

التمويل الطويل
الأجل: سندات الدين،
الأسهم التفضيلية،
والأسهم العادية

**LONG - TERM
FINANCING: BONDS,
PREFERRED STOCK,
AND COMMON
STOCK**

**التمويل الطويل الأجل: سندات الدين،
الأسهم التفضيلية، والأسهم العادية**

**LONG - TERM FINANCING : BONDS,
PREFERRED STOCK, AND COMMON
STOCK**

مقدمة

تحصل الشركة على التمويل الطويل الأجل من أسواق الرأسمال Capital Markets وذلك من طريق الاقتراض الطويل الأجل، إصدار سندات دين، وإصدار أسهم تفضيلية وأسهم عادية. وتتألف أسواق الرأسمال من سوقين أساسيين هما سوق الرأسمال الأولي Primary Cap-ital Market - وسوق الرأسمال الثانوي Secondary Capital Market. وتوجد هيئات اشرافية حكومية تنظم وتراقب التعامل في الأسواق المالية وتسن التشريعات الضرورية لتأمين عدالة وانتظام تداول الأوراق المالية Fair and Orderly Trading of Securities.

بنوك الاستثمار Investment Banks

تتعامل سوق الرأسمال الأولي بالإصدارات الجديدة New Issues من الأوراق المالية التي تعرضها الشركات. أي أنها السوق التي تقصدها الشركات للحصول على الأموال الطويلة الأجل مقابل إصدار أوراقها المالية الأولية Primary Securities. إن المؤسسات المالية الرئيسية العاملة في سوق الرأسمال الأولي هي بنوك الاستثمار. تقوم هذه البنوك بشراء إصدارات الأوراق المالية الجديدة من الشركات وإعادة بيعها إلى المستثمرين النهائيين من أفراد ومؤسسات استثمارية Institutional Investors. ولا تعتبر بنوك الاستثمار بنوكاً أو مؤسسات استثمارية بالمعنى الكامل للكلمة. فهي لا تحصل على أموالها من الودائع كالبنوك التجارية، وإنما تحصل على الأموال من الرأسمال والاحتياطيات وإصدار الأوراق المالية الخاصة بها. كذلك لا تعتبر هذه البنوك مؤسسات استثمارية لأنها لا توظف أموالها في إصدارات الأوراق المالية بهدف الاستثمار الطويل الأجل، وإنما بغرض إعادة بيعها إلى المستثمرين النهائيين بأسرع وقت ممكن لإعادة استعمال الأموال في شراء إصدارات أخرى.

لعل أهم الوظائف التي تؤديها بنوك الاستثمار هي ضمانة الاصدار Underwriting. ويعني ذلك أن يضمن بنك الاستثمار للشركة المصدرة السعر المتفق عليه عند بيع الأوراق المالية الجديدة، وبذلك يأخذ البنك على عاتقه خطر انخفاض سعر الأوراق المالية عندما يبدأ بتوزيعها. مقابل تحمل هذا الخطر يتقاضى بنك الاستثمار عمولة هي الفارق Spread ما بين سعر الشراء من الشركة وسعر البيع إلى المستثمرين. فمثلاً ٤ - نقاط فارق (أو ٤ بالمئة) تعني أن بنك الاستثمار قد اشترى سندات دين سعرها ١,٠٠٠ دينار بـ ٩٦٠ ديناراً. ولا يقوم بنك الاستثمار لوحده بضمان إصدار كامل. وما يحدث عادة أن بنك الاستثمار الذي تطلب منه الشركة أن يدير الإصدار Managing Bank يشكل مجموعة من بنوك الاستثمار يتراوح عددها ما بين ١٠ إلى ٦٠ بحسب حجم الاصدار لتشارك في تغطية الإصدار. ويهدف ذلك إلى توزيع مخاطر الخسارة في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية، تخفيض نسبة المشاركة في تغطية الإصدار وبالتالي الأعباء التمويلية على أي بنك استثمار بمفرده، وتسريع وبيع الإصدار إلى المستثمرين النهائيين.

