ما سنعرضه بالتفصيل في المباحث التالية :

المبحث الأول : أسواق رأس المال

المبحث الثاني : التمويل طويل الأجل بالملكية

المبحث الثالث : التمويل طويل الأجل بالقروض

المبحث الرابع : تكلفة التمويل طويل الأجل وهيكل رأس المال الأمثل

المبحث الأول : أسواق رأس المال

تحصل المؤسسة على بعض مصادر التمويل طويلة الأجل من أسواق رأس المال و ذلك عن طريق الاقتراض طويل الأجل ، إصدار سندات الدين و إصدار أسهم ممتازة وأسهم عادية ، و تتألف أسواق رأس المال من سوقين أساسيين هما سوق رأس المال الأولي و سوق رأس المال الثانوي¹. و يتضمن هذا المبحث :

المطلب الأول : السوق الأولي .

المطلب الثاني : السوق الثانوي.

المطلب الأول : السوق الأولي

1- مفهوم السوق الأولي :

السوق الأولى هي السوق التي تصدر فيها الأوراق المالية لأول مرة و تعمل فيها مؤسسات مالية تسمى " مصرفي الاستثمار " أو " بنوك الاستثمار " التي تقدم النصح و المشورة إلى المؤسسات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها وأنسب توقيت للإصدار و أنسب سعر وأنسب كمية ، كما تقوم بترويج الأوراق المصدرة ، و كذا تضمن للمؤسسات بيع كم معين من الأوراق المصدرة بسعر معين²، و يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروع قائم ، وذلك من خلال زيادة رأسمالها ، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب العام أو الخاص و هذا يعطي فرصة لجميع الأفراد و الهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال ، فالسوق أداة لتجميع المدخرات و تقديمها للمشروعات و تنشأ لذلك علاقة بين مقدمي الأموال " المكتتبين " و بين تلك المشروعات، و قد يتم إصدار

¹- محمد أيمن الميداني ، مرجع سبق ذكره ، ص. 531.

²- محمد عبده محمد مصطفى ، كيفية التعامل في بورصة الأوراق المالية. دار الجامعات المصرية ، ط1، القاهرة ، 1995، ص.14.

وتعريف هذه الأوراق إما بطريق مباشر حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد كبير من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم و السندات التي أصدرتها ، وإما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر و هو قيام مؤسسة متخصصة عادة مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق¹.

و يوجد نوعان من الاكتتاب (طرح الأوراق المالية في السوق لأول مرة)

و هما :²

- الاكتتاب العام : حيث يتم فيه طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين

- الاكتتاب الخاص : (مغلق) و يقتصر على مؤسسي الشركة

2- مزايا السوق الأولي :

للسوق عدة مزايا منها ما يلي :³

أ- زيادة ثروة المجتمع : لكي نعرف كيف تمكن السوق الأولية من زيادة ثروة المجتمع نعطي هذا المثال : ثلاثة أشخاص (س) ، (ع) ، (ص) أوجدوا مشاريع جديدة قد ترفع من دخول الأفراد بتوفير مناصب شغل جديدة لهم ، إضافة إلى تحسين الإنتاجية ، فكل واحد من هؤلاء لديه فكرة فريدة من نوعها نتجت عنها قيمة للمجتمع ، و لكن لم يكن لأحدهم رأس المال الكافي لتنفيذ مشروعه لتنفيذ فكرتهم قاموا ببيع الأوراق المالية المصدرة من طرفهم في السوق الأولية و بذلك حصل هؤلاء الأشخاص على ما يحتاجونه من رأس المال لتنفيذ أفكارهم ، إذا استفاد المجتمع من تطوير الإنتاجية واستفاد هؤلاء المبدعون بزيادة ثروتهم الخاصة التي تدخل في ثروة المجتمع الإجمالية .

1- -عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص ، الأوراق و المؤسسات المالية . بنوك ، شركات تأمين ، صناديق استثمار ، بورصات . مركز الاسكندرية للكتاب ، ط1 . الإسكندرية ، 1999 ، ص. 446.

2- محمد عبده محمد مصطفى ، مرجع سبق ذكره ، ص. 15.

3- خالد وهيب الراوي ، إدارة المخاطر المالية. دار المسيرة ، ط1، عمان ، 1999م، ص. 86.

ب- مرونة الاستثمار : إن وجود الأسواق المالية يزيد من مرونة الاستثمار فيدون الأوراق المالية التي خلقت في السوق الأولية ، فإن الأفراد الذين لديهم فوائض مالية ، سيضطرون للادخار من خلال امتلاكهم للأصول الحقيقية ، و بوجود الأوراق المالية في السوق الأولية تسمح لهؤلاء المدخرين بزيادة ثروتهم عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية في السوق الأولية ، و كما ذكرنا فإن بنوك الإستثمار تعد من المؤسسات الرئيسية العاملة في السوق الأولي، لذلك فمن الضرورة بما كان التطرق لها .

3- تعريف بنك الإستثمار :

تعتبر بنوك الإستثمار أحد الوسطاء الماليين ، فهي تقوم بتجميع المدخرات الفردية لتمويل مشروعات الأعمال ، حيث يتم ذلك من خلال شراء و توزيع الأوراق المالية للشركات الخاصة¹ ، و لا تعتبر بنوك الاستثمار بنوكا أو مؤسسات استثمارية بالمعنى الكامل للكلمة ، فهي لا تحصل على أموالها من الودائع كالبنوك التجارية ، و إنما تحصل على الأموال من الرأسمال و الاحتياطات و إصدار الأوراق المالية لأنها لا توظف أموالها في إصدارات الأوراق المالية بهدف الاستثمار طويل الأجل و إنما بغرض إعادة بيعها إلى المستثمرين النهائيين بأسرع وقت ممكن لإعادة استعمال الأموال في شراء إصدارات أخرى² و تحقق بنوك الاستثمار إيراداتها من الأتعاب التي تحصل عليها مقابل الخدمات الاستشارية التي يقدمها للشركة الراغبة في إصدار أوراق مالية جديدة و يلاحظ أن بعض مصدري الأوراق المالية قد تخصص بنوك الاستثمار معينة بالدراسات و الخدمات الاستشارية ، و توكل لبنوك استثمار أخرى وظيفة تسويق هذه الأوراق ، فهي تفاضل بين العديد منهم على أساس الجهد المبذول ، و الوسائل المستخدمة في التسويق ، و شروط الضمانات المقدمة، لذلك وجب تعويض البنك الذي قام

¹ - عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية. مدخل اتخاذ القرارات . الدار الجامعية ، ط1 ، الاسكندرية ، 1997 ، ص. 576.

² - محمد عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص. 532.

بالدراسات الاستشارية ، و مع ذلك ، قد يقوم بنك الاستثمار بالخدمات الاستشارية مجاناً إذا كان العقد الذي بينه وبين الشركة المصدرة للأوراق المالية يتضمن القيام بوظيفتي الضمان و التسويق لهذه الأوراق و يتمثل الفرق بين الثمن الذي يتسلمه مصدر الأوراق المالية و الثمن الذي يدفعه المستثمر مصدراً آخر لإيرادات بنك الاستثمار ، فهو يدفع لمصدر هذه الأوراق سعر معيناً ، و يتوقع أن يبيع بسعر أعلى للمستثمر ، هذا ، و يجب أن يراعي في العقد المبدئي بين بنك الاستثمار و الشركة مصدرة الأوراق ضرورة ذكر هذه الأسعار و كذلك الفرق الذي سيحصل عليه الأول ، و في حالة عدم مقدرة بنك الاستثمار على بيع الأوراق المالية بنفس السعر الذي عرض أن يشتريها به من الشركة المصدرة لها فإنه يحقق خسارة و عليه أن يتحملها .

فإذا قام بنك الاستثمار بضمان و تسويق الأوراق المالية فإن هناك نوعين متلازمين من فرق الثمن ، الأول و هو الفرق الصريح و المحدد في العقد المبدئي ، و الثاني هو الفرق الضمني، و هو الفرق بين الثمن الذي عرض أن يشتري به بنك الاستثمار الأوراق من مصدرها و بين سعر السوق¹ و الواقع ان للفرق الضمني هنا أهمية كبيرة للإدارة في بنك الاستثمار ، لانه يؤثر مباشرة على جهود و مخاطر التسويق و بيع الأوراق المالية ، فإذا كان السعر الذي عرض بنك الاستثمار الشراء به ، اكبر من سعر السوق فإن هذا معناه أن الإصدار لن يباع بسرعة ، حيث يتحتم على مصرفي الاستثمار القيام بمحاولات لموازنة أسعاره في السوق ، و العكس إذا كان سعر عرض الشراء اقل من سعر السوق ، فإن هذا يزيد من الفرق الضمني و يؤكد أن الأوراق المالية ستباع بسرعة و يجني بنك الاستثمار مزايا الفرق الضمني الذي يتمثل في انخفاض من مخاطر و نفقات توزيع هذه الأوراق ، لذلك غالباً ما يقوم بنك الاستثمار بتحديد ثمن عرض الشراء أقل من

1-Robert . O . Edmister , **Financial Institutions – Markets and Management**. Harper and Row Publishers , 1st Edition , New York , 1980 . P. 197.

سعر السوق ليحقق الاستفادة من هذا الفرق¹ ، و تقوم بنوك الاستثمار بعدة وظائف من أهمها :²

• وظيفة الاكتتاب أو التعهد بتغطية الإصدار : حيث يقوم بنك الاستثمار بشراء الإصدار الجديد و دفع القيمة للشركة المصدرة للأوراق المالية ثم يقوم بوظيفة التسويق لهذا الإصدار ، و بذلك يتحمل بنك الاستثمار المخاطر الناجمة عن النقل في الأسعار لهذه الأوراق المالية خلال الفترة من تغطية هذا الإصدار حتى يتم تسويقها و بيع هذه الأوراق المالية و بذلك يمارس البنك وظيفة اقتصادية ، حيث يتعهد بتحمل المخاطر الناجمة عن انخفاض السعر السوقي خلال الفترة من دفع قيمة هذا الاكتتاب للشركة و حتى يتم توزيع هذه الأوراق المالية ، و لهذا السبب غالبا ما يشار الى بنك الاستثمار بأنه يقوم بوظيفة المتعهد .

• وظيفة التسويق و التوزيع : حيث يوجد لدى بنك الاستثمار قوة بيعية لتسويق هذه الأوراق و يتم ذلك بكفاءة عالية و بتكلفة اقل مما لو قامت الشركة بذلك .

• تقديم النصح و المشورة للشركة المصدرة فيما يتعلق بالشروط الواجب توافرها في الإصدار لكي يتم تغطيته .

• وظيفة الضمان و الصلاحية : نظرا للدراسات المعمقة التي يقوم بها بنك الاستثمار بصفة مستمرة مما يؤدي الي تدنيه حدوث أشياء غير متوقعة ، و بذلك يعتبر تغطية البنك لإصدار الشركة ضمان لجودة الإصدار و عدالة السعر .

• التعرف على فرص الاستثمار و إجراء الدراسات المتعلقة بجوداها الاقتصادية و الترويج لها و الإشراف على تأسيسها و تقديم الاقتراحات ذات العلاقة بتهيئة البيئة الملائمة في المجتمع .

¹ - محمد صبح ، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية ، مصرفوا الاستثمار ، نماذج : شارب ، ترينور ، جينس ، القيمة الحقيقية للورقة المالية ، التحليل الفني للسوق ، الدر الجامعية ، ط3 ، القاهرة ، 2000 . ص. 53.

² - عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية ، مدخل إتخاذ القرارات ، مرجع سبق ذكره ، ص ص. 576، 577.

- دراسة جدوى إصدارات الأوراق المالية الجديدة و تقديم الاستشارة في النواحي المالية و الفنية و القانونية اللازمة لذلك.
- المساعدة في دراسة جدوى عمليات الاندماج و إعادة التنظيم و إنشاء الشركات التابعة و دراسة الجوانب القانونية ذات العلاقة.
- القيام بأعمال صرافة العملات الأجنبية و خاصة لكبار المتعاملين¹

4- خطوات إصدار الأوراق المالية ذات الاكتتاب العام² :

- حدوث لقاء أو اجتماع بين المؤسسة المصدرة و بنك الاستثمار و ذلك بهدف مناقشة و دراسة البدائل المختلفة للتمويل و التوصل إلى القرار الخاص بالإصدار
- القيام بالدراسات و الإستقصاءات بواسطة متعهدي الاكتتاب لحساب الشركة المصدرة لهذا الاكتتاب ، حيث يتولى هذه الدراسات أفراد متخصصون في النواحي القانونية و المحاسبية و الهندسية و النواحي الأخرى المتصلة بذات الشركة .
- الشروط الخاصة بالإصدار ، حيث يتم في هذه المرحلة إعداد و صياغة شروط الإصدار فيما عدا الأسعار الخاصة بهذه الأوراق المالية .
- قيد الإصدار في الأوراق المالية بالبورصة ، و ذلك بالحصول على موافقة البورصة على الإصدار من خلال التقدم بطلب إلى مجلس الأحوال و لا يقوم المتعهد بتغطية الاكتتاب بأي مبيعات لهذه الأوراق قبل الحصول على موافقة البورصة ، و لكن يمكن توزيع نشرة الإصدار .
- تحديد أسعار بيع الأوراق المالية ، و يتم ذلك كما يلي :

- عندما تلجأ الشركة إلى الحصول على الأموال عن طريق الاكتتاب العام في الأوراق المالية ، منذ هذه اللحظة تتم المفاوضات بين الشركة و بنك الإصدار حول سعر الإصدار استرشاداً بمبدأ التقويم لأسعار الأوراق المالية و يتم هذا

¹ - زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار الحقيقي و المالي . دار وائل ، ط 1 ، عمان ، 1998 ، ص. 140.

² - عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات . مرجع سبق ذكره ، ص. 577.

- بالنسبة للشركة التي تلجأ إلى الإصدار لأول مرة (هي شركة جديدة و لم يسبق لها إصدار أوراق مالية) .
- إذا كان للشركة اسهم متداولة بالبورصة - و كانت بحاجة إلى إصدار جديد ، فان متعهد الاكتتاب يوافق على شراء هذه الأوراق بسعر اقل بـعدة نقاط عن سعر الإقفال لليوم السابق للإصدار.
- يفضل بنك الاستثمار بصفة عامة السعر المنخفض و تحقيق معدل عائد مرتفع للبنك بينما يرغب المصدر في تحقيق عكس النتائج التي يسعى إليها البنك.
- نظرا لوجود المنافسة بين بنوك الاستثمار يضطر البنك إلى قبول سعر قريب من مستويات الأسعار السائدة في السوق و الخاصة بالأوراق المالية لهذه الشركة .
- تكوين اتحاد لمتعهدي الاكتتاب: يتم هذا النوع في حالة الضرورة لشراء و توزيع الإصدار ، حيث يتكون من عدد من المخاطر خاصة في حالة الإصدارات الضخمة .
- و يتطلب الأمر وجود جماعة بيع بهدف توزيع الإصدار حيث :
- تتكون هذه الجماعة أو القوة البيعية من عدد يتراوح بين 300 و 400 تاجر أو وسيطا حيث تشارك بنسبة معينة بصفتهم تاجر تجزئة ، و نشير هنا بوجود اختلاف بين التاجر أو الوسيط و السمسار فيما يلي :
- أن التاجر يشتري الأوراق المالية و يحتفظ بها في محفظته و قد يحقق أرباح أو خسائر رأسمالية، السماسرة يختصر دورهم في تلقي الأوامر بالشراء و تنفيذها في البورصة مقابل عمولة¹
- تقوم جماعة البيع بوظيفتها بناء على اتفاق يغطي النواحي التالية :
- توظيف الإصدار بسعر القبول ، أي العمولة التي تحصل عليها القوة البيعية

¹ - المرجع السابق ، ص. 579.

- تحديد السعر ، حيث لا يسمح لأي عضو من جماعة البيع ، بيع الورقة المالية بسعر أقل من سعر الاكتتاب أو السعر الذي تحدده إدارة الاتحاد و الذي تعلنه يوميا بالسوق بناء على طلبات الشراء

- عادة تكون الفترة المحددة لقوة البيع ثلاثون يوما و قد تمتد الفترة لمدة أطول

• بعد تشكيل قوة البيع تبدأ عملية انزال الأوراق المالية للبيع و تسمى بعملية الافتتاح.

• خلال فترة عرض الأوراق المالية للبيع ، يتحدد السعر حسب أوامر الشراء و بسعر محدد في السوق . و ذلك بهدف الاتجاه التنازلي المتتابع في السعر .