ولا يقوم بنك الاستثمار بالضرورة بضمان أي إصدار جديد يعرض عليه. فإذا استطاع البنك أن يجد مؤسسة استثمارية واحدة أو مجموعة من المستثمرين الكبار (على أن لا يزيد عددهم على الـ ٢٥) مستعدين لشراء الإصدار، فإن بنك الاستثمار يقوم في هذه الحالة بترتيب عملية بيع مباشرة (خاصة) Direct (Private) Placement ما بين الشركة المصدرة والمستثمرين ويتقاضى أتعاباً على العملية. وتجدر الإشارة إلى أن بنك الاستثمار يؤدي خدمات استشارية للشركة المصدرة تتضمن تحليل الاحتياجات التمويلية للشركة، اقتراح مصادر ومزائج التمويل المناسبة، تحديد شروط وأسعار بيع وتوقيت إصدارات الأوراق المالية، ودراسة الجدوى المالية لحالات الاقتناء والدمج.

مازالت أسواق الرأسمال الأولي في البلاد العربية في بداياتها، إذ لا توجد مؤسسات مالية تضمن إصدارات الأوراق المالية الجديدة إلا في الأسواق المالية الأردنية حيث تعمل الهيئات المشرفة على سوق عمان المالي على تشجيع تأسيس مثل هذه المؤسسات وإصدار التشريعات اللازمة لتطويرها ونموها. وهناك عدة أسباب لهذا الوضع أهمها عدم وجود أسواق رأسمال ثانوية منظمة نشيطة وكفؤة لإعادة بيع الإصدارات الجديدة تدريجياً إلى المستثمرين النهائيين، عدم نشوء أو إحجام مؤسسات مالية استثمارية كبيرة كشركات التأمين وصناديق التقاعد والتأمينات عن تغطية إصدارات جديدة أو المساهمة بهذه الإصدارات بنسب كبيرة، عدم نشوء أو تطور بنوك الاستثمار المتخصصة في ضمان الإصدارات الجديدة، وغياب التشريعات القانونية اللازمة لتطوير أسواق الرأسمال الأولي بصورة عامة. لذلك فإن إصدارات الأوراق المالية الجديدة تتم في البلاد العربية بأسلوب عرض الإصدار للاكتتاب العام من طريق المصارف التجارية أو بأسلوب حق الاكتتاب الأولي للمساهمين الحاليين في حالة إصدارات الأسهم^(١).

(١) محمد أيمن عزت الميداني «أسواق الأوراق المالية الأولية والثانوية في المملكة العربية السعودية: درجة تطورها، انفتاحها العربي، وإمكانية ربطها بالأسواق المالية العربية» المجلة العربية للإدارة، المجلد الثاني عشر، العدد الثالث، صيف ١٩٨٨، صفحات ١٠٧ - ١٣٩.

بورصات الأوراق المالية Stock Exchanges

تتعامل سوق الرأسمال الثانوي بالأوراق المالية القائمة Outstanding Securities حيث يتم تداول الأوراق المالية ما بين المستثمرين في بورصة أوراق مالية بحسب أنظمة وإجراءات تضعها إدارة البورصة وتشرف عليها هيئات مراقبة حكومية. وتؤدي بورصات الأوراق المالية وظائف هامة في سوق الرأسمال وفي الاقتصاد القومي ككل يمكن تلخيصها بخمس وظائف رئيسية على الأقل هي الآتية:

أولاً: توفر البورصة سوقاً مستمرة Continuous Market للأوراق المالية تمكن المستثمرين (أفراد ومؤسسات) الراغبين في الحصول على سيولة من بيع ما يحملونه من أوراق مالية بأسعار لا تختلف إلا قليلاً عن أسعار البيع السابقة.

ثانياً: تقوم البورصة بتحديد أسعار الأوراق المالية من خلال عمليات التداول (البيع والشراء) ما بين عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم بعضاً.

ثالثاً: يعتبر وجود بورصة أوراق مالية نشيطة وكفؤة عاملاً أساسياً في تطور سوق الرأسمال الأولي حيث تجعل الاصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق Marketability مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار.

رابعاً: تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة. فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية وترتفع أسهمها في السوق. أما الشركات التي تنتهي بنتائج أعمال غير مرضية، فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

خامساً: تساهم البورصة في تشجيع عملية الادخار والاستثمار في المجتمع وذلك بتجميع الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لاستثماراتها المنتجة. وتعتبر سوق الرأسمال الثانوي ذات كفاءة عالية إذا تمكنت من توجيه رؤوس الأموال نحو الاستعمالات الأكثر إنتاجية وربحية. وهناك شرطان ضروريان لذلك، أولهما توفر المعلومات الضرورية عن الأوراق المالية

التي يجري تداولها بالإفصاح Disclosure عنها ونشرها بسرعة وتوصيلها إلى كافة المتعاملين في السوق بكلفة ضئيلة^(١). أما الشرط الثاني فهو أن تكون تكاليف المبادلات (عمولات الوساطة) منخفضة بحيث لا تقف عائقاً أمام بيع وشراء الأوراق المالية حتى ولو كانت فرص الربح من التداول صغيرة.

في البلاد العربية أخذت أسواق الأوراق المالية بالتطور خلال السبعينات. وتشمل هذه الأسواق بورصات منظمة Organized Exchanges بردهة للتداول Trading Floor وتشريعات تنظم كافة جوانب التعامل مثل سوق عمان المالي، سوق الكويت للأوراق المالية، وبورصة القيم المنقولة بتونس. كما أنها تشمل أسواق أوراق مالية غير منظمة Over-the-Counter Markets مثل سوق الأسهم السعودي والذي يتم التداول فيه من خلال وكلاء Dealers يعملون في وحدات تداول مركزية تابعة للبنوك التجارية السعودية في أحد فروعها في مدينة الرياض أو المركز الرئيسي إذا كان في تلك المدينة^(٢). وتعاني أسواق الأوراق المالية العربية بصورة عامة من انعدام العمق والوساعة السوقية Market Depth and Breadth. ويعني انعدام العمق في السوق بأنه في أي وقت من الأوقات لا يوجد عدد كبير من طلبات البيع والشراء، وأن أسعار التداول تتقلب بحدة، وأن الفارق ما بين سعر الطلب وسعر العرض يكون كبيراً. أما انعدام الوساعة أو ضيق السوق فإنه يعني أنه بسبب قلة المتعاملين في السوق وضآلة طلبات البيع والشراء فإن التداول في السوق يكون غير نشيط وينتج عنه حجم تداول يومي صغير. ويساهم ذلك أيضاً في توسيع الفارق ما بين سعري الطلب والشراء. ولا مجال هنا لبحث أسباب ضيق الأسواق المالية العربية، ولكن تجب الإشارة إلى أن تبعثر هذه الأسواق Fragmented Markets وعدم اتصالها مع بعضها البعض

M. Ayman Midani and Adnan Abdeen, «Disclosure Problems in the Annual Reports of Saudi Corporate Business, *The Arab Journal of Social Sciences*, Vol. 2, No. 1, April 1987, PP. 133 - 145. (١)

محمد أيمن عزت الميداني، سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، الفصل الخامس في كتاب أسواق الأوراق المالية العربية: تنظيمها، إدارتها، وأوضاع التعامل فيها، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ١٩٨٥، صفحة ١٧٥ - ٢٠٨. (٢)

ووجود حواجز تحد من التدفق الحر للأموال والأوراق المالية والمستثمرين ما بين هذه الأسواق هو العقبة الرئيسية أمام تعميق وتوسيع هذه الأسواق. وقد كانت السوق المالية الكويتية الوحيدة التي تسمح لمقترضين أجانب بالحصول على الأموال في سوق السندات بالدينار الكويتي. وكان أول إصدار سندات أجنبي بالدينار الكويتي في عام ١٩٧٤ للفلبين. لكن الحكومة الكويتية فرضت حظراً عام ١٩٧٩ على اقتراض الأجانب من سوق السندات الكويتي لتجنب محاذير تدويل الدينار الكويتي. لكن الحكومة الكويتية عادت وسمحت في عام ١٩٨٧ للمقترضين الأجانب باستعمال سوق السندات الكويتي حيث قامت فلندا بإصدار سندات دين بقيمة ٢٠ مليون دينار كويتي بفائدة إسمية ٧,٥ بالمئة ولمدة سبع سنوات، وقام بترتيب الإصدار بنك الكويت الوطني. وقد أرادت الحكومة الكويتية من التراجع عن قرارها إفساح مجال الإقراض أمام البنوك الكويتية لأبعد من حدود الكويت بسبب البطء الذي يعاني منه الاقتصاد الكويتي مقارنة مع امكانيات المصارف الكويتية على الإقراض^(١). لكن المطلوب ليس هو تدويل الأسواق المالية العربية وإنما تعريب هذه الأسواق بالسماح للمقترضين والمستثمرين العرب أفراداً ومؤسسات بالتعامل في هذه الأسواق كافة. إن ذلك سيؤدي إلى انتقال الأموال من البلاد العربية ذات الفائض إلى البلاد العربية ذات العجز، توجيه هذه الأموال نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية وريعية، وتجنب الأخطار السياسية والمالية (تغير معدلات الفائدة، التخلف عن الدفع، انخفاض سعر صرف العملة، التضخم، انهيار البورصات العالمية، تجميد الأموال السياسي) التي ترافق استثمار الأموال العربية في أصول مالية أجنبية^(٢).