• خلال كل مرحلة من المراحل السابقة يحصل أعضاء القوة البيعية و مدراء اتحاد البنوك و جماعة المتعهدين على عمولات و مكافآت ، و إذا ما قام كل منهم ببذل جهد فردي للإصدار فإنه يحصل على العمولة فورا .

• تحمل تكاليف الإصدار عندما يتم أدار الأوراق المالية¹

المطلب الثاني : السوق الثانوي

1- تعريف السوق الثانوي :

السوق الثانوي هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم و السندات المتداولة و التي يتم بيعها في السوق الأولية² ، فهي المكان الذي يتلاقى فيه كل من الجانب الذي يطلب المال (الجانب الذي يحتاج المال) و الجانب الذي يعرض المال (أي يقدمه) و ذلك من خلال بيع و شراء الأوراق المالية³ التي يتم توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية و المتخصصة و يطلق على هذه السوق بالبورصة ، و تهدف البورصات إلى تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار و التنمية ، فتمد المشروعات بالموارد المالية للاستثمار في النشاط

¹ - المرجع السابق ، ص.ص. 579 .580.

² - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال . منشأة المعارف ، ط 1 ، القاهرة ، 1999 ، ص. 95.

³ - عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أساسيات الإدارة و بيئة الاعمال . مؤسسة شباب الجامعة ، القاهرة ، 2000 ، ص. 337.

الإنتاجي أو إضافة وحدات جديدة ، و عن طريق البورصات أيضا تتمكن الدولة من سد حاجياتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية و ذلك بإصدار سندات طويلة الأجل و أيضا الأذونات التي تصدرها الدولة على الخزانة العامة بالقروض قصيرة الأجل ، و البورصة سوق مثالي يتحقق فيه المنافسة الحرة و تتحدد فيه الأسعار وفقا لقانون العرض و الطلب¹.

و قد يتخذ السوق الثانوي شكلين هما :

أ- السوق المنظمة : و يطلق عليها اسم بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية و يتم التعامل فيها باسم الشركات المدرجة أي التي يتم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يتم التعامل في أسهمها في قاعة خاصة تسمى قاعة التداول بوحدات التداول المحددة للتعامل و يجب على الشركة أن تحقق شروطا خاصة تسمى شروط الإدراج تضعها إدارة الأوراق المالية لكي يتم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يسمح بتداول أسهمها في قاعة التداول² ، و تتميز السوق المنظمة بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء ، و يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق³ ، و تنقسم كذلك أسواق الأوراق المالية المنظمة إلى قسمين :

* أسواق مركزية : و يقصد بالسوق المركزية ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة بغض النظر على الموقع الجغرافي للمنشأة المصدرة لتلك الورقة مثل : بورصة لندن ، بورصة طوكيو ، بورصة نيويورك ، و هي أكبر أسواق العالم للأوراق المالية⁴.

* أسواق المناطق : و هي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة و هي عادة أوراق مالية للمنشأة الصغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق

1- عبد الغفار حنفي ، رسمية قريباقتص ، الأسواق المالية ، بنوك تجارية ، أسواق ، الأوراق المالية ، ، شركات تأمين ، شركات الاستثمار . الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2001 ، ص. 285.

2- زياد رمضان ، مرجع سبق ذكره ، ص. 125.

3- عبد الغفار حنفي ، رسمية قريباقتص ، الأسواق و المؤسسات المالية . مرجع سبق ذكره ، ص. 447.

4- منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سبق ذكره ، ص. 95.

الجغرافي للمنشأة المصدرة أو في المناطق القريبة منها ، و تؤدي البورصات المحلية خدمات متميزة للعديد من الأطراف ، فإلى جانب الخدمة التي تقدمها تتيح البورصة المحلية (أسواق المناطق) للسماسرة الغير قادرين الحصول على مقعد في البورصات المركزية ، كذلك انخفاض عمولة السمسرة في البورصة المحلية يجلب المستثمرين الكبار للاستثمار فيها و بيع كميات كبيرة من الأوراق المالية ، فهم يفضلونها عن البورصة المركزية¹ .

ب- الأسواق الغير منظمة : يستخدم مصطلح الأسواق الغير منظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (أي خارج البورصات) ، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل ، و يقوم التعامل ببيوت السمسرة حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات الفورية و التي تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف الحاسب الآلي و غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار المستثمرين² و تسمى أسواق الأوراق الغير منظمة بأسواق ما فوق الكاونتر ، و يكون تجار هذه الأسواق على أهبة الاستعداد لشراء أو بيع بعض الأوراق المالية لمحافظهم الخاصة و يربحون عادة الفرق بين سعر العرض و سعر الطلب أو سعر الشراء و يطلق على أحد أشكال سوق ما فوق الكاونتر في الولايات المتحدة الأمريكية إسم (نازدك) المأخوذة من الكلمات

National Association of Security Dealers Automated Quotation system .

الذي ظهر عام 1971 م و الذي يعرض بشكل أوتوماتيكي أسعار البيع و الشراء لاسهم من 400 شركة يتم التعامل بها في أسواق ما فوق الكاونتر من خلال شاشات عرض تليفزيوني موجودة لدى المشتركين و مربوطة بجهاز كمبيوتر مركزي و تغطي هذه الشبكة جميع مناطق الولايات المتحدة الأمريكية و يتم

¹- منير ابراهيم هندي ، إدارة الأسواق المالية و المنشآت المالية . منشأة المعارف ، ط1 ، الاسكندرية ، 1991 . ص. 486.

²- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، الأسواق و المؤسسات المالية ، مرجع سبق ذكره . ص. 447.

عرض الأسعار بعد تنفيذها و ليس عروض البيع أو الشراء و هناك شروط ليتم إدخال الشركة في هذه الشبكة¹.

2- **وظائف السوق الثانوي** : تؤدي بورصات الأوراق المالية وظائف هامة في سوق رأس المال و في الاقتصاد القومي ككل يمكن تلخيصها بخمس وظائف رئيسية على الأقل هي الآتي:²

أ- توفر البورصة سوق مستمرة للأوراق المالية تمكن المستثمرين (أفراد أو مؤسسات) الراغبين في الحصول على سيولة من بيع ما يحملونه من أوراق مالية بأسعار لا تختلف إقليلا عن أسعار البيع السابقة

ب- تقوم البورصة بتحديد أسعار الأوراق المالية من خلال عمليات التداول (البيع و الشراء) ما بين عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم بعضا.

ت- يعتبر وجود بورصة أوراق مالية نشيطة و كفؤة عملا أساسيا في تطوير سوق رأس المال الأولي ، حيث تجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق بما يخفض من خطر ضمان هذه الإصدارات و يشجع على نمو بنوك الاستثمار .

ث- تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة ، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية و تشغيلية و تمويلية على مستوى عال من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية و ترتفع أسهمها في السوق ، أما الشركات التي تنتهي بنتائج أعمال غير مرضية ، فان أسعار أسهمها تتخفض في السوق .

ج- تساهم البورصة في تشجيع عملية الادخار و الاستثمار في المجتمع و ذلك بتجميع الادخارات الصغيرة و تحويلها إلى رؤوس أموال توفّر للشركات التمويل اللازم لاستثماراتها المنتجة ، و تعتبر سوق راس المال الثانوي ذات

¹- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص. 126.

²- محمد أيمن الميداني ، مرجع سبق ذكره، ص. 534.

كفاءة عالية إذا تمكنت من توجيه رؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية و ربحية و هناك شرطان ضروريان لذلك ، أولهما توفر المعلومات الضرورية عن الأوراق المالية التي يجري تداولها بالإفصاح عنها و نشرها بسرعة و توصيلها إلى كافة المتعاملين في السوق بكلفة ضئيلة ، أما الشرط الثاني فهو أن تكون تكاليف المبادلات (عمولة الوساطة) منخفضة بحيث لا تقف عائقا أمام بيع و شراء الأوراق المالية حتى و لو كانت فرص الربح من التداول صغيرة¹.

3- شروط تسجيل الأوراق المالية بالبورصة :

عادة ما تضع البورصات شروطا لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المختلفة و ذلك للسماح بالتداول فيها و تختلف هذه الشروط بطبيعة الحال من دولة لأخرى حسب ظروفها و أهدافها التي تسعى إليها ، و للتسجيل في بورصة نيويورك مثلا هناك خمسة شروط أساسية هي:²

- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المؤسسة في العام المنصرم عن 2,5 مليون دولار ، و أن لا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين على ذلك العام .

- و أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار .

- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار

- أن يملك الجمهور حصة رأس المال لا تقل قيمتها عن 11 مليون دولار

- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر و

بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية ، هناك شروط أخرى مكتملة هي:

- أن تكون للمؤسسة مكانتها على المستوى القومي .

¹ - منير هندي ، ادارة الأسواق و المنشآت المالية . مرجع سبق ذكره . ص. 481.

² - عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقض ، الأسواق و المؤسسات المالية . مرجع سبق ذكره . ص. 448.

- أن تكون لها مكانتها الجيدة و المستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

- أن تنتمي المؤسسة لصناعة لها فرصة للتوسع و النمو ، أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق وإذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المؤسسة في البورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ، حينئذ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل .

المبحث الثاني : التمويل طويل الأجل بالملكية

تمثل أموال الملكية المصدر الأول للتمويل للمؤسسات الجديدة ، كما تمثل القاعدة التي يستند إليها الاقتراض بالنسبة للمؤسسات و توفر أموال الملكية المقدمة للمؤسسة ما يلي :

- الاستثمار الدائم فيها .
- جزء هام من الاستثمار الطويل الأجل .
- رقابة في حالة الفشل (إفلاس المؤسسة)
- مصدرا متوقعا للوفاء بالديون .
- و تحصل المؤسسات على أموال الملكية عادة من المصادر التالية :
- إصدار الأسهم العادية أو تقديم رأس المال
- إصدار الأسهم الممتازة
- الأرباح المحتجزة
- الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم
- لذا نتناول هذا المبحث من خلال مايلي :

المطلب الأول : التمويل بالأسهم

المطلب الثاني : التمويل بالأرباح المحتجزة .

المطلب الأول : التمويل بالأسهم

الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة عند إصدارها ، قابلة للتداول بالطرق التجارية ، و يتمثل فيها حق المساهم في رأس المال الشركة التي يساهم فيها و تخول له صفته هذه ممارسة حقوقه لا سيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة¹ .

1- الأسهم العادية :

أ- تعريف الأسهم العادية :

تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل ، فهي وسيلة التمويل الرئيسية للمشاريع التي تتخذ شكل الشركة المساهمة و خاصة عند بدء تكوين المشروع ، و يمكن اللجوء إليها كوسيلة تمويل خلال حياة المشروع وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب ، و هذه عملية قليلة الحدوث و الشركة غير ملزمة بدفع أي عائد لحملة الأسهم العادية ، فإذا حققت الشركة أرباحا كبيرة توقع الحملة خلال فترة أو اكثر من الزمن الحصول على عائد مرتفع ، أما إذا تحملت الشركة خسائر أو رأت عدم توزيع أية أرباح فلن يحصل بالتالي حملة الأسهم العادية على فائدة بالمرة و هذه الحقيقة وحدها تكفي لإظهار الميزة الرئيسية الناجمة عن استخدام الأسهم العادية بواسطة المساهمة في الحصول على ما يلزمها من الأموال .

و يتمتع حملة الأسهم العادية بصفاتهم ملاك الشركة المساهمة بمزايا مختلفة و حقوق متعددة ، و يحدد طبيعة هذه المزايا و الحقوق بدقة و بالتفصيل عقد إنشاء الشركة و ما تنص عليه قوانين الدولة التي تنظم هذا النوع من الشركات ، و من أهم هذه الحقوق الحق في الاشتراك في الأرباح عن توزيعها و الحق في حضور

1- أحمد محيي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي. مجموعة دلة البركة ، جدة، 1995، ص. 107.

الجمعيات العامة و الحق في التصويت و حق الأولوية في الاكتتاب و حق نقل ملكية الأسهم ، و أخيرا حق الاشتراك في موجودات الشركة عند تصفيتها¹.

ب- حقوق حملة الأسهم العادية :

تتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك الشركة بمزايا مختلفة و حقوق متعددة و تحدد طبيعة هذه المزايا و الحقوق بدقة و بالتفصيل عقد إنشاء الشركة و ما تنص عليه قوانين الدولة التي تنظم هذا النوع من الشركات و تتمثل حقوق حملة الأسهم العادية فيما يلي :

• الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها :

باستثناء الحالات التي يقوم فيها حملة الأسهم باستثمار أموالهم في الشركة لغرض زيادة قيمة هذه الأوراق المالية في المستقبل ، نجد أن الحملة ينظرون لاستثماراتهم في الشركة كمصدر للحصول على دخل يتخذ شكل الأرباح الموزعة و لكن رغما عن ذلك فلا حق لهم في الأرباح إلا إذا أعلن توزيعها ، و معني هذا أن الشركة قد تحقق أرباحا ، و مع ذلك قد يتقرر عدم التوزيع ، و بالتالي لا يمكن لحملة الأسهم الحصول على الدخل المتوقع ، و لكن بمجرد إعلان توزيع الأرباح تصبح هذه الأرباح دينا على الشركة و يمكن لحملة الأسهم إجبار الإدارة على الدفع²

• الحق في حضور اجتماعات الجمعيات العمومية المختلفة :

تتألف الجمعية العمومية من جميع حملة الأسهم مهما كان عدد الأسهم التي يملكها كل واحد منهم ، و لهذه الجمعية الكلمة في إدارة الشركة ، حيث تقوم بفحص و مناقشة الحسابات السنوية و التصديق عليها ، و تحديد الأرباح التي سيتم توزيعها على المساهمين و انتخاب أعضاء مجلس الإدارة³.

1- محمد صالح الحناوي ، إبراهيم إسماعيل سلطان ، الإدارة المالية و التمويل . الدار الجامعية . الإسكندرية ، ط1 ، 1999 ، ص ص. 308. 307.

2- أحمد توفيق ، على شريف ، الإدارة المالية . دار النهضة العربية ، بيروت ، ط 1 ، 1980 ، ص ص. 449 . 450.

3- مفلح عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص. 127.

• حق التصويت : لكل مساهم الحق في التصويت بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها و للمساهم حق تحويل هذا الحق بصفة استثنائية أي في حالة الضرورة و توكيل غيره بالتصويت نيابة عنه ، علما بأن عملية توكيل الغير في التصويت تراقب بواسطة لجنة البورصة لمنع أو تجنب استفادة الإدارة من عملية التفويض بالتصويت لتحقيق منفعة ذاتية.

- منع استفادة صغار الملاك من تحقيق مزايا خاصة من خلال هذه العملية .
- في حالة التصويت المجمع حيث يسمح للمساهم بالتصويت عدة مرات لمدير واحد ، فمثلا قد يكون لمائة سهم خمسمائة صوت لمدير واحد إذا كان الهدف اختيار خمس مدراء مما يعني 100 صوت لكل من هؤلاء المدراء الخمس و بذلك يتم حساب عدد مرات التصويت وفقا للمعادلة التالية¹ :

عدد الأسهم المطلوبة لاختيار عدد من المدراء =

عدد المدراء المطلوب اختيارهم X عدد الأسهم المتداولة و لها حق التصويت

إجمالي عدد المدراء المرشحين + 1

مثلا : بفرض أن عدد المدراء المطلوب اختيارهم = 2

و عدد الأسهم المتداولة و لها حق التصويت = 100 000

عدد المدراء المترشحين = 6

إن عدد الأسهم المطلوب توافرها لاختيار المدراء

$$= \frac{100000 \times 2}{1 + 6} = 28572 \text{ سهم}$$

• حق الأولوية في الاكتتاب :

تعطي القوانين لحملة الأسهم العادية أولوية في الاكتتاب و شراء كمية من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها المؤسسة أو أي نوع آخر من الأوراق المالية الممكن

¹ - عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص. 598.

تحويلها إلى أسهم عادية في المستقبل ، و تعادل نسبة هذا الإكتتاب من الإصدار نسبة ملكية المساهم قبل الإصدار فإذا كان أحد المساهمين مالكا لـ : 10 % من أسهم الشركة ، و أرادت الشركة أن تصدر أسهما جديدة فإن المساهم القديم يعطى أولوية شراء 10 % من الإصدار الجديد و ذلك للأسباب الآتية :

- المحافظة على مركز المساهم النسبي في الشركة .
- المحافظة على نصيبه من الاحتياطات و الأرباح غير المتوقعة في حالة بيع الأسهم الجديدة بسعر أقل من القيمة الجارية.