(١) «Kuwait Reopens Bond Market for Foreign - Issuers», *Herald Tribune*, May 11, 1987, P. 15.

(٢) محمد أيمن عزت الميداني، «تحويل المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص: مفهومه، مزاياه، وسائل تنفيذه، ودور الأسواق والمؤسسات المالية»، ورقة بحث مقدمة في ندوة تحويل المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص ودور البورصات، أقامها الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية، الدار البيضاء، المغرب ٦ - ٨ أيلول ١٩٨٨.

سندات الدين Bonds

تستطيع الشركة أن تحصل على أموال بالدين إما بالاقتراض من البنوك أو بإصدار سندات دين. وقد تم بحث قروض المدة في الفصل (١٤). وستبحث هنا سندات الدين. وتعرّف السندات كأداة دين تصدرها الشركة وتحمل قيمة اسمية Face Value ومعدل فائدة اسمي Coupon Rate of Interest وتاريخ استحقاق Maturity Date محدد. ويحدد العائد حتى الاستحقاق Yield-to-Maturity على السند بحساب معدل الخصم الذي يساوي ما بين القيمة المخصصة لدفعات الفائدة الدورية زائد القيمة المخصصة للقيمة الإسمية وبين سعر السند في السوق. ويبيع إصدار السندات بالقيمة الإسمية إذا كان معدل الفائدة الاسمي يساوي العائد في السوق على سندات مماثلة من حيث الاستحقاق وخطر التخلف عن الدفع. أما إذا كان العائد حتى الاستحقاق المطلوب أكبر من معدل الفائدة الاسمي، فلا يمكن بيع السند إلا بخصم Discount من القيمة الاسمية. وإذا كان العائد المطلوب في السوق أقل من معدل الفائدة الاسمي، يباع السند بعلاوة Premium على القيمة الاسمية.

أنواع السندات

توجد أربعة أنواع من السندات هي: سندات تحمل معدل فائدة اسمي ثابت Fixed Coupon Bonds، سندات بمعدل فائدة اسمي يساوي الصفر Zero-Coupon Bonds، سندات بمعدل فائدة عائم Floating Rate Bonds، وسندات مرتبطة بحقوق ملكية Equity-Linked Bonds. تباع سندات معدل الفائدة الاسمي صفر عادة بخصم كبير من القيمة الاسمية متناسب طرذاً والعائد المطلوب على السند ومدة الاستحقاق. وتترايد قيمة السند في السوق باضطراب مع مرور الزمن لتصبح مساوية للقيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، وهي القيمة التي يتوجب على الشركة المقترضة دفعها لحامل السند. ويمثل الفارق ما بين القيمة الإسمية للسند والسعر المخصص للسند المرود الذي يحصل عليه حامل السند.

أما سندات معدل الفائدة العائم، فهي لا تحدد معدل فائدة اسمي ثابت على السند، وإنما تربطها بمعدل فائدة في السوق النقدي Money Market Rate of Interest مثل معدل

عرض الاقتراض ما بين المصارف في لندن London Interbank Offer Rate (LIBOR) لسته أشهر مثلاً. وعندما يحين موعد دفع الفائدة النصف سنوي على السند، تدفع الشركة المصدرة للسند ما يكونه معدل الفائدة النقدي في السوق زائد نسبة علاوة محددة مسبقاً وثابتة ليعوض عن الفرق في المخاطرة.

مثال: إصدار شركة فيراري (٢) بقيمة ٣٣٠ مليون دولار أميركي استحقاق ١٩٩٣ بفائدة ٣/١٦ فوق معدل Libor لثلاثة أشهر^(١).