• حق نقل ملكية الأسهم :

لا يحق للمساهم إعادة أسهمه للشركة ليسترجع في المقابل ما دفعه ثمنها لها ، لأن الأموال المدفوعة تمثل ملكية الشركة ، و ستبقى دائمة بدوام الشركة نفسها لكن القانون أعطى لكل مساهم حق بيع أسهمه لأي شخص آخر بدون إذن خاص من الشركة ، و يتم ذلك من خلال السوق المالي إذا وجد مثل هذا السوق و كانت أسهم الشركة المعنية متداولة فيها .

• الحق فيما تبقى من موجودات الشركة عند تصفيتها :

إذا تمت تصفية الشركة لأي سبب تدفع حقوق العاملين و الحكومة و الدائنين أولاً و حملة الأسهم الممتازة ثانياً ، و ما يبقى بعد ذلك يدفع لحملة الأسهم العادية .

• الحصول على شهادة بأسهمه (المساهم) في الشركة

• الحق في الإطلاع على حسابات الشركة ضمن حدود معينة

• المسؤولية المحدودة المقتصرة على مقدار مساهمته في الشركة و تعتبر هذه الحقوق التسعة السالفة الذكر حقوقاً فردية ، أما الحقوق الجماعية تتمثل في ما يلي :

• الحقوق الجماعية هي مجموعة الحقوق التي تملكها هيئة المساهمين كمجموعة مثل حق انتخاب مجلس إدارة الشركة ، و تمارس هذه الحقوق الجماعية من خلال الهيئات العامة الثلاث :

- الهيئة العامة التأسيسية : و تتولى الإطلاع على تقرير المؤسسين و مناقشته و تعيين مدققي في حسابات الشركة ، و انتخاب مجلس الإدارة الأول ، كما تبحث النفقات التأسيسية و سبل التثبيت من صحتها .

- الهيئة العامة العادية : تجتمع هذه الهيئة مرة واحدة على الأقل في السنة و تتضمن مسؤولياتها سماع تقرير مجلس الإدارة ، و تقرير مدقق الحسابات و مناقشة

حسابات الشركة و انتخاب مجلس الإدارة و الأمور الأخرى التي تخرج عن
صلاحيات مجلس الإدارة .

• الهيئة العامة غير العادية : هي الهيئة التي تجتمع في الحالات الاضطرارية غير
العادية ، و في مواعيد للنظر في أمور غير عادية مثل تعديل نظام الشركة أو
اندماجها أو تصفيته¹.

ح- القيم المختلفة للسهم العادي :

في مجال قيمة السهم ، يتم التمييز بين خمس قيم هي :

- القيمة الاسمية :

و هي القيمة المشار إليها في شهادة السهم ، حيث يحددها القانون كما تحدد معظم
الدول حد أدنى للقيمة الاسمية² ، و تعد القيمة الاسمية أوضح القيم الخمسة
للسهم ، حيث يتم التعبير عن تلك القيمة بمبلغ محدد لكل سهم و ذلك في عقد
تأسيس الشركة ، و يترك لإدارة الشركة حرية اختيار القيمة الاسمية للسهم . إلا
أن هذه الحرية قد تكون مقيدة في بعض الأحيان كما هو الحال في بعض الدول
كمصر مثلا ، حيث أن القوانين المعمول بها في هذا الشأن تقضي بالأقل على القيمة
الاسمية للسهم عن جنيته.

و تستخدم القيمة الإسمية في التعبير عن قيمة الأسهم في دفاتر الشركة و لا تحظى
هذه القيمة بأي اهتمام من جانب المستثمرين حيث أنه لا توجد أي علاقة بينها و
بين القيمة السوقية للسهم.

- القيمة الدفترية :

يتم حساب القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية) للسهم العادي ، و ذلك عن طريق
قسمة حقوق الملكية (بافتراض عدم وجود أسهم ممتازة) على عدد الأسهم العادية
المصدرة ، و المعروف أن حقوق الملكية تساوي مجموع الأصول مطروحا منها

¹ -مفلق عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص ص. 126.127.

² - عبد المعطي رضا أو شيد ، حسني علي خيوش ، الأسواق المالية . الجامعة الهاشمية ، عمان ، ط1 ، 1998 ، ص. 65.

مجموع الالتزامات و كذلك يمكن احتساب حقوق الملكية عن طريق إضافة الاحتياجات و الأرباح المحتجزة إلى رأس المال الوارد بدفاتر الشركة و لا توجد علاقة بين القيمة الدفترية و القيمة السوقية للسهم حيث أن هذه الأخيرة تعتمد على توقعات المستثمرين بشأن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة و بشأن أداء الشركة في المستقبل بصفة خاصة¹.

- القيمة السوقية :

و هي قيمة السهم في السوق المالي ، و تتأثر هذه القيمة بالكثير من العوامل مثل : القيمة الدفترية ، توزيعات الأرباح ، و المركز المالي للمؤسسة و مدى قوته ، و العرض و الطلب في السوق على الأسهم بالإضافة إلى توقعات المستثمرين و المحللين حول مستقبل الشركة و الأوضاع الاقتصادية² و المعروف أنه لولا اختلاف توقعات البائعين و المشترين لما كان هناك تجار في الأسهم على الإطلاق فالبائع لديه توقعات بانخفاض سعر السهم في المستقبل لذلك فهو يقوم ببيعه الآن ، أما المشتري فله توقعات بارتفاع السعر في المستقبل لذلك فهو يقوم بشرائه ، و لو اتفقت توقعات البائع و المشتري لما كان هناك بيع و شراء لهذا السهم .

و من أهم العوامل التي تؤثر على سعر السهم بالسوق الظروف الاقتصادية المتوقعة سواء على المستوى القومي أو على المستوى الصناعة بالإضافة إلى توقعات المستثمرين بشأن ربحية الشركة في المستقبل .

و تتأثر تلك الربحية بالأسعار المتوقعة لمنتجات الشركة و بالأسعار المتوقعة للمواد الخام ، المستويات المتوقعة للأجور ، المستويات المتوقعة لأسعار الفائدة بالإضافة إلى العديد من المؤثرات الهامة³.

¹- نضير رياض الشحات ، السعيد فرحات جمعة ، جاد الرب عبد السمع ، مرجع سبق ذكره ، ص. 206.

²- جميل الزايد أنين السعودي ، مرجع سبق ذكره ، ص. 218.

³- نضير محمد رياض الشحات ، السعيد جمعة ، جاد الرب عبد السميع ، مرجع سبق ذكره ، ص. 207.

- القيمة الذاتية : يمكن احتساب القيمة الذاتية للسهم عن طريق القيمة الحالية للمنافع التي يتوقع المستثمر تحقيقها نتيجة لاحتفاظه بهذا السهم. - و تتمثل المنافع التي يمكن أن يحققها السهم في العوائد التي يمكن أن يحققها السهم و في العوائد التي يمكن أن يحصل عليها حامل هذا السهم من الشركة المصدرة بالإضافة إلى المبلغ الذي يتوقع أن يحصل عليه في نهاية الاستثمار

- قيمة التصفية : تمثل قيمة التصفية مقدار ما يحصل عليه المساهم عن كل سهم يمتلكه في حالة التصفية للشركة و القيام ببيع أصولها و سداد ما عليها من التزامات و يمكن احتساب قيمة السهم باستخدام المعادلة التالية :

المتحصل من بيع الأصول - المدفوعات لسداد الالتزامات المختلفة

$$\text{قيمة السهم عند التصفية} = \frac{\text{المتحصل من بيع الأصول - المدفوعات لسداد الالتزامات المختلفة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

و غالبا ما تكون قيمة الأصول عند بيعها في حالة التصفية للسهم أقل من قيمته الدفترية¹.

د- أشكال الأسهم العادية :

شاع استخدام الأسهم العادية المصنفة في عدد من الدول في أواخر العشرينات ، و كانت طرق استعمالها مضللة للمستثمرين في بعض الأحيان فكانت هذه الأسهم مصنفة إلى فئتين (أ) و (ب) و الأسهم العادية من فئة (أ) لم يكن لها الحق في التصويت ، بينما الأسهم من الفئة (ب) كان لها هذا الحق ، و لذا باستطاعة المروجين للأوراق المالية تحقيق الرقابة على الشركات عن طريق بيع كميات كبيرة من الأسهم ذات الفئة (أ) و التي لم يكن لها حق التصويت و الاحتفاظ بالأسهم ذات الفئة (ب) التي كان لها حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين.

و لكن هذا الوضع قد تغير في الأعوام الأخيرة ، حيث عاد النشاط لإصدار و بيع و تداول الأسهم من الفئة (ب) في الأسواق المالية و قد أصبحت المؤسسات

¹ - نضير رياض الشحات ، جاد الرب عبد السميع ، مرجع سبق ذكره ، ص. 208.

الصغيرة و الجديدة تستخدم هذه الفئة من أجل الحصول على تمويل من المصادر الخارجية كذلك تباع الأسهم العادية من فئة (أ) للجمهور العام و أصبحت تحمل هذه الفئة معها الحق في توزيعات الأرباح و حق التصويت لحاملها ، و بالمثل فإن للأسهم العادية من فئة (ب) الحق في التصويت و في توزيع الأرباح و عادة يحتفظ بها مؤسسو الشركة في داخل الشركة ، و لكن لا يوزعون عليها الأرباح إلا بعد أن تنمو القدرة الإيرادية للشركة .

و من جهة أخرى يوجد شكل آخر من أشكال الأسهم العادية و هو اسهم المؤسسين التي تتمتع بحق التصويت و لكن ليس لها الحق في توزيع الأرباح لعدد من السنوات و بهذا يستطيع مؤسسو الشركة أن يحتفظوا بالرقابة الكاملة على العمليات أثناء مرحلة النمو المبدئية للشركة ، و لكن في الوقت نفسه تكون حقوق المستثمرين الآخرين مصنونة ضد سحب كميات كبيرة من أموال الشركة عن طريق المالكين¹ .

- و هناك أشكال جديدة للأسهم العادية ظهرت في السنوات الأخيرة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية و الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة و الأسهم العادية المضمنة القيمة .

أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية ، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل ، غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية ، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل . أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة (A) و ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية و مجموعة أخرى أطلق عليها الفئة (H) و ربطت فيها

¹ - سمير محمد عبد العزيز ، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية مصادر تمويل منظمات الأعمال. تكوين الهياكل المالية إصلاح الهياكل المالية . الإشعاع الفنية ، الاسكندرية ، 1997 ، ص. 23.

التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين¹.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة : الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تعتبر من المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة ، و في الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها ، في ظل خطة معينة بمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، و ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها².

- الأسهم العادية المضمونة : الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المؤسسة التي أصدرته و ذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية ، غير أنه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية اسهم عادية تعطى لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين ، خلال فترة محدودة عقب الإصدار ، أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين ، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد و لكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض³.

هـ - الأسهم العادية كمصدر للتمويل :

من وجهة نظر المؤسسة ، تمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المؤسسة ، كما أن المؤسسة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تتحقق فيها أرباح ، هذا إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة

¹ - منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية . المكتب العربي الحديث ، القاهرة ، ط2 ، 1993 ، ص. 543 .

² - Paule Jacques Lehman , **le financement de l'économie** . Mémo édition , 1^{ère} édition , 1999 , p. 61 .

³ - منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص . 545 .

في هيكل راس المال ، و يزيد من قدرة المؤسسة للحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة ، و ذلك بالطبع مع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، و على الجانب الآخر قد يعتبر إصدار الأسهم الجديدة أمرا غير محبب و ذلك لثلاثة أسباب رئيسية :

- يؤدي إصدار المزيد من الأسهم العادية إلى ارتفاع تكلفة الأموال و ذلك لسببين: أولهما أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار من غيرهما من الأوراق المالية ، و بالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعا . أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات لا تعتبر من بين التكاليف التي تختصم قبل حساب الضريبة ، و من ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية .
- أنه في ظل نقص المعلومات لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لأوراق المؤسسة ، فقد يتبادر إلى أذهان المستثمرين بأن قرار إصدار أسهم عادية جديدة هو رد فعل لاعتقاد الإدارة بأن القيمة السوقية للأسهم مغال فيها و أن الطرح الجديد يمثل فرصة لحصيلة أكبر . مثل هذا التصور من شأنه أن يدفعهم إلى الإحجام عن شراء أسهم المؤسسة (القديم منها و الجديد) بالسعر الذي كانت تباع به قبل الإصدار الجديد .
- قد يترتب عن إصدار اسهم عادية جديدة دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية ، وهذا لا يعني فقط أضعافا لمركز المساهمين القدامى ، بل قد يعني إضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية عموما (الجدد منهم و القدامى) على مجريات الأمور و ينطلق بالتالي العنان لمجلس الإدارة في التصرف بحرية مما يزيد من تكلفة الوكالة التي يتكبدها حملة الأسهم .

غير أن هذا يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية ، و لتشجيع الملاك القدامى على استخدام هذا الحق ، تقدم المنشأة لكل مساهم عدد من الصكوك في مقابل كل سهم يمتلكه و في هذا الصدد تثار ثلاثة تساؤلات أولها عن عدد الأسهم القديمة أو عدد الصكوك التي تعطى للمستثمر الحق في شراء سهم واحد جديد ، ثانيها عن كيفية تحديد قيمة الصك ، أما التساؤل الثالث فهو عن تأثير إصدار الصكوك عن القيمة السوقية للأسهم القديمة¹.

و يتوقف عدد الصكوك اللازمة لشراء سهم واحد على ثلاثة متغيرات هي : مقدار الأموال التي تحتاجها المنشأة ، و السعر الذي سيبيع به السهم للملاك القدامى و عدد الأسهم القديمة ، فقسمة مقدار الأموال المطلوبة ، على السعر الذي سيدفعه المساهم لشراء سهم جديد ، تحدد عدد الأسهم الجديدة التي ينبغي إصدارها و بقسمة عدد الأسهم القديمة على عدد الأسهم الجديدة نحصل على عدد الصكوك التي تعطى للمساهم الحالي الحق في شراء سهم واحد جديد و هذا ما توضحه المعادلتين الآتيتين :

$$N^* = \frac{B}{P^*}$$

$$K = \frac{R}{N^*}$$

حيث أن :

N^* = تمثل عدد الأسهم الجديدة التي ينبغي إصدارها .

B = تمثل الاحتياجات المالية

P^* = تمثل سعر بيع السهم للمساهمين الحاليين

K = عدد الصكوك التي يحصل عليها كل مساهم في مقابل كل سهم يمتلكه .

¹ - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل - مرجع سبق ذكره ، ص ص. 14 . 15.

$R =$ تمثل عدد الأسهم القديمة .

و لتوضيح الفكرة :

- نفترض أن المؤسسة ما ممولة من حقوق الملكية و ترغب في الحصول على أموال إضافية تبلغ قيمتها مليون جنيه ، و قد قررت المؤسسة إصدار أسهم عادية جديدة للحصول على هذا المبلغ ، على أن يعطى للمساهمين القدامى الأولوية في الشراء ، كما قررت كذلك أن يباع لهم السهم من الإصدار الجديد بسعر 80 دينار على الرغم من أن القيمة السوقية للسهم قبل الإصدار الجديد تبلغ 100 دينار ، أما عدد الأسهم القديمة فيبلغ 50 ألف سهم لتحديد عدد الصكوك التي يحتاجها المساهم الحالي لشراء سهم واحد جديد نطبق المعادلتين السابقتي الذكر

$$N = \frac{1000000}{80} = 12500 \text{ سهم}$$

$$K = \frac{50000}{12500} = 4 \text{ صكوك}$$

* و هذا بالطبع بالإضافة إلى القيمة التي سيدفعها بشراء السهم و هي 80 دينار أي أن قيمة السهم الجديد تساوي 84 دينار أي 80 + 4 صكا
قيمة الصك :

- لإيجاد قيمة الصك و هل تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم و بين القيمة التي سيدفعها المساهم لشراء سهم جديد مقسوما على عدد الصكوك ، يجب أولا أن نتعرف على تأثير إصدار الصكوك على القيمة السوقية بالسهم العادي بعد إصدار الأسهم الجديدة .