إن سندات معدل الفائدة العائم مفيدة للشركة المصدرة للسندات وللمستثمرين أيضاً. 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 دخل الفائدة. وبما أن الفائدة المدفوعة على هذه السندات تقارب دوماً العائد المطلوب في السوق، فإن أسعار سندات الفائدة العائمة تكون أقل عرضة للتقلب الناتج عن تغير معدلات الفائدة في السوق من أسعار سندات الفائدة الثابتة. أي أن خطر معدل الفائدة Interest Rate Risk لهذا النوع من السندات يكون أقل، مما يمكن الشركة من الحصول على شروط أفضل عند الاصدار. ويكون المستثمرون مستعدين لتلبية هذه الشروط لأن خطر الاستثمار في هذه السندات أقل. أما بالنسبة للسندات المرتبطة بحقوق ملكية فسيتم بحثها في الفصل التالي.

السندات المضمونة وغير المضمونة

تكون السندات على نوعين: سندات مضمونة Mortgage Bonds وسندات غير مضمونة Debentures ويوجد نوع ثالث يقع بين الاثنين هو السندات غير المضمونة من الدرجة الثانية Subordinated Debentures. تعتمد السندات غير مضمونة على القوة الإيرادية للشركة كضمان لعائدها. وفي حال إفلاس الشركة وتصفيته يدرج حملة هذه السندات مع فئة المقرضين العامين General Creditors للشركة. ويوجد عادة في عقد

(١) «New International Bond Issues», International Herald Tribune, May

11, 1987, P. 15.

إصدار هذه السندات بعض بنود الحماية لحملة السندات مثل منع الشركة من رهن موجوداتها إلى مقرضين آخرين . ولا تستطيع إصدار مثل هذه السندات إلا الشركات ذات الترتيب الائتماني الجيد والملاءة المالية العالية ، لأن الضمانة الوحيدة للسندات هي مقدرة الشركة على توليد الأرباح . وتجيء السندات غير المضمونة من الدرجة الثانية في المرتبة التالية بعد الديون التي لها حق الأولوية على موجودات الشركة . وفي حال تصفية الشركة لا تتم تأدية حقوق حملة سندات الدرجة الثانية إلا بعد تسديد حقوق حملة السندات ذات الأولوية Senior Debt .

أما السندات المضمونة فتكون مغطاة برهن على أصول معينة تكون عادة عقارات . ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار المرهون لصالح إصدار السند أعلى من قيمة الإصدار لتترك هامش سلامة مناسباً . وفي حالة تخلف الشركة عن دفع الفائدة أو قيمة استحقاق السندات أو في حالة تصفية الشركة ، يتم تسديد قيمة السندات من تصفية العقار المرهون . ويمكن للشركة أن تستعمل عقاراً واحداً لضمان إصدارين للسندات : سندات رهنية أولى First Mortgage Bonds وسندات رهنية ثانية Second Mortgage Bonds . وفي حالة تخلف الشركة عن الدفع أو تصفيتها ، فإن قيمة العقار تستعمل لتسديد حقوق حملة سندات الرهنية الأولى ، وما يزيد عنهم يحول لحساب حملة سندات الرهنية الثانية .

صندوق تسديد السندات Sinking Fund

يتم تسديد سندات الدين Bond Retirement بوحدة من عدة طرق ، منها دفع القيمة الإسمية للسندات عند الاستحقاق ، استدعاء السندات Calling the Bonds إذا كان عقد الإصدار يسمح بذلك ، أو التسديد الدوري Periodic Repayment لأجزاء من الإصدار . ويتم التسديد الدوري للإصدار بإنشاء صندوق لتسديد السندات أو بإصدار سندات تسلسلية Serial Bond Issue .

إذا كان عقد إصدار السندات ينص على وجود صندوق تسديد ، يتوجب على الشركة أن تقوم بعمل دفعات دورية متساوية لحساب هذا الصندوق عند مؤتمن Trustee . وقد لا يكون مجموع الدفعات الدورية لصندوق التسديد مساوياً إلى كامل قيمة الإصدار عند الاستحقاق ، فتبقى الدفعة الأخيرة Balloon Payment التي تختلف قيمتها عن الدفعات

السابقة. ويستعمل المؤتمن أموال الصندوق لتسديد قيمة إصدار السندات تدريجياً أو عند الاستحقاق. إن وجود صندوق لتسديد قيمة إصدار سندات هو من مصلحة حاملي السندات لأنه ضماناً بوجود سيولة كافية لتسديد قيمة الإصدار عند الاستحقاق أو بالتدريج، مما يدعم سعر السند في السوق. كذلك فإن وجود صندوق تسديد سندات يمكن الشركة من أن تقترض بإصدار سندات بشروط مناسبة.