- لا يمكن أن نجزم بأن القيمة السوقية للسهم بعد الإصدار الجديد ستضل على ما كانت عليه من قبل ، فقد تزيد أو تنقص أو قد تساوي مع القيمة السوقية قبل

* و هذا يعني بعبارة أخرى أن للمساهم الحالي الحق في الحصول على سهم جديد .

الإصدار الجديد ، و ذلك تبعا لتوقعات المستثمرين بشأن العائد المتوقع من استثمار حصيلة بيع الأسهم الجديدة .

- قبل الإصدار الجديد كانت القيمة السوقية للسهم 100 دينار و عدد الأسهم القديمة 50 ألف دينار ، و هذا يعني أن قيمة المنشأة كانت 5 مل دينار على أساس أن هيكل رأس المال لا يتضمن أموالا مقترضة ، أما بعد الإصدار الأسهم الجديدة فإن القيمة السوقية للمؤسسة ، و بالتالي القيمة السوقية للسهم قد ترتفع بمقدار أكبر أو أقل أو يساوي متحصلات بيع الأسهم الجديدة ، و ذلك تبعا للتوقعات بشأن عائد استثمار تلك المتحصلات¹.

مثال :

- نفترض أن قيمة المؤسسة سوف ترتفع بنفس قيمة المتحصلات للأسهم الجديدة أي سترتفع بمقدار مليون دينار (12500 سهم x 80) و هذا يعني أن قيمة المنشأة سوف تعادل 6 مل دينار و حيث أن عدد الأسهم العادية أصبح 62500 سهم فإن ، القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض إلى 9.6 دينار (6 مل دينار مقسومة على 62500 سهم) بعد أن كانت 100 دينار

- قيمة الصك : المساهم الحالي دفع 80 دينار و أربعة صكوك لشراء سهم واحد ، و حيث أن المستثمر يمكنه بيع السهم الجديد في السوق بقيمة قدرها 96 دينار ، فإن معنى هذا أن قيمة الصك تعادل 4 دنانير ، وهذا و يمكن تحديد قيمة الصك بتطبيق أي من العلاقتين التاليتين :

$$\text{قيمة الصك} = \frac{P - (\text{بعد}) P}{K}$$

¹ - المرجع السابق ، ص. 19.

$$4 \text{ دنانير} = \frac{80 - 96}{4}$$

أو :

$$\frac{P - (قبل)P}{K + 1} = \text{قيمة الصك}$$

$$4 \text{ دنانير} = \frac{80 - 100}{5}$$

و- تقويم الأسهم العادية كمصدر من مصادر التمويل :

من وجهة نظر الشركة المصدرة : تتمثل مزايا الأسهم العادية للشركة المصدرة فيما يلي :

- لا تتضمن نفقات ثابتة ، لأن إدارة الشركة غير ملتزمة قانوناً بتوزيع الأرباح على حاملي الأسهم العادية بدون قرار من الجمعية العمومية و تقوم الشركة عادة بتوزيع الأرباح فيما إذا حققت أرباح .
- ليس للأسهم العادية تاريخ استحقاق محدد.
- بما أن الأسهم العادية توفر الضمان الذي يعتمد عليه الدائنون فإن بيع الأسهم العادية يزيد من المقدرة الائتمانية للشركة و في بعض الأحيان يكون بيع الأسهم العادية أسهل من بيع السندات لأن الأسهم تجذب فئات معينة من المستثمرين من حيث : يكون العائد المتوقع منها عادة أعلى من العائد المتوقع من السندات أو الأسهم الممتازة .
- بما أنها تمثل ملكية الشركة ، فإنها تزود المستثمر بحماية ضد التضخم النقدي و بصورة أفضل من الحماية التي تزودها السندات أو الأسهم الممتازة ، حيث ترتفع قيمة الأسهم العادية عادة ، عند ارتفاع قيمة الأصول الحقيقية أثناء و فترة التضخم النقدي .

- تكون معدلات الضريبة على عوائد الفرد من الأسهم العادية أقل من معدلات الضريبة على عوائده من فوائد السندات التي يحملها.
- إن زيادة الأسهم العادية ضمن هيكل رأس مال الشركة يؤدي إلى زيادة الثقة فيها و زيادة قدرتها على الاقتراض كما تشجع الدائنين على منحها القروض .

- سرعة التداول لهذه الأسهم في الأسواق المالية خاصة للشركات التي تتمتع بمركز مالي جيد¹.

- تمثل مصدرا دائما للتمويل ، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المنضمة التي أصدرتها .

- تعتبر الدعامة الأساسية و نقطة البداية في تكون هيكل تمويل المنظمة²

- من وجهة النظر الاجتماعية :

تعد الأسهم العادية من مصادر التمويل المرغوبة من وجهة النظر الاجتماعي لأنها تجعل منشآت الأعمال (التي تكون الجزء الرئيسي للاقتصاد) أقل عرضة للضرر الناجم عن الانخفاض في المبيعات و المكاسب ، و بما أن التمويل بالأسهم العادية لا يتضمن نفقات ثابتة ، فإن الانخفاض في أرباح الشركة لا يجبر هذه الشركة على إعادة التنظيم أو إعلان الإفلاس و بالرغم من ذلك ، يتضمن التمويل عن طريق الأسهم العادية بعض النتائج التي قد لا تكون مرغوبة من وجهة النظر الاجتماعية ، ففي فترات الكساد الاقتصادي ، تنخفض قيمة الأسهم العادية في الأسواق ، و بالتالي ترتفع تكلفة رأس المال المملوك و هذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع تكلفة إجمالي رأس المال ، و بالتالي إلى الانخفاض في الاستثمار و هذا الانخفاض يسبب بدوره إتساعا في الكساد .

¹ - محمد حسنين طنيب ، محمد ابراهيم عبيدات ، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص . المستقبل ، عمان ، ط1، 1997 ، ص. 164.

² - نظير رياض الشحات ، جاد الرب عبد السميع ، مرجع سبق ذكره ، ص .209.

و لكن من ناحية أخرى ترتفع أسعار الأسهم العادية في الأسواق عندما يأخذ الاقتصاد في النمو و التوسع ، و يؤدي ارتفاع أسعار الأسهم إلى انخفاض في تكلفة راس المال ، و هذا بدوره يؤدي إلى الارتفاع في مستوى استثمارات شركات الأعمال الذي قد يؤدي بدوره إلى الزيادة في التوسع الاقتصادي ، و ربما التضخم النقدي و يتبين من دراسة تأثير التمويل عن طريق الأسهم العادية على تكلفة راس المال ، بأن هذا التمويل قد يسبب زيادة حدة التقلبات الدورية في الاقتصاد.¹

أما عيوب الأسهم العادية كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل فتتمثل فيما يلي:²

- يؤدي التوسع في إصدارها إلى زيادة قاعدة المالكين ، و قد يؤدي ذلك إلى تأثير سلطة المالكين المسيطرين حالياً .
 - توسيع قاعدة توزيع الأرباح ، و بالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار .
 - قد تكون كلفة إصدارها عالية من ناحية الإجراءات .
 - الأرباح الموزعة تخضع للضريبة ، الأمر الذي يزيد من كلفتها بالمقارنة مع الدين .
 - يؤدي بيع أسهم عادية جديدة إلى إعطاء عدد أكبر من المستثمرين الحق في المشاركة في أرباح الشركة ، و على ذلك فإن الاعتماد على القرض قد يمكن الشركة الحصول على التمويل اللازم بتكلفة ثابتة أو أقل ، بينما الاعتماد على الأسهم العادية في التمويل يؤدي إلى وجود مالكين جدد لهم حقوق متساوية في المشاركة في صافي دخل الشركة .
- تتضمن الأسهم العادية مخاطرة أعلى من المخاطرة التي تتضمنها السندات و الأسهم الممتازة .

¹ - سمير عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص 27.

² - مفلح عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 131.132.

- إذا زادت حقوق ملكية الأسهم العادية أو نقصت الديون طويلة الأجل عن الحد المناسب لتحقيق الهيكل المالي الأمثل للشركة فإن متوسط معدل تكلفة رأس مال الشركة يرتفع و يصبح أعلى مما يجب أن يكون عليه¹.

2- الأسهم الممتازة :

تعتبر الأسهم الممتازة مصدرا هاما من مصادر التمويل طويل الأجل ، و تمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية و الاقتراض ، فعند التصفية تأتي الأسهم الممتازة بعد الديون في الأولوية و قبل المساهمين العاديين ، و من ناحية الدخل تستحق نسبة ثابتة منه ، و علاوة على ذلك ، فإن باستطاعة الشركات إلغاء هذا العائد دون أن يؤدي هذا إلى اعتبار الشركة مقصرة في الوفاء بالتزاماتها ، كما قد يحدث في حالة عدم الدفع للدائنين و تعرف الأسهم الممتازة بأنها شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة ، و يقدم لمالكيه ميزتين :

-عائد محدد (كنسبة من قيمة السهم الاسمية)

- مركز ممتاز تجاه حملة الأسهم العادية .

فالسهم الممتاز مستند ملكية لحائزه ، له قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية شأنه شأن السهم العادي ، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة ، لأنه ليس لها من نصيب على الاحتياجات و الأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية العمومية ، كذلك يحق لحامل السهم الممتاز الحصول على عائد سنويا بشرط قيام المؤسسة بتحقيق أرباح كافية لتغطية مثل هذه التوزيعات ، و هو في هذا الشأن لا يختلف عن السهم العادي أيضا²

إن فالأسهم الممتازة تقع في مكان وسط ، بين الأسهم العادية و الديون حيث يتحدد لها نسبة " توزيعات أرباح " معروفة مقدما لحامل هذه الأسهم ، و لكن لا

¹ - سمير عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص 26.

² - مفلح عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص 133.

يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات ، و تدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها¹.

أ- الاختلاف مع الأسهم العادية :

تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في النواحي التالية :²

- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية .
- هناك حد أقصى لما يمكن أن يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة في حين لا يوجد مثل هذا الحد بالنسبة لحملة الأسهم العادية .
- غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة حق في التصويت في حين يكون هذا الحق أساسيا لحملة الأسهم العادية .

ب- الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل :

تتمتع المؤسسات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها أنها ليست ملزمة قانونا بأجراء توزيعات و أن التوزيعات محدودة بمقدار معين ، و أنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشاكل عويصة ، كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ، و هو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمؤسسة³.

يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المؤسسة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شرائها ، و ذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ قيمته القيمة الاسمية ، و يمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للمؤسسة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق ، و ذلك

¹ - محمود صبح ، الابتكارات المالية . المطبوعات الجامعية ، ط1، القاهرة ، ص. 35.

² - Paul jaques lehmann . OP.CIT .P . 62

³ - محمد سليمان هدى ، دراسات الجدوى و تمويل المشروعات الاستثمارية لشركات الملاحة . دار المصرية ، ط1 ، القاهرة ، 1980 ، ص. 44.

بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها ، و إحلالها سندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض¹.

- تفضل الأسهم الممتازة من جانب المساهمين الذين يقعون بين أولئك الذين يفضلون السندات ، و عندما يكون هامش الربح لشركة ما مرتفع بشكل كافي لتغطية ما هو أكثر من توزيعات الأسهم الممتازة ، فمن الأفضل لها أن تستخدم الديون ، و مع ذلك إذا كانت مبيعات و أرباح الشركة متدنية ، فإن استخدام الديون ذات معدلات الفائدة المحددة يمكن أن يكون فيه خطورة على الشركة فاستخدام الأسهم الممتازة يمكن أن يوفق بين البديلين السابقين ، حيث تم استخدام الأسهم الممتازة إذا كانت الشركة لديها بالفعل نسبة ديون عالية في ضوء الحد الأقصى المسموح به للشركات المماثلة ، و تعتبر تكاليف المصادر البديلة للتمويل أمرا مهما دائما ، فعندما تكون أسعار السوق للأسهم العادية عالية بنسب و تتبع تكاليف التمويل عن طريق الأسهم الممتازة مستويات بمعدل الفائدة أكثر مما تتبع أسعار الأسهم ، و بمعنى آخر ، عندما تنخفض معدلات الفائدة ، فإن تكلفة الأسهم الممتازة يحتمل أن تكون أيضا منخفضة ، و عندما تكون تكلفة أدوات الدخل الثابت (كالأسهم الممتازة) منخفضة و تكاليف الأوراق المالية ذات القيمة المتغيرة (كالأسهم العادية) و يمكن أن تفضل الأسهم الممتازة أيضا كمصدر للتمويل عندما يكون استخدام الديون متضمنا مخاطرة كبيرة ، و لكن إصدار اسهم عادية سينتج عنه مشاكل لجماعة الملاك المسيطرين تتعلق بالرقابة على الشركة².

ج- تقويم الأسهم الممتازة :

- المزايا :

- عدم وجود حق لحملة الأسهم الممتازة في التصويت و عدم اشتراكهم في الإدارة إلا في حالات منصوص عليها .

¹ -منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، مرجع سبق ذكره ، ص. 546.

² - سمير عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص. 54.

- عدم وجود تاريخ محدد لسدادها إلا إذا تم النص على ذلك في عقد الإصدار ، و هذا يعطي الشركة ميزة استبدالها بسندات في حالة انخفاض الفوائد .

- إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية و بالتالي تزداد فرصة الشركة و قدرتها على الاقتراض¹ .

- قرار إصدار الأسهم الممتازة قد يتضمن إعطاء المؤسسة الحل في استدعاء الأسهم التي أصدرتها ، أي إعادة شراءها و ذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية ، و يمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للمؤسسة ، إذ يمكنها من الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق و ذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها وإحلالها بسندات ذات كويون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض² .

- **العيوب :** تتمثل عيوب الأسهم الممتازة فيما يلي :³

- أعلى تكلفة من الدين ، لأن عوائدها لا تقطع من الدخل الخاضع للضريبة كالسندات .

- إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على المؤسسة .

- قد تفرض بعض القيود على الشركة .

¹ - محمد شفيق طنيب ، محمد إبراهيم عبيدات ، مرجع سبق ذكره ، ص. 170.

² - منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص. 27 .

³ - مفلح عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص. 138.

3- الأوراق المالية القابلة للتحويل :

أ- تعريفها :

الأوراق المالية القابلة للتحويل هي سندات دين أو أسهم ممتازة يمكن تحويلها باختيار حاملها إلى أسهم عادية بشروط تحددها نسبة التبادل و يتم التعبير عن نسبة التبادل إما كسعر للتمويل و إما كنسبة للتمويل ، لأنه إذا تم تحديد أحدهما يتم تحديد الأخرى آليا ، و سعر التحويل هو عبارة عن السعر الذي يتم به تبديل الورقة المالية بأسهم عادية ، أما نسبة التحويل فهي عدد الأسهم العادية التي نقلت إليها الورقة المالية القابلة للتحويل و ليس من الضروري أن يكون سعر التحويل ثابتا ، فمعظم الأوراق المالية القابلة للتحويل تستعمل سعر التحويل المتصاعد لفترات زمنية متتالية و الهدف من استعمال سعر تحويل متصاعد هو دفع المشتريين لتحويل أوراقهم المالية إلى أسهم عادية من دون إبطاء بجعل الربح الرأسمالي المحتمل أقل قيمة كلما طال انتظارهم و لإصدار عدد أقل من الأسهم العادية عندما تتم عملية التحويل ، كذلك تكون الأوراق المالية القابلة للتحويل قابلة للاستدعاء عادة بسعر استدعاء محدد و ذلك بفرض التحويل على المستثمرين إذا استدعي الإصدار ، كذلك تكون الأوراق المالية القابلة للتحويل محمية من إجراءات تجزئة السهم و توزيع أرباح بشكل أسهم إذا قامت الشركة بتغييرات رأسمالية كوسيلة جذب للمستثمرين لرفع العائد المتوقع على هذه الأوراق المالية و بالتالي تمكين الشركة من الحصول على شروط مناسبة للتمويل¹.

ب- قيمة الأوراق المالية القابلة للتحويل :

توجد ثلاثة مقاييس لقيمة الأوراق المالية القابلة للتحويل:

¹ - محمد ايمن الميداني ، مرجع سبق ذكره ، ص. 75 ، 76 .

- القيمة الأولى : هي القيمة التحويلية ، و يقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل ، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل¹.
- القيمة الثانية : هي قيمة السند القابل للتحويل و هي قيمته كسند دين عادي يدفع فائدة دورية و له قيمة اسمية تدفع عند الاستحقاق و تحسب هذه القيمة كما يلي :

$$P_B = \sum_{r=1}^n \frac{1}{(1+r)} + \frac{FV}{(1+r)^n}$$

حيث أن :

PB : قيمة السند القابل للتحويل كسند عادي

I : دفعات الفائدة السنوية كما يحددها معدل الفائدة الاسمي

FV : القيمة الاسمية للسند

n : عدد السنوات حتى الاستحقاق

r : العائد المطلوب في السوق على سند عادي مماثل

القيمة الثانية للسندات المالية القابلة للتحويل هي قيمتها السوقية و تكون أعلى من قيمتها كسند عادي و أعلى أيضا من قيمتها التحويلية تباع هذه السندات في السوق بعلاوة على قيمتها كسند ، لأن لها ميزة التحويل إلى أسهم عادية و إمكانية الاستفادة من أرباح محتملة و ميزة التحويل هذه لها قيمة ، إلا إذا كان سعر السهم العادي في السوق منخفض جدا ، و تزداد قيمة التحويل كلما ارتفع السهم العادي في السوق قياسا إلى سعر التحويل .

- يستنتج مما تقدم أن الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم تباع في السوق بعلاوة على قيمتها كسند و بعلاوة على قيمتها التحويلية أيضا لأنها أداة

¹ - سمير عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص. 33.

استثمار تعطي حاملها إمكانية تحقق معدل مردود مرتفع من الأرباح الرأسمالية المحتملة و بدرجة مخاطرة محدودة¹.

ج - مزايا و مساوئ التمويل بأوراق مالية قابلة للتحويل :

• المزايا:

- تمكن الشركة من دفع فائدة على السندات أو معدل أرباح موزعة على الأسهم الممتازة أدنى مما يتوجب دفعه في إصدارات عادية للسندات و الأسهم الممتازة.

- الأوراق المالية القابلة للتحويل طريقة مؤجلة للتمويل بإصدار أسهم عادية مما يخفض من درجة الانحلال في الأرباح.

• المساوئ :

- لو ارتفع السهم العادي في السوق ، فإن الشركة تكون في وضع أحسن لو أنها كانت انتظرت و مولت بإصدار أسهم عادية بالسعر المرتفع عوضا من إصدارها أوراقا مالية قابلة للتحويل بسعر تحويل منخفض في وقت سابق. في حالة عدم ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق فوق سعر التحويل و بالتالي عدم إقدام جملة السندات على تحويلها إلى أسهم لعدم وجود حاجز ، في هذه الحالة تعلق الشركة بإصدار الأوراق المالية القابلة للتحويل و يتوجب عليها خدمة الدين حتى استحقاقه .

¹Eugue F . Brihan and Louis C. G A penshein , **Finnanciel management** . drydem Press ,2nd Edition, New York , 1995. P. 180.

المطلب الثاني : التمويل بالأرباح المحتجزة

1- تعريفها :

الأرباح المحتجزة عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقدر المؤسسة عدم توزيعه و ذلك لأغراض تسديد الالتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة ، ففي الوقت الذي يكون فيه التوسع مطلوباً فإن توزيع الأرباح على المساهمين مطلوب أيضاً ، فكلما زاد معدل الأرباح المحتجزة انخفض معدل توزيع الأرباح ، و العكس صحيح.

و الأرباح المحتجزة أرباح تحققت فعلاً و لكن المؤسسة قررت احتجازها و ذلك للحصول على مصدر تمويلي لتوفير السيولة اللازمة للوفاء بالالتزامات أو تمويل عمليات المؤسسة أو التوسع في الإنتاج¹.

2- عناصر الأرباح المحتجزة :

أ-الاحتياطي القانوني :

و هو الحد الأدنى من الاحتياطات الذي لا بد للشركة من تكوينه ، و يجوز للشركة التوقف عن التجنب متى بلغ رصيد ذلك الاحتياطي نصف رأس المال المدفوع و إذا قل عن ذلك فيجب أن تبدأ الشركة في عملية التجنّب من جديد و تستخدم ذلك الاحتياطي في تغطية خسائر الشركة و في زيادة رأس المال ، و يجوز للجمعية العمومية أن تقرر توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح على المساهمين ، و يعتبر ذلك الاحتياطي في حكم رأس المال من حيث كونه ضماناً لدائني الشركة و من ثم فإنه لا يجوز للشركة التصرف أو توزيعه على المساهمين إلا طبقاً لما ورد في القانون.

1- هيثم محمد الزغبى ، مرجع سبق ذكره ، ص. 94.

ب- الاحتياطي النظامي :

و يتم إنشاء هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة إذا اشترط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام ، و لا تستطيع الشركة العدول عن هذا الاحتياطي ما لم يعدل نظام الشركة ، كذلك لا يجوز استخدام هذا الاحتياطي بغير الأغراض المخصص لها إلا بقرار من الجمعية العمومية للشركة .

ج- الاحتياطات الأخرى :

و هي الاحتياطات التي تحقق للمؤسسة دوام ازدهارها و تكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان.

د- الأرباح المرحلة أو المستعادة:

إذا تبقى مبلغ بعد عمل توزيعات الأرباح السنوية ، قد يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى سنة تالية و يستخدم ذلك الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاضات محتملة في الأرباح للأعوام القادمة¹.

هـ- مبررات حجز الأرباح :

- زيادة رأس المال العامل لزيادة قيمة المنشأة السوقية .
- تقوية المركز الائتماني للمنشأة عن طريق زيادة الاستثمارات .
- استخدام الأرباح المحتجزة كوقاء مالي يمتص صدمات التغيير و الخسارة المالية.
- تمويل عمليات التوسع و النمو.
- تخفيض تكلفة الاقتراض .
- يخفف العبء الضريبي ، إذ يفضل الملاك حجز الأرباح واستثمارها لتخفيض عبء الاقتراض .

¹- سمير عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ،ص. 57.

3- تمويل النمو :

يتوقف توزيع الأرباح أو حجزها إلى حد كبير على سياسة الإدارة الخاصة بالتوسع للنمو ، و رغم أن توزيع أرباح منتظمة و تقادير كبيرة ، يلقي كل القبول و الرضى من ملاك الشركة (حملة الأسهم) ، إلا أن السياسة المالية السليمة قد تستلزم الاحتفاظ في الشركة بجزء كبير من الأرباح و هناك عدة عوامل تساعدنا على تحديد سياسة الشركة منها:

● عمر الشركة : فالشركات الحديثة يكون اختيارها محدودا للغاية فيما يتعلق بمصدر التمويل اللازمة للتوسع ، و قد يمكن لهذه الشركات الاقتراض ، إلا أنه غالبا ما تكون غير قادرة على الحصول على أموال الملكية عن طريق بيع الأسهم ، و بالتالي يجب على هذه الشركات الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو و تستمر في هذا العمل حتى تبلغ نقطة النضج . و هنا تبدأ في توزيع الأرباح بدلا من الاحتفاظ بها .

● مدى سهولة الحصول على الأموال : إن الشركات ذات المركز الائتماني القوي هي وحدها التي يمكنها الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية بدلا من إعادة استثمار الأرباح و حتى مثل هذه الشركات قد تفضل الاحتفاظ بالأرباح بدلا من بيع أسهم عادية إضافية بسعر يضر الحملة القدامى .

● النمو في المستقبل: لا شك أن نجاح الشركة في تكوين احتياطات ضخمة من الأرباح المحجوزة سيساعدها مساعدة كبيرة في الحصول على القروض في المستقبل عندما تظهر الحاجة إلي الاقتراض ففي هذه الحالة يمكن للشركة أن تصدر سندات سعر فائدة منخفض نظرا لقوة مركزها المالي ، و غالبا ما يحدث تمويل الشركات عن طريق الأرباح المحجوزة تحت ظروف معينة¹ . و تمثل هذه الظروف فيما يلي :²

¹ - جميل أحمد توفيق ، علي شريف ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 480.481.

² - المرجع السابق ، ص ص ، 488.498.

- عند صعوبة بيع الأوراق المالية ، أو إذا كان هذا البيع يسبب أضرارا كبيرة للملاك الباقين (أي حملة الأسهم العادية) .
- إذا كانت الأرباح المتحققة مرتفعة و كافية لمقابلة النمو .
- إذا أراد الملاك تجنب زيادة حقوق التصويت و المشاركة في السيطرة .
- إذا كان من مصلحة الملاك الاحتفاظ بالأرباح في الشركة بدلا من توزيعها .

4- تخفيض الأرباح المحتجزة لعبء الإقتراض :

إن وجود قروض جارية بمبالغ كبيرة يعك حاجة الشركة الملحة إلى الإحتفاظ بالأرباح ، و يصح هذا القول أيضا في حالة وجود قروض طويلة الأجل (أو أسهم ممتازة) بنسبة مرتفعة في هيكل رأس مال الشركة ، ففي حالة الشركات الصناعية بصفة خاصة ، نجد أن تلك التي تصدر سندات لأسباب اقتصادية أو للضرورة هي تشعر في قرارة نفسها بأن الهيكل النموذجي لرأسمالها هو النوع البسيط ، فإن أفضل طريقة لتصحيح هذا الوضع هي أن تعد إلى التخفيض التدريجي لهذه القروض عن طريق استخدام الأرباح المحجوزة و تتم هذه العمليات بسهولة نسبية إذا كانت الأصول الممولة بواسطة هذه السندات تحقق عائدا يفوق سعر الفائدة السنوي ، و مثل هذا التخفيض يكون في مصلحة الملاك الباقين لأنه يقلل من الأخطار التي يقابلونها ، و يزيد من درجة الأمان مركزهم حتى ولو لم يؤدي هذا التخفيض إلى زيادة مباشرة في العائد الذي لم يوزع عليهم مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة و بالتالي زيادة قيمة أسهمها.¹

5- مزايا و عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة :

- المزايا :

- يعتبر التمويل بالأرباح المحتجزة مصدرا متاحا لكل المؤسسات التي تحقق أرباحا .

¹ - نفس المرجع السابق ، ص. 58.

- سهولة الحصول عليه فهو لا يحتاج إلى ضمانات كما في حالة التمويل بالسندات.
 - انخفاض تكلفته بالمقارنة مع السندات و الأسهم الممتازة .
 - التمويل بالأرباح المحتجزة لا يترتب على المؤسسة أية التزامات كما في حالة التمويل بالسندات و الأسهم الممتازة .
 - التمويل بالأرباح المحتجزة لا يضعف المركز المالي التنافسي لكبار المساهمين نظرا لعدم دخول مساهمين جدد.
- العيوب :
- عدم مقدرة توفر هذا المصدر في بداية إنشاء المشروع .
 - محدودية هذا المصدر و بالذات في السنوات الأولى من عمر المشروع .
 - إن استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل المشروع يؤدي إلى إنخفاض قيمته السوقية .

المبحث الثالث : التمويل بالقروض

كما أسلفنا الذكر فالتمويل طويل الأجل يتضمن التمويل بالملكية و التمويل بالقروض و يتضمن التمويل بالقروض ، القروض طويلة الأجل و السندات.

المطلب الأول : التمويل بالقروض طويلة الأجل

المطلب الثاني : التمويل بسندات الدين

المطلب الأول : التمويل بالقروض طويلة الأجل

1- تعريف القرض طويل الأجل :

يعرف القرض بأنه اتفاق بين الدائن و المدين يقدم بموجبه الدائن مبلغاً من المال على أن يقوم المدين بإعادته مع فوائده في أوقات محددة يتم الاتفاق عليها و بشروط معينة كسعر الفائدة و العمولة ، طريقة السداد و هل هي شهرية أو سنوية أم دفعة واحدة تستحق في أجل معين و هكذا ، الضمانات الواجب تقديمها من قبل المقترض ، شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح و الاستثمار الرأسمالي و الحصول على قروض أخرى¹.

و القروض الطويلة الأجل هي تلك القروض التي تطلبها المؤسسة لمدة تفوق العشر سنوات.

2- مبررات الاقتراض طويل الأجل :

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية أو بالأرباح أو الأرباح المحتجزة .
- سرعة توفير هذا التمويل خاصة إذا كانتا لشركة تتمتع بسمعة جيدة ثم التمويل بالأسهم يحتاج إلى وقت كبير .
- ضعف السوق المالي و بالتالي احتمال عدم قدرة الشركة على التمويل بالأسهم.

¹ - عبد الحلیم كراجه ،مرجع سبق ذكره ، ص. 88.

- عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة.
- استخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة .
- يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل .
- قد يشكل للوفاء بالقروض قصيرة الأجل .
- الميزة الضريبية لأموال الاقتراض.¹

3- مراحل التمويل طويل الأجل :

يمر تقسيم و تنفيذ طلبات التمويل الاستثماري التي تقدم للبنوك للمساهمة في تمويل المشروعات بعدة مراحل يمكن إجمالها في ست مراحل أساسية وفقا لما يلي:²

أ- الدراسة المبدئية : عندما يتلقى البنك طلب التمويل يقوم بدراسته للتعرف على المشروع المقترح تنفيذه و السلع و الخدمات التي يقدمها و خصائصها و خبرات و مؤهلات القائمين على المشروع و مدى توافر سوق مناسبة للمشروع في ضوء نوعية الإنتاج و السعر المقدر لبيعه و أخذا في الاعتبار ظروف العرض و الطلب و المنافسة في الحاضر و المستقبل ، و التعرف على الجهة التي أصدرت الترخيص للمشروع و القانون الذي يخضع له و الأخطار المختلفة المحيطة به ، و الربحية المتوقعة منه ، و في ضوء نتائج الدراسة المبدئية التي يعدها البنك بالاستعانة بالبيانات التي يحصل عليها من المشروع و الواردة بدراسة الجدوى إذا كانت مرفقة بطلب التمويل يصل البنك إلى قرار بشأن السير في مراحل الدراسة التالية أو استبعاد الطلب لعدم ملاءمته لسياسة البنك أو لعدم توافر فرص نجاحه كما لو كان يتعارض مع الأهداف القومية أو مع ظروف البيئة ، أو لوجود مصاعب تحد من التسويق الفعال للسلعة أو لعدم إمكان توافر بعض عناصر الإنتاج بصورة منتظمة مقبولة .

¹- نفس المرجع السابق ، ص 88

²- إبراهيم مختار ، التمويل المصرفي ، منهاج إتخاذ القرارات . دار الطباعة الحديثة المصرية ، القاهرة ، ط3 ، 1993 ، ص.183.

ب- دراسة جدوى المشروع : يقوم البنك بإعداد دراسة لجدوى المشروع بجوانبها المختلفة إذا لم تكن هناك أصلاً دراسة جدوى للمشروع و طلب إليه ذلك أو بتقييم دراسة الجدوى المقدمة إليه من مروجيه للاطمئنان إلى سلامة النتائج التي توصل إليها تمهيداً لاتخاذ قرار التمويل المناسب ، و تغطي دراسة الجدوى تحليل سوق السلعة أو الخدمة التي سينتجها المشروع و كذا الدراسة الفنية للمشروع التي تتناول التخطيط العام للمشروع و التكنولوجيا والآلات و المعدات و الإستهادات و الخامات و العمالة اللازمة له ، و تمتد الدراسة إلى الجانب المالي للمشروع و من خلاله يمكن التنبؤ بالاحتياجات التمويلية و بربحية المشروع ، كما تتناول دراسة الجدوى أيضاً تقييم الجانب الإداري و الهيكل التنظيمي للمشروع ... الخ ، و قد يتطلب الأمر أن يقوم البنك بتعديل بعض الافتراضات التي قامت عليها دراسة الجدول المقدمة من المشروع و تصويبها من وجهة النظر المصرفية .

ت- اتخاذ قرار التمويل : في ضوء النتائج التي تعكسها دراسة الجدوى أو التحليل الذي يجريه البنك بشأنها إذا كانت مقدمة إليه يتم اتخاذ القرار المتعلق بشكل و حجم التمويل الذي يساهم به البنك آخذاً في الاعتبار الأولويات التي يضعها لنفسه في اختيار المشروعات و الموارد المتاحة لديه و توزيع مخاطر الاستثمار ... الخ من المعايير التي تراعى عند التمويل

ث- صرف التمويل : بعد الوصول إلى القرار بشأن مساهمة البنك في رأسمال المشروع أو إقراضه يتم توقيع عقد تأسيس الشركة في حالة المساهمة في رأسمالها ، أو توقيع اتفاقية القرض التي تنظم العلاقة بين البنك و المقترض و يراعى عند صرف حصة البنك في التمويل سواء في شكل مساهمة أو قرض استيفاء الشروط المرتبطة بهذا التمويل .