أما السندات التسلسلية Serial Bonds فهي عبارة عن إصدار سندات بتواريخ استحقاق متلاحقة حتى الاستحقاق النهائي. فمثلاً: إصدار سندات بـ ٤٠ مليون دينار لـ ١٠ سنوات، تستحق ٤ ملايين دينار من الإصدار في نهاية كل سنة. ولهذه الإصدارات ميزة في أنها تمنح المستثمرين فرصة لاختيار فترة الاستحقاق التي تناسب وأهدافهم الاستثمارية، وبالتالي فإنه يجذب مجموعة أوسع من المستثمرين.

حق استدعاء السندات Call Provision

تنص معظم عقود إصدارات سندات الشركات على حق لاستدعاء السندات. يعطي هذا الحق الشركة خيار Option شراء السندات من حاملها بسعر محدد قبل الاستحقاق. ويكون سعر الاستدعاء Call Price عادة أعلى من القيمة الإسمية للسند، لكنه يتناقص مع الزمن. مثلاً: إصدار سندات لفترة استحقاق ٢٠ سنة يمكن استدعاؤه بـ ١١٠ دينار (١,١٠٠) دينار إذا كانت القيمة الإسمية للسندات ١,٠٠٠ دينار) في السنوات الأربع الأولى، بـ ١٠٨ دينار في السنوات الأربع الثانية، بـ ١٠٦ دينار في السنوات الأربع الثالثة، بـ ١٠٤ دينار في السنوات الأربع الرابعة، وبـ ١٠٢ دينار في السنوات الأربع الأخيرة، وتدفع القيمة الإسمية عند الاستحقاق. وكثيراً ما يحدد سعر الاستدعاء في السنة الأولى بالقيمة الإسمية للسند مضافاً إليها الفائدة السنوية. في المثال أعلاه حدد سعر الاستدعاء في السنة الأولى بـ ١١٠ دينار على افتراض أن معدل الفائدة الإسمي على السند هو ١٠ بالمئة.

يعطي حق الاستدعاء الشركة مرونة أكبر في التمويل. فإذا انخفضت معدلات الفائدة بحدّة بعد إصدار للسندات، تستطيع الشركة أن تستدعي السندات التي تحمل الفائدة

الإسمية المرتفعة وتعيد تمويلها بإصدار جديد يحمل معدل فائدة منخفضاً. لكن ذلك يكون على حساب حاملي السندات الذين يتوجب عليهم إعادة استثمار أموالهم بمعدلات فائدة متدنية. لذلك يجب أن تحقق السندات القابلة للاستدعاء Callable Bonds عائداً أكبر من مثيلاتها من السندات غير القابلة للاستدعاء Noncallable Bonds. ويكون فارق العائد Yield Differential أكبر عندها تكون معدلات الفائدة مرتفعة ويتوقع أن تنخفض. في هذه الحالة لا يرغب المستثمرون بهذه السندات إلا إذا حققت عائداً عالياً كفاية ليعوضهم عن خطر استدعاء السندات الذي يكون احتمال كبيراً، بينما تكون الشركة مستعدة لدفع علاوة عائد للحصول على حق الاستدعاء الذي يخفض تكاليف الفائدة على الشركة فيما لو انخفضت معدلات الفائدة وتم استدعاء السندات وإعادة تمويل الإصدار. وبالعكس يكون فارق العائد المطلوب صغيراً أو حتى مساوياً إلى الصفر إذا كانت معدلات الفائدة منخفضة ويتوقع لها أن ترتفع، لأن احتمال استدعاء السندات في هذه الحالة يكون صغيراً.