ج- متابعة المشروع : يمارس البنك حقه في متابعة تنفيذ المشروع و تشغيله و أحكام اتفاقية القرض و ذلك عن طريق ممثله في مجلس إدارة المشروع إذا كان مساهما في رأسماله و التفتيش على المشروع من وقت لآخر و طلب التقارير و البيانات سواء في مرحلة الإنشاء أو في مرحلة التشغيل و تستهدف عملية المتابعة الاطمئنان على سير المشروع وفقا للخطة الموضوعية و اكتشاف المصاعب التي قد تواجهه في وقت مبكر بما يكفل للبنك المعاونة في حلها و بالتالي حماية أمواله.

ح- تحصيل القرض ، يتابع سداد أقساط القرض و فوائده وفقا للشروط الواردة باتفاقية القرض ، و في حالة تخلف المقترض عن الوفاء بالتزاماته لأسباب تخرج عن إرادته ، قد يرى البنك منحه مهلة للسداد أو تعديل البرنامج الزمني للسداد ، و قد تبدو للبنك من الأسباب ما يدفعه إلى التدخل في إدارة المشروع لتصحيح مساره أو اتخاذ الإجراءات القانونية ضد المقترض للتنفيذ على الضمانات المتوافرة تحت يده لاستيفاء حقوقه إذا تبين أن مصلحته تقتضي اتباع هذا السبيل لحماية أمواله¹ .

¹ - إبراهيم مختار ، مرجع سبق ذكره، ص.184.

المطلب الثاني : سندات الدين

1- تعريف السند :

تمثل السندات الأموال المقترضة التي تستخدم في التمويل طويل الأجل لأنها في واقع الأمر عبارة عن قروض طويلة الأمد ، و هذا القرض الطويل يتقسم إلى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها اسم " سند " ¹ ويعتبر السند شهادة التزام يتعهد بموجبها المصدر و يدفع قيمة الالتزام لحامله عند تاريخ استحقاق معين مثبت على الشهادة إضافة لسعر فائدة محدد مسبقا ² ، فالمؤسسة المصدرة للسندات لا تمول بواسطة مستثمر واحد بل مجموعة من المستثمرين الذين يشتروا السندات المطروحة ³ و بعكس حامل الأسهم حيث يكون مشارك في الحصول على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في معدل فائدة دوري (كوبون) يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية ⁴.

2- أنواع السندات :

تنقسم السندات إلى الأنواع التالية و هي :

أ- **سندات الدولة** : تصدر هذه السندات لتمويل الإنفاق العام للدولة و يعتمد سعر الفائدة عليها و على قيمتها ، و على مستوى سعر الفائدة السائد و وقت إصدارها و هي تصدر لأجل مختلفة ، هذا و تتأثر مخاطر هذا النوع من السندات بالعوامل الاقتصادية و السياسية على حد سواء و هذه السندات فوائدها معفية من الضرائب ، و تحضى بمستوى مخاطرة منخفضة جدا و سيولة أكبر نسبيا من السندات التي يصدرها القطاع العام ⁵.

¹- جميل أحمد توفيق ، علي شريف ، مرجع سبق ذكره ، ص.461.

²- جميل الزيدانين السعودي ، مرجع سبق ذكره ، ص.224.

3- Charles Henri d'Arcimoles , jean yves sanlquin , OP.CIT , P. 30.

4- Peyrard-J , **La Bourse**. Masson , Paris , 1^{ere} édition , 1990 , P. 28.

⁵- جميل الزيدانين السعودي ، مرجع سبق ذكره ، ص.225.

ب- **السندات الخاصة** : و هي السندات التي تصدرها مؤسسات خاصة و توجد أربعة أنواع من هذه السندات هي: سندات تحمل معدل فائدة اسمي ثابت - سندات بمعدل فائدة اسمي يساوي الصفر - سندات بمعدل فائدة عائم - سندات مرتبطة بحقوق الملكية .

• **السندات ذات معدل فائدة اسمي صفر** : تباع هذه السندات عادة بخضم كبير من القيمة الإسمية تتناسب طردا و العائد المطلوب على السند و مدة الاستحقاق ، و تتزايد قيمة السند في السوق باضطراد مع مرور الزمن لتصبح مساوية للقيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق ، و هي القيمة التي يتوجب على الشركة المقترضة دفعها لحامل السند ، و يمثل الفارق ما بين القيمة الإسمية للسند و السعر المخصوم للسند المرود الذي يحصل عليه حامل السند .

• **سندات معدل الفائدة العائم** : لا تحدد معدل فائدة اسمي ثابت على السند ، إنما تربطها بمعدل فائدة في السوق النقدي مثل معدل عرض الاقتراض ما بين المصارف في لندن ستة أشهر مثلا ، و عندما يحين موعد دفع الفائدة النصف سنوي ، تدفع الشركة المصدرة للسند ما يكونه معدل الفائدة النقدي في السوق زائد نسبة علاوة محددة مسبقا و ثابتة ليعوض في الفارق في المخاطر

• إن سندات معدل الفائدة العائم مفيدة للشركة المصدرة للسندات فإذا انخفضت معدلات الفائدة في السوق النقدي فإن الشركة تستفيد من انخفاض تكاليف الفائدة أما إذا ارتفعت معدلات الفائدة النقدية، فإن حملة هذه السندات تستفيد من زيادة داخل الفائدة ، و بما أن الفائدة المدفوعة على هذه السندات تقارب دوما العائد المطلوب في السوق ، فإن، سندات الفائدة العائمة تكون أقل عرضة للتقلب الناتج عن تغير معدلات الفائدة في السوق من أسعار سندات الفائدة الثابتة، أي أن خطر الفائدة لهذا النوع من السندات يكون أقل ، مما يمكن للشركة من الحصول على شروط أفضل عند الإصدار ، و يكون المستثمرين مستعدين لتلبية هذه الشروط لأن

خطر الاستثمار في هذه السندات أقل ، أما بالنسبة للسندات المرتبطة بحقوق الملكية فتتقسم إلى السندات المضمونة وغير المضمونة.¹

ج - السندات المضمونة : قد تقدم الشركة بعض أصولها ضمانا لحقوق حملة السندات ، و في هذه الحالة تعتبر السندات مضمونة ، و إذا فشلت الشركة في مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات من دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الاستحقاق ، يمكن نظريا على الأقل لحملة السندات الاستيلاء على هذه الأصول و بيعها بالمزاد ، و تقسيم ما يحصلون عليه بينهم ، و هذه السندات قد تكون مضمونة برهن بعض الأصول الثابتة مثل الأراضي و المباني و الماكينات و الأصول المقدمة كضمان قد تكون خاصة بالإصدار المعين فقط ، أن الشركة لا يمكنها إصدار أي سندات أخرى جديدة بضمان نفس الأصول ، و في هذه الحالة يسمى الضمان بالرهن المغلق ، أما في حالة إمكان الشركة إصدار سندات إضافية في المستقبل بضمان نفس الأصول فإن الضمان يعرف بالرهن المفتوح ، كذلك قد تكون السندات مضمونة برهن أوراق مالية تقدمها الشركة مصدرة السندات.

د- السندات غير المضمونة : و قد يطلق على هذا النوع من السندات البسيطة نظرا لأنها غير مرهونة بأية رهونات و الضمان الوحيد هنا هو المركز الائتماني و القوة الإرادية للشركة المصدرة

-و لكن في الكثير من الحالات نجد أن الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات لا تنتمي إلى أي من الطبقتين السابق ذكرهما.²

3- خصائص السندات :

أ- الخاصية القانونية : السندات هي صكوك يقبل حاملها و بشروط موحدة إقراض الشركة (المدين) ، و تختص الشركة بتجديد هذه الشروط مسبقا و من طرف واحد ، و يعني هذا أن المكتتبين في هذه السندات يقبلون هذه الشروط بدون

¹- أيمن عزت الميداني ، مرجع سبق ذكره ، ص. 538.

²- عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية و التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص. 465.

تحفظ ، و من ناحية أخرى لحاملي هذه الصكوك الحق في التنازل عليها و بيعها في أي وقت و بدون علم المدين (الشركة) الدائن و المدين .

ب- **خاصية التداول في البورصة :** السندات هي صكوك قابلة للتداول ، و لا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا وجدت سوق منتظمة لرأس المال لتسهيل تداول الأوراق المالية ولهذا السبب نجد أن في نشرة الإصدار يتم بموجبه قيد الإصدار بالبورصة حيث تدرج السندات بجدول أسعار البورصة ، و بدون هذا الشرط يصعب إصدار و تغطية القرض و بذلك تعتبر السندات استثمارات ينبغي دراسة إمكانية الاستثمار فيها من وجهة نظر المستثمر .

ت- **الخاصية المالية :** تعتبر هذه الخاصية بمثابة أهمية بالنسبة للشركة المصدرة للسندات ، فهي تعتبر بمثابة قرض طويل الأجل له معدل فائدة اسمي ثابت و محدد مسبقا ، بما يعني إصدار القرض و معرفة التكاليف المالية المترتبة على ذلك ، حيث تتعرض لهذه الجوانب خاصة تكلفة و شروط إصداره و شروط السداد و غير ذلك من النواحي .

ث- **تكلفة السندات :** تتضمن تكلفة السندات الفائدة السنوية أو النصف السنوية التي سوف تتحملها المؤسسة خلال فترة القرض و تحتسب هذه التكلفة كما يلي :

التكلفة الاسمية السنوية للقرض (السند) = معدل الفائدة الاسمي X القيمة الاسمية للقرض

- يحدد معدل الفائدة الاسمي في نشرة الإصدار و تشكل العنصر الأساسي في التكلفة ، و لكن من الخطأ اعتبارها عنصر التكلفة الوحيد الذي يجب أخذه في الحسبان عند تقدير تكلفة القرض¹ .

¹ - عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، أسهم ، سندات ، وثائق الاستثمار ، الخيارات ، الدار الجامعية ، ط2 ، 2001 ، ص ص. 260 ، 261.

4- أسباب اللجوء إلى السندات :¹

توجد عدة عوامل تدعو الشركات إلى اللجوء لإصدار السندات منها :

أ- الاستفادة من مزايا الرفع المالي :

لتحقيق هذه الغاية ، يشترط أن تكون كلفة الأسناد أقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال المقترضة حتى يبقى بين التكلفة و المردود فائض يحسن العائد على حقوق أصحاب المشروع .

ب- التكلفة :

كلفة الإقتراض محدودة و الأسناد لا تشارك في الأرباح في حالة تحقق المزيد منها .

ت- الميزة الضريبية :

تعتبر الفائدة المدفوعة على السندات من النفقات التي تحمل لحساب الأرباح و الخسائر للوصول إلى الربح للضريبة ، في حين تعتبر عائدات الأسهم توزيعاً للأرباح و ليست من النفقات ، لذا يتم دفعها من الأرباح المتحققة بعد دفع الضرائب .

ث- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.

ج- زيادة مورد التمويل المتاحة للشركة حيث يمكن جذب من لا يرغب في المشاركة في مخاطر الملكية.

ح- توفير المرونة لإدارة الشركة فيما يتعلق بالهيكل المالي

من خلال اشتراط حقها في استدعاء السندات للوفاء.

5- صندوق تسديد السندات :

يتم تسديد سندات الدين بواحدة من عدة طرق ، منها عقد الإصدار يسمح بذلك أو التسديد الدوري لأجزاء من الإصدار، و يتم التسديد الدوري للإصدار بإنشاء صندوق لتسديد السندات أو بإصدار سندات تسلسلية.

¹ - مفلح عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص.142.

وإذا كان عقد إصدار السندات ينص على وجود صندوق تسديد، يتوجب على الشركة أن تقوم بعمل دفعات دورية متساوية لحساب هذا الصندوق عند مؤتمن، وقد لا يكون مجموع الدفعات الدورية لصندوق التسديد مساويا إلى كامل قيمة الإصدار عند الاستحقاق فتبقى الدفعة الأخيرة التي تختلف قيمتها عن الدفعات السابقة ويستعمل المؤتمن أموال الصندوق لتسديد قيمة إصدار السندات تدريجيا أو عند الاستحقاق.

- أما السندات التسلسلية فهي عبارة عن إصدار سندات بتواريخ استحقاق متلاحقة الاستحقاق النهائي و لها ميزة تتمثل في أنها تمنح المستثمرين فرصة لإختيار فترة الإستحقاق التي تتناسب وأهدافهم الاستثمارية ، و بالتالي فإنه يجذب مجموعة أوسع من المستثمرين¹.

6- حق استدعاء السندات :

- إن استدعاء السندات يعطي الشركة المصدرة للسندات الحق في استردادها و يشير الاستدعاء عموما إلى أن الشركة يجب أن تدفع لحامل السند مبلغا أكبر من قيمته الاسمية ، و هذا المبلغ الإضافي يعرف بعلامة الاسترداد و تكون علاوة الاسترداد أو مساوية تماما للفائدة المستحقة للسند واحد عند استردادها خلال السنة الأولى و تنخفض هذه العلاوة بمعدل ثابت لكل سنة تالية².

7- استدعاء السندات وإعادة تمويله :

إن قرار إصدار السندات وإعادة تمويله بإصدار جديد يجب أن يتخذ على ضوء تحليل الربحية من هذه العملية ، و يمكن معالجة هذا القرار و كأنه قرار موازنة رأسمالية ، فهناك إنفاقات نقدية خارجة في البداية تتبعها سلسلة من المتدفقات النقدية الداخلة و تشمل الاتفاقات النقدية الخارجة علاوة استدعاء الإصدار القديم و نفقات إصدار السندات الجديدة ، أما المتدفقات النقدية الداخلة فهي عبارة عن الوفورات في

¹ - محمد أيمن عزت الميداني ، مرجع سبق ذكره ،ص.540.

² - سمير عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره، ص.115.

تكاليف الفائدة السنوية بين الإصدارين القديم للسندات ، و خصم المتدفقات النقدية بتكلفة الاقتراض للشركة و حساب صافي القيمة الحالية يمكن تحديد جدوى استدعاء و إعادة إصدار السندات¹.

8- مزايا و عيوب السندات :²

أ- المزايا:

- تكلفة السند محددة من قبل ، فحاملوه لا يشاركون الشركة في الأرباح العالية التي تحققها.
- بالإضافة إلى أن تكلفتها محددة ، فإن عائد السندات غالبا ما يكون أقل من عائد الأسهم العادية .
- مدفوعات الفوائد على القروض تقتطع قبل حساب الضريبة.
- تحقيق المرونة في الهيكل المالي للشركة بوضع شرط حق الاسترداد في وثيقة التعاقد .

ب- العيوب :

- تكلفة السندات ثابتة ، فإذا تذبذبت مكاسب الشركة ، فقد تصبح غير قادرة على دفع هذه التكلفة (الفوائد).
- السندات عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق محدود و المدير المالي يجب عليه تكوين احتياطي لتسديدها في ميعادها .
- هناك حد أقصى في الشركة للتمويل باستخدام المصادر التمويلية للسياسة المالية التي توضح أن نسبة هذه المصادر لن تزيد عن حد معين ، فإذا زادت عن هذا الحد ، تزداد تكلفتها بسرعة .

¹ - محمد أيمن الميداني، مرجع سبق ذكره ، ص. 541.

² - سمير عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص. 127.

المبحث الرابع : تكلفة التمويل طويل الأجل و هيكل رأس المال الأمثل
 - إن قرار الاستثمار يرتبط ارتباطاً مباشراً بقرار التمويل، ذلك لأن قبول المقترح الاستثماري يتوقف على كيفية تمويل ذلك المقترح ، ففي هذا المبحث نحدد كيف يمكن قياس التكلفة الحقيقية لتمويل الفرص الاستثمارية و الأموال التي يستطيع أن يحصل عليها أي مشروع في هذا الصدد (تمويل الاستثمارات) إما أن تكون في شكل أسهم أو قروض أو أرباح غير موزعة و مجموع هذه المصادر يمثل هيكل رأس المال ، لكن المؤسسة تطمح إلى مزيج من هذه المصادر الذي يمكن أن تمويل به استثماراتها و لكن بأقل تكلفة و هو ما يدعى برأس المال الأمثل و يندرج تحت هذا المبحث مطلبين :

المطلب الأول : تكلفة التمويل طويل الأجل

المطلب الثاني : هيكل رأس المال الأمثل

المطلب الأول : تكلفة التمويل طويل الأجل (تكلفة رأس المال) .

1- تحديد مفهوم تكلفة التمويل :

إن المختصين بالعلوم الاقتصادية و المحاسبية و المالية قد اختلفت آرائهم حول تحديد مفهوم أو مضمون تكلفة التمويل ، رغم إعطائها الأهمية الاستثنائية عند اتخاذهم القرارات الاستثمارية و التي تعتبر فريدة من نوعها غالباً، فقد استخدم الاقتصاديون تكلفة التمويل في نظرياتهم الاقتصادية كعنصر مهم في تحديد الكثير من المتغيرات الاقتصادية و قد تمثلت هذه التكلفة من وجهة نظرهم في شكل العائد على الأموال المستخدمة . أما المحاسبين فقد استمروا و لفترة طويلة في تأكيد رأيهم بأنه لا يجري الاعتراف بمقابل استخدام الأموال إلا إذا كان متمثلاً في فائدة فعلية تعاقدية ، يجري سدادها للغير ، فمن وجهة نظرهم أن الأموال المقترضة فقط النوع الوحيد للأموال الذي يحمل المنشأة التكلفة ، و هذا يعني انهم نظروا إلى حقوق الملكية كونها أموال مجانية دون تكلفة .

- أما في المجال المالي ، فقد نظر إلى تكلفة التمويل على أنها حجر الزاوية لاتخاذ القرارات الاستثمارية و التمويلية و في تركيب هيكل التمويل و نوع التشكيل المستخدم في ذلك التركيب.

فتكلفة التمويل دخلت في تحديدات مختلفة واجتهدت فيها آراء مختلفة، إلا أنها جميعا تدور حول مدلول واحد و يمكن تعريفها بأنها الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة، أو هي الحد الأدنى للعائد الذي يجب أن تحققه المنشأة على موجداتها لكي ترضي مجموع المستثمرين فيها و أخيرا حددت تكلفة التمويل بأنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل و التي تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشاريع إلا لاستثمارية¹.

2- العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل طويل الأجل:

تتأثر تكلفة التمويل بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، و بعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدة ، كما تتأثر تكلفة التمويل كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال و نسبة كل عنصر فيه و سنعرض لهذه العوامل الثلاثة فيما يلي :

أ- تأثير العوامل العامة :

يتوقع المستثمرون الذين يمولون المؤسسة بالأموال (ملاك و دائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق إشباعات (منافع) حاضرة كنتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم . ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن إذا حصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع أو منفعة فورية من أموال يمتلكها وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله

¹ - حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات. دار صفاء، عمان، ط 1، 1998، ص ص.267،268.

في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر و هو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، و يتوقف هذا العائد الذي يعتبر بالنسبة للمؤسسة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية ، فكلما زاد الطلب على الأموال ، زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر و العكس صحيح¹ .

ت- تأثير العوامل الخاصة لكل عنصر : إن مصادر التمويل طويل الأجل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها ، بالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم ، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه ، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية و ذلك في حالة الإفلاس و يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين ، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح إذا ما تقرر توزيعها أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية و ذلك في حالة الإفلاس .

ج- تأثير تشغيل هيكل رأس المال :

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال ، و نسبة كل عنصر فيه ، فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض و حقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها و بذى تستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها طالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف تكلفة التمويل وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال و نسبة كل عنصر فيه² .

¹ - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار. منشأة المعارف ، القاهرة، ط1 ، 1998، ص.72.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال التمويل ، مرجع سبق ذكره، ص.74.

3- تقدير تكلفة مصادر التمويل طويل الأجل :

أ- تكلفة الأسهم العادية : من المؤكد أن التمويل الممتمك يختلف عن التمويل بالقروض أو بالأسهم الممتازة، و تضمن الإدارة المالية مصدر التمويل الممتمك إما عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تمتمك من قبل المالكين الحاليين أو مالكين جدد من أموال يدفعونها من ثرواتهم الخاصة و هو ما يعرف بالتمويل الممتمك الخارجي¹ و في تحديد تكلفة التمويل بإصدار الأسهم العادية يستخدم نموذجان هما:²

• نموذج رسملة التوزيعات حيث :

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

حيث :

K_e : تكلفة التمويل الداخلي من الأسهم العادية .

D_1 : توزيعات الأرباح المتوقعة لحملة الأسهم العادية في العام التالي.

P_0 : السعر السوقي للسهم في السوق الحاضر .

g : معدل النمو المتوقع في توزيعات الأرباح المحتجزة لحملة الأسهم العادية .

• نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) : و بموجب هذا

النموذج فإن :

$$K_e = \frac{D_1}{P_{net}} + g$$

حيث: P_{net} : سعر بيع أو إصدار السهم الممتاز مطروح منه تكلفة الإصدار

ب - تكلفة الأسهم الممتازة :

عند إصدار الأسهم الممتازة لتمويل المؤسسة تأخذ في عين الاعتبار عادة تكلفة إصدار تلك الأسهم لأنها تكون عادة كبيرة نسبياً و ذلك بعكس تكاليف إصدار الأسهم

¹ - حمزة الشمخي، مرجع سبق ذكره ، ص.83.

² - محمد مطر، مرجع سبق ذكره ، ص.287.

العادية و التي تكون عادة منخفضة فتهمل ، كما يراعى هنا أيضا أن توزيعات الأسهم الممتازة تكون بمعدل ثابت و لا تحقق للمؤسسة أية ميزة ضريبية، لذا تحدد تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وفق النموذج التالي :

$$K_p = \frac{D_p}{P_{net}}$$

حيث :

K_p : تكلفة التمويل من إصدار أسهم ممتازة

D_p : توزيعات السهم الممتاز .

P_{net} : سعر بيع أو إصدار السهم الممتاز مطروحا منه تكلفة الإصدار .

ج- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة :

في تحديد تكلفة التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة يستخدم النموذج التالي و هو ما يعرف بنموذج رسملة توزيعات الأسهم العادية

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

حيث :

K_e : تكلفة التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة .

D_1 : توزيعات الأرباح المتوقعة لحملة الأسهم العادية في العام التالي .

P_0 : السعر السوقي للسهم في السوق الحاضر .

g : معدل النمو المتوقع في توزيعات الأرباح المحتجزة لحملة الأسهم العادية¹ .

د- تكاليف السندات أو الاقتراض طويل الأجل² :

يمكن تعريف تكاليف الاقتراض طويل الأجل بأنها التكاليف بعد الضرائب الواجب مواجهتها للحصول على الأموال من خلال وسيلة الاقتراض طويل الأجل، و يمكن

¹ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص. 285، 286.

² - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 390.

حساب تكاليف الاقتراض طويل الأجل على إفتراض أنه يتم عن طريق إصدار

السندات بواسطة المعادلة التالية :

$$Kd = I (1-T)$$

حيث :

kd: تكلفة إصدار السندات .

I: عائد السند لموعد استحقاقه .

T: معدل الضريبة .

4- التكلفة الكلية للتمويل طويل الأجل :

توصلنا إلى كيفية حساب تكلفة كل عنصر من العناصر المشكلة لهيكل تمويل المؤسسة و هي القروض طويلة الأجل بما فيها السندات ، الأسهم الممتازة و الأسهم العادية و الأرباح المحتجزة و جاءت النتائج المفترضة كالآتي :

- تكلفة القروض طويلة الأجل ثم تكلفة الأسهم الممتازة و تكلفة الأسهم العادية تكون أقل من تكلفة الأرباح المحتجزة و هنا سنجيب على التساؤل التالي :

ماهي التكلفة الكلية للتمويل أو الحد الأدنى للعائد المطلوب من قبل إدارة المؤسسة؟ يتفق كتاب الإدارة المالية على أن التكلفة الكلية لتمويل المؤسسة ينبغي أن تتمثل في شكل متوسط مرجح أو موزون لتكلفة كل عنصر من أموال المؤسسة .

و يقصد بالمتوسط المرجح أو الموزون الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل إدارة المؤسسة أي من قبل كل المستثمرين و المساهمين في المؤسسة و المقصود بالمرجح هنا المساهمة النسبية لكل عنصر من عناصر أموال المؤسسة من الهيكل التمويلي ككل.

و قد جاء هذا الاهتمام بالمتوسط المرجح بدلا من المتوسط الحسابي العام لمجموع تكاليف عناصر التمويل نظرا لاختلاف تركيبة هيكل التمويل داخل المؤسسة من

ناحية التشكيل المكون له سواء من شكل المصدر أو في تكلفته، إذ من النادر أن تتساوى تكاليف مصادر الأموال كلها مع بعضها .

فالمتوسط المرجح للتكاليف هو المعيار الذي يستخدم في حساب تكلفة التمويل داخل المؤسسة و هنا يأتي كذلك الجواب على شكل المزيج الذي على أساسه تحسب التكلفة الكلية هل هو تشكيل فعلي أم تشكيل متوقع او تشكيل مثالي و للإجابة هنا لا بد من ضرورة التطرق إلى كيفية إجراء عملية الترجيح و ذلك إما باستخدام القيمة الدفترية (التاريخية) أو القيمة السوقية أو القيمة المستخدمة و فيما يلي طرح لهذه البدائل في حساب التكلفة الكلية للتمويل .

لنفرض أن المؤسسة التي تم حساب تكلفة عناصر هيكل تمويلها يتكون كما يظهرها في قائمة المركز المالي التالي :

المبلغ	المصدر التمويلي
300.000 د	- قروض طويلة الأجل
100.000 د	- أسهم ممتازة
500.000 د	- أسهم عادية
100.000 د	- أرباح محتجزة
1000.000 د	المجموع

أ- الترجيح باستخدام القيمة الدفترية (التاريخية) :

تعتمد هذه الطريقة في حساب التكلفة المرجحة لمصادر الأموال على القيمة الدفترية لعناصر التمويل كما تظهرها قائمة المركز المالي ، و يتم حساب التكلفة المرجحة من خلال إيجاد الأهمية النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل في الهيكل الكلي باستخدام القيمة الدفترية و التي بلغت في المؤسسة 12,5 و على النحو التالي :

عناصر التمويل	المبلغ	الأهمية النسبية	تكلفة العنصر القيمة الدفترية	التكلفة المرجحة بعد الضريبة
- القروض ط الأجل	300.000	30 %	5,99	1,8 %
- أسهم ممتازة	100.000	10 %	11,70	1,2 %
- أسهم عادية	500.000	50 %	16,00	8,0 %
- الأرباح المحتجزة	100.000	10 %	15,43	1,5 %
1. المجموع	1000 000	% 100	متوسط التكلفة المرجحة الأموال	12,5 %

ب- الترجيح باستخدام القيمة السوقية :

يقصد بالقيمة السوقية القيم الخالية لعناصر التمويل ، و ليس قيمتها الدفترية (قيمة الشراء الأولى) و عادة ما تكون القيمة السوقية لقيم السندات (القروض طويلة الأجل) والأسهم العادية و الممتازة تفوق القيمة الدفترية لها بسبب القيمة الزمنية للنقود .

و يلاحظ على طريقة الترجيح باستخدام القيمة السوقية أنها تعتبر أكثر ملائمة من عملية حساب متوسط التكلفة المرجحة على أساس القيمة الدفترية بسبب أن المستثمرين يتوقعون العائد المطلوب اعتمادا على القيمة الحالية للمؤسسة و ليس على أساس القيمة التاريخية لها و لذلك فإن تكلفة كل عنصر يجب أن تحتسب على أساس ما هو سائد في السوق .

و لتوضيح كيفية التوصل إلى متوسط التكلفة المرجحة للتمويل ، سوف نفترض أن القيمة السوقية لعناصر التمويل كالاتي :

عناصر التمويل	تكلفة العنصر	القيمة الأهمية النسبة السوقية	التكلفة المرجحة بالقيمة الدفترية	التكلفة المرجحة
- القروض ط الأجل	270,000	% 20,77	5,99	% 1,24
أسهم ممتازة	1.30,000	% 10	11,70	% 1,17
- أسهم عادية	750.000	% 57,69	16,00	% 9,23
- الأرباح المحتجزة	150.000	% 11,54	15,43	% 1,78
المجموع	1.300.000	% 100	متوسط التكلفة المرجحة للأموال	% 13,42

لقد تم تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة من خلال القيمة السوقية للأسهم العادية ، فلو فرضنا أن القيمة السوقية للأسهم العادية قد بلغت 900.000 دينار، و بما أن القيمة السوقية للأسهم العادية تعكس قيمة الأرباح المحتجزة لذلك فقد تم توزيع مبلغ (900000د) من بين الاسهم العادية (75000د) واحتياطي الأرباح (15000د) و مع ذلك فقد يعاب على طريقة القيمة السوقية لحساب الأوراق عدم وجود طريقة علمية و دقيقة يمكن بمقتضاها تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة فالأسلوب الذي أعتمد عليه لا يخرج عن كونه إجراء تقريبي قد يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأرباح.

ج- الترحيح باستخدام القيمة المستخدمة:

تتخاض الإدارة المالية عند تطبيق طريقة الترحيح باستخدام القيمة المستخدمة لحساب تكلفة التمويل بعض عيوب تكلفة التمويل المحسوبة بطريقة القيمة الفعلية. و تستند فكرة الترحيح باستخدام القيمة المستخدمة على أساس أن هيكل تمويل المؤسسة و شكل التشكيل لهذا الهيكل لا بد و أن يتغير بمرور الزمن و ذلك ضمن حركة النمو و التوسع التي تحصل في المؤسسة و شكل المعروض من الأموال المتاحة في سوق المال ، الأمر الذي يجعل التكلفة المرجحة للتمويل المحسوبة على

أساس القيمة الفعلية في حالة عدم استقرار مما يجعلها غير سليمة بل يفقد دورها في عملية اتخاذ القرار الإستثماري .

و تحاشيا لهذا العيب الواضح تلجأ الإدارة المالية إلى حساب التكلفة المرجحة بالقيمة المستخدمة لمصادر أموال المؤسسة ، و يتم ذلك بافتراض وجود هيكل تمويلي مستهدف تسعى على تحديده الإدارة المالية إلا إذا اتخذت الإدارة المالية قرارا بتغييره ، و في ضوء هذا التحديد يتم بيان الأهمية النسبية لكل مصدر من مصادر الأموال و يتم حساب متوسط التكلفة المرجحة للتمويل كما يلي :

نفرض أن الإدارة المالية ترغب في أن تكون الأهمية النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل كما هو موضح في الجدول السابق و عند ذلك يتم حساب التكلفة المرجحة للتمويل كما يلي :

عناصر التمويل	الأهمية النسبية المستخدمة لكل عنصر	تكلفة العنصر	التكلفة المرجحة للعنصر
قروض ط الأجل - اسهم ممتازة - أسهم عادية - ارباح محتجزة	45 %	5,99	2,70 %
	12 %	11,70	1,40 %
	33 %	16,00	5,28 %
	10 %	15,43	1,54 %
متوسط التكلفة المرجحة للتمويل			10,92 %

فمن أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس القيم المستخدمة أنها تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد للهيكال التمويلي.¹

¹ - حمزة الشمخي ، إبراهيم الجزراوي ، مرجع سبق ذكره ، ص،ص 387 .388.

أ- المطلب الثاني : هيكل رأس المال الأمثل

ب- 1- تعريف هيكل رأس المال الأمثل

يشير هيكل التمويل إلى الجانب الأيسر من الميزانية ، فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول (الجانب الأيمن من الميزانية)، فالأصول يمكن تمويلها من مصادر متعددة ، الفائض المحتجز - القروض طويلة الأجل - القروض قصيرة الأجل (ائتمان مصرفي أو ائتمان تجاري...) ، أسهم - سندات .

- أما رأس المال فيشير إلى تركيبة الأموال التي تستعملها المؤسسة في التمويل طويل الأجل أي يشمل رأس المال فقط الأسهم العادية و الممتازة و القروض (قروض طويلة الأجل و سندات) و الأرباح المحتجزة ، و نعني بهيكل رأس المال الأمثل تشكيلة الأموال التي تكبر الربح إلى أقصى حد، فالفكرة الأساسية هنا هي طريقة التمويل بالملكية أو تمويل بالقروض التي تؤثر في ربحية المشروع و بالتالي فإنه من الأهمية بما كان اختيار هيكل التمويل الذي يحقق توازن بين الأرباح و بين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل ذاته.¹

و للإجابة على التساؤل المطروح هل يوجد هيكل لرأس المال مثالي يترتب عليه الوصول بالتكلفة إلى أقل حد ممكن سنتطرق إلى العنصر التالي :

2- تأثير هيكل رأس المال على تكلفته:

و نعطي المثال التالي :

¹ - سيد الهواري ، الإدارة المالية منهج إتخاذ قرارات . مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ط 6 ، 1996 ، ص ص 58 ، 161 .