استدعاء إصدار سندات وإعادة تمويله Refunding Bond Issue

إن قرار استدعاء إصدار سندات وإعادة تمويله بإصدار جديد يجب أن يتخذ على ضوء تحليل الربحية من هذه العملية. ويمكن معالجة هذا القرار وكأنه قرار موازنة رأسمالية. فهناك إنفاقات نقدية خارجة في البداية تتبعها سلسلة من التدفقات النقدية الداخلة. وتشمل الإنفاقات النقدية الخارجة علاوة استدعاء Call Premium الإصدار القديم ونفقات إصدار السندات الجديدة. أما التدفقات النقدية الداخلة فهي عبارة عن الوفورات في تكاليف الفائدة السنوية بين الإصدارين القديم والجديد للسندات. وبخصم التدفقات النقدية بتكلفة الاقتراض للشركة وحساب صافي القيمة الحالية يمكن تحديد جدوى استدعاء وإعادة تمويل إصدار سندات. وسيتم ايضاح ذلك باستعمال مثال رقمي.

مثال رقمي

يوجد لدى شركة الملابس والأزياء العصرية إصدار سندات بقيمة ٢٠ مليون دينار، بفائدة إسمية ٨ بالمئة، يستحق بعد ٢٠ سنة. تستطيع الشركة الآن بيع إصدار سندات جديد بـ ٢٠ مليون دينار لمدة ٢٠ سنة بمعدل فائدة اسمي ٧ بالمئة وتحصل على ١٩,٦ مليون دينار صافي بعد دفع أتعاب ضمان الإصدار لبنك الاستثمار. وكانت الشركة قد باعت إصدار السندات القديم منذ خمس سنوات بخضم مقداره ٢٥٠,٠٠٠ دينار من القيمة الإسمية. وقد تم إطفاء Amortization ما قيمته ٥٠,٠٠٠ دينار من الخضم خلال السنوات الخمس الماضية (٢٥٠,٠٠٠ ÷ ٢٥) ٥. كذلك توجد ١٠٠,٠٠٠ دينار من نفقات الإصدار القديم لم يتم إطفائها بعد. إن سعر استدعاء إصدار السندات القديم ١٠٥ دينار، وهناك نفقات إصدار للسندات الجديدة تبلغ ١٥٠,٠٠٠ دينار، كما أن الشركة تدفع ضريبة دخل بمعدل ٤٠ بالمئة. وستقوم الشركة ببيع الإصدار الجديد ٣٠ يوماً قبل استدعاء الإصدار القديم لأنها ستسدد قيمة الإصدار القديم من أموال الإصدار الجديد. لذلك ستضطر الشركة خلال هذه الفترة بأن تدفع فائدة على الإصدارين القديم والجديد.

لنفترض لأغراض التحليل أن الجزء غير المطلقاً من تكاليف إصدار السندات القديم، وعلاوة الاستدعاء، والجزء غير المطلقاً من خضم إصدار السندات القديم يمكن طرحها كنفقات في سنة إعادة تمويل الإصدار، وبالتالي فإنه ينتج عنها توفير ضريبي.

طريقة تحليل جدوى استدعاء اصدار سندات وإعادة تمويله

يتم تحديد ربحية إعادة تمويل إصدار سندات قديم بإصدار سندات جديد باتباع طريقة تحليل تتألف من أربع خطوات موضحة فيما يلي. يتم في الخطوة الأولى تحديد الإنفاقات النقدية الخارجة وهي عبارة عن الفرق ما بين تكاليف استدعاء الإصدار القديم وحصيلة بيع الإصدار الجديد زائد أية تكاليف أخرى مطروحاً منها التوفير الضريبي، كما هو مبين في أولاً أدناه.

أولاً: تحديد الإنفاقات النقدية الخارجة

ألف دينار

	١ - تكاليف استدعاء الإصدار القديم وضمن الإصدار الجديد للسندات
٢١,٠٠٠,٠٠	تكاليف استدعاء الإصدار القديم للسندات (سعر الاستدعاء ١٠٥ دينار)
١٩,٦٠٠,٠٠	حصيلة بيع إصدار السندات الجديد
<hr/>	
١,٤٠٠,٠٠	الفرق
	٢ - تكاليف أخرى
١٥٠,٠٠	تكاليف الإصدار الجديد للسندات
١٣٣,٣٣	تكاليف الفائدة على الإصدار القديم لمدة ٣٠ يوماً قبل استدعائه
<hr/>	
١,٦٨٣,٣٣	٣ - إجمالي التكاليف
	٤ - ناقص: التوفير