نفترض أن مؤسسة ما يتمثل هيكل رأسمالها الحالي في أموال الملكية واقتراض كما يوضحه الجدول التالي :

	المصدر	المبلغ
هيكل رأس مال المؤسسة →	أموال ملكية	75
	أموال إقتراض	25
		<u>100</u>

الوحدة : مليون دينار

و تفكر هذه المؤسسة في قبول إقتراح إستثماري تبلغ تكلفته 50 مليون دينار و للمحافظة على هيكلها المالي الحالي قررت المؤسسة أن يتم تمويل هذا الإستثمار بنفس المصادر و النسب الحالية أي أن قيمة أموال الملكية تساوي 37,5 مليون دينار بينما الاقتراض يبلغ 12,5 مل و قد قررت تكلفة الاقتراض بمعدل 6 % بعد الضريبة بينما تكلفة أموال الملكية قدرت بمعدل 13 % و من ثمة يمكن تقدير تكلفة الأموال كما يلي :

تقدير تكلفة الأموال

التكلفة المرجحة	تكلفة المصدر	الوزن النسبي	مصدر الأموال
9,75 %	13 %	75 %	أموال ملكية
1,5 %	6 %	25 %	إقتراض
<u>11,25 %</u>		<u>100 %</u>	

نلاحظ أن تكلفة الاقتراض أقل من نصف تكلفة أموال الملكية، هنا قد تتساءل المؤسسة عن إمكانية زيادة الاعتماد على أموال الاقتراض بنسبة أكبر من اعتمادها على أموال الملكية أملا في تخفيض التكلفة إلى أقل حد ممكن ، وقد

عرض عليها ثلاثة سياسات بديلة حول الاقتراح الاستثماري الذي تقوم بتنفيذه والذي يتطلب مبلغ قدره 50 مل د ، و الجدول التالي يوضح هذه السياسات :

السياسة الثالثة		السياسة الثانية		السياسة الأولى		مصادر التمويل
10 مل د	20 %	20 مل د	40 %	30 مل د	60 %	ملكية
40 مل د	80 %	30 مل د	60 %	20 مل د	40 %	إقتراض

و من البيانات السابقة يمكننا حساب تكلفة الأموال لكل سياسة كالآتي

- تكلفة الأموال للسياسة الأولى :

الوزن النسبي	تكلفة كل عنصر	لتكلفة المرجحة	
60 %	13 %	7,8 %	أموال ملكية
40 %	6 %	2,4 %	إقتراض
			10,2 %

- تكلفة الأموال للسياسة الثانية

الوزن النسبي	تكلفة كل عنصر	لتكلفة المرجحة	
40 %	13 %	5,2 %	أموال ملكية
60 %	6 %	3,6 %	إقتراض
			8,8 %

تكلفة الأموال للسياسة الثالثة :

الوزن النسبي	تكلفة كل عنصر	لتكلفة المرجحة	
20 %	13 %	2,6 %	أموال ملكية
80 %	6 %	4,8 %	إقتراض
			7,4 %

و بنظرة سريعة إلى النتائج السابقة يتضح أنه يمكننا الوصول إلى تخفيض تكلفة الأموال إلى أقل حد و ذلك بالتوسع في إستخدام القرض و تعتبر السياسة الثالثة

هي السياسة المثلى بالنسبة للمؤسسة غير أن هذه النتيجة ليست واقعية للأسباب التالية :

أ- يشير الواقع العملي أنه ليس في إمكانية المؤسسة أن ترفع نسبة الإقتراض إلى الملكية دون أن يترتب على ذلك إرتفاع في تكلفة المصدر و حتى لو إفترضنا عدم إرتفاع سعر الفائدة على الإقتراض ، فزيادة القروض في حد ذاتها يترتب عليها زيادة الأعباء المالية ، و التي تؤثر بدورها على أرباح المؤسسة حيث أنها تمتص جزءا كبيرا من ربح العمليات ، و هذا يؤدي إلى إنخفاض هامش الأمان الخاص لحملة السندات و المقرضين و بالتالي فمن المتوقع أن يطلب هؤلاء معدل عائد إضافي لتعويضهم عن المخاطر .

ب- إرتفاع نسبة الإقتراض إلى الملكية يترتب عليها زيادة التقلبات في الأرباح المتوقعة و بالتالي تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السيولة من ناحية و تقلب الإيرادات بالنسبة للملاك أي حملة الأسهم العادية و في مقابلة هذه المخاطر المالية يطلب حملة الأسهم بعوائد أكثر إرتفاعا و هذا يعني إرتفاع تكلفة أموال الملكية ، و التي تمثل أكثر المصادر تكلفة .

و من هنا نجد أن التوسع في إستخدام القروض ترتب عليه إرتفاع في كل من تكلفة الإقتراض و الملكية ، مما يؤدي في النهاية إلى عدم وجود أي تغيير في التكلفة المتوسطة للأموال .¹

و بالتالي فعلى المؤسسة أن لا تتوسع في إستخدام القروض بشكل كبير حتى و إن أدى هذا نظريا إلى تقليل التكلفة لأن السياسة تؤدي إلى إنعكاسات سلبية كما أسلفنا الذكر .

¹ -- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقض ، اساسيات الإستثمار و التمويل . مرجع سبق ذكره ، ص ص 454 ، 455 .

3- كيفية إختيار هيكل رأس المال الأمثل :

يقوم إختيار هيكل رأس المال الأمثل على مدى تأثير مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (الأسهم الممتازة و الأموال المقترضة) على القيمة السوقية للمؤسسة أي على القيمة السوقية للأسهم العادية باعتبارها الأساس الذي يقوم عليه إختيار هيكل رأس المال الأمثل ، و هنا تجدر الإشارة لما ذكر سابقا ، من أن تكلفة التمويل تتوقف على نوعية الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال و نسبة كل عنصر فيه و بالطبع كلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان لذلك الأثر الإيجابي على قيمة المؤسسة أي على القيمة السوقية لأسهمها العادية و بالتالي ، فعلى المؤسسة المفاضلة بين هياكل رأس المال المختلفة إذ تقتضي المفاضلة قياس العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في ظل كل هيكل ، قياس المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد كيفية الموازنة بين العائد و المخاطر باعتبارها الخطوة الأساسية التي يتحدد على ضوءها هيكل رأس المال الأمثل و حدود استخدام القروض في هيكل رأسمال المؤسسة¹ .

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد و الضريبة ، و بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المخصصة لهم و لتوضيح كيفية حساب هذا العائد واستخدامه كأساس للمفاضلة بين هياكل رأسمالية بديلة ، سنفترض أن شركة ما تمتلك أصولا قيمتها 6م د ، تم تمويلها بالكامل من أسهم عادية في الإستثمار في أصول جديدة تبلغ تكلفتها 4 مل د و يتوقع أن يبلغ صافي ربح العمليات بعد الإستثمار الجديد مليون دينار ، يخضع للضريبة بمعدل 30% و أمام الشركة ثلاثة بدائل للتمويل :

1-Petty T. William and Martin D.John , **Basic Financial Management Analysis and Impact** , south Western publishing , 3rd Edition , 1993 , P .402.

- البديل الأول :

تمويل الأصول الجديدة بإصدار أسهم عادية ، و سوف نفترض أن السهم سيباع بمبلغ 100 دينار بما يقتضي إصدار 40 ألف سهم جديد . أي سيتم تمويل أصول الشركة كلها (10 مل دينار) من حقوق الملكية ، أي سيتكون هيكل رأس المال من 100 % حقوق ملكية (100 ألف سهم) .

- البديل الثاني :

تمويل الأصول الجديدة بأسهم ممتازة بقيمتها الإسمية و يحصل حملتها على معدل عائد قدره 8,75 % ، و في ظل هذا البديل ستكون أصول المؤسسة ممولة من أسهم عادية قيمتها 6 مل دينار (60 ألف سهم) و أسهم ممتازة قيمتها 4 مل دينار أي أن هيكل رأس المال للمؤسسة سوف يتكون من 60 % حقوق ملكية ، 40 % أسهم ممتازة .

- البديل الثالث :

تمويل الأصول الجديدة بسندات تحمل معدل كوبون قدره 6 % ، و هذا يعني أن هيكل رأس المال سوف يتكون من 60 % أسهم عادية و 40 % سندات . و للمفاضلة بين البدائل الثلاثة ينبغي الوقوف على ربحية السهم العادي في ظل كل بديل ، و كذا درجة المخاطر التي تتعرض لها الربحية ، و هو ما يمكن الوصول إليه أيضا باستخدام المعادلة التالية :¹

$$\text{ربحية السهم} = \frac{(\text{ص} - \text{ق}) (1 - \text{ض}) - \text{ز}}{\text{ن}}$$

حيث :

ص : صافي ربح العمليات.

ق : القيمة الكلية للفوائد.

ز : القيمة الكلية للتوزيعات التي يتحصل عليها حملة الأسهم الممتازة .

¹ - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص.142.

ن : عدد الأسهم العادية

ض : معدل الضريبة

$$\text{ربحية السهم (البديل الأول)} = \frac{0 - (0-1000000) (1-3\%)}{100000}$$

= 7 دينار

$$\text{ربحية السهم (البديل الثاني)} = \frac{350000 - (0-1000000) (1-30\%)}{60000}$$

= 5,83 دينار

$$\text{ربحية السهم (البديل الثالث)} = \frac{(240000-1000000) (1-30\%) - \text{صفر}}{60000}$$

= 8,9 دينار

تشير النتائج إلى أنه من وجهة نظر ربحية السهم يأتي البديل الثالث في المقدمة بليه الأول فالبديل الثاني و ذلك عندما يكون صافي العمليات مليون دينار. لو غيرنا مستوى صافي المبيعات المتوقع بعد الإستثمارات الجديدة إلى 500 ألف دينار يتم تغطية قيمة أخرى تساوي 2 مل دينار تكون النتائج كما يلي .

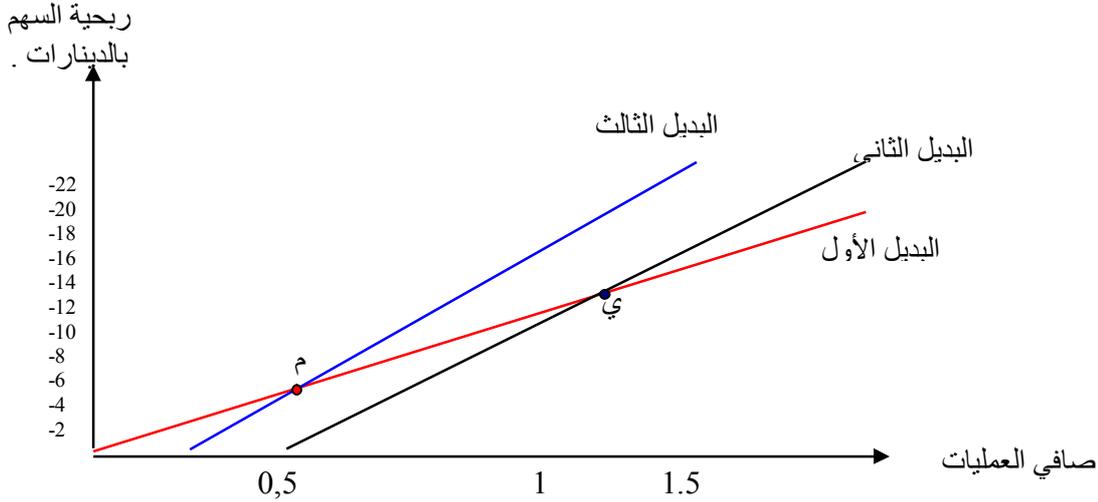
أ- عند مستوى صافي ربح العمليات المتوقع = 5000 دينار :

البديل 1	البديل 2	البديل 3
ربحية السهم العادي	0 دينار	3.03 دينار

ب- عند مستوى صافي ربح العمليات المتوقع = 2 مل د :

البديل 1	البديل 2	البديل 3
ربحية السهم العادي	14 دينار	17.5 دينار
		20.5 دينار

- في الحالة أ : يأتي البديل 1 ← البديل 3 ← البديل 2
 في الحالة ب : يأتي البديل 3 ← البديل 2 ← البديل 1
- و يمكن تمثيل هذه المعدلات بيانيا كما يلي :



شكل (1) : ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات .
 يشير الشكل (1) إلى وجود نقطة تقاطع بين البديل الأول و البديل الثالث و نقطة تقاطع بين البديل الأول و الثاني و تزودنا نقطة التقاطع بمعلومات مفيدة بشأن البديل الملائم ، من وجهة نظر السهم ، عند كل مستوى من مستويات صافي ربح العمليات ، فعند النقطة (م) التي يكون فيها صافي ربح للعمليات 600 ألف دينار تكون ربحية السهم العادي 4,2 دينار سواء أخذت الشركة بالبديل الأول أو الثالث .

و من ثمة كان صافي ربح العمليات هو 600 ألف دينار أي أكبر من صافي ربح العمليات عند نقطة التقاطع التي تمثل في الواقع نقطة التعادل فإن ربحية السهم ستكون أكبر في ظل البديل الثالث عنه في ظل البديل الأول ، أما إذا كان صافي ربح العمليات المتوقع يقل عن صافي ربح العمليات عند نقطة التقاطع ، فسوف يحدث العكس .

- أما بالنسبة لنقطة التقاطع بين البديلين الأول و الثاني أي النقطة (ي) ، فهي تعني أنه عندما يكون صافي ربح العمليات 1250000 دينار يكون ربح السهم 8,75 دينار سواء أخذت المؤسسة بالبديل الأول أو الثاني أي أن (ي) تمثل نقطة تعادل ثانية أما إذا زاد صافي ربح العمليات عن ذلك أي عن 1250000 دينار فسوف تفوق ربحية السهم في ظل البديل الثاني مثيلتها في البديل الأول و يحدث العكس إذا كان صافي ربح العمليات أقل من ذلك .

و الملاحظ أنه لا توجد نقطة تقاطع بين البديلين الثاني و الثالث ، و يرجع هذا إلى أن البديل الثالث يعد أفضل في جميع الأحوال من البديل الثاني ، فهيكل رأس المال الذي يتضمن القروض على جانب الأسهم العادية (البديل الثالث) يعد أفضل من وجهة نظر ربحية السهم من هيكل رأس المال الذي يتضمن الأسهم الممتازة إلى جانب الأسهم العادية (البديل الثاني) ، و تفسير ذلك هو أن تكلفة الإقتراض عادة ما تكون أقل من تكلفة الأسهم الممتازة.

و كخلاصة لهذا التحليل ، نجد أن المفاضلة ينبغي أن تكون بين البديل الأول و الثالث و أن يستبعد البديل الثاني كلية.

حيث يكون القرار في صالح البديل الأول إذا كان صافي ربح العمليات أقل من 600 ألف دينار ، بينما يكون القرار في صالح البديل الثالث، و على أيهما تختار المؤسسة ، فهذا يرجع إلى المخاطر الناجمة عن كل قرار و أيهما أقل خطرا هو الذي تختاره المؤسسة¹.

¹ - نفس المرجع السابق، ص ص . 144.145.

خلاصة الفصل الثاني

- من خلال دراستنا لهذا الفصل نتوصل إلى إستخلاص ما يلي :
- سوق رأس المال ينقسم إلى السوق الأولي و هو السوق الذي تصدر فيه الأوراق المالية (الأسهم و السندات) لأول مرة و يسمى بسوق الإصدار و السوق الثانوي و هو الذي تتداول فيه الأوراق المصدرة و يسمى بسوق التداول أو البورصة، و المؤسسة تلجأ إلى سوق رأس المال لبيع الأوراق المالية و بالتالي تحقيق فائض تستعمله في تمويل العمليات الإستثمارية و التوسع .
 - تنقسم مصادر تمويل طويل الأجل إلى اموال الملكية و تشمل : الأسهم العادية و الأسهم الممتازة و الأرباح المحتجزة و الأوراق المالية القابلة للتحويل و أموال القروض و تشمل سندات الدين و القروض طويلة الأجل .
 - لكل مصدر من هذه المصادر تكلفة حيث تعتبر القروض طويلة الأجل أقل تكلفة عن باقي المصادر تليها الأسهم الممتازة فالأسهم العادية ثم الأرباح المحتجزة .
 - المؤسسة في إختيارها للمزيج التمويلي تستعمل هيكل رأس المال الذي يحقق لها أقل تكلفة بين البدائل المختلفة للتمويل لأن لهيكل رأس المال الأمثل أهمية و تأثير كبير على مركز المؤسسة المالي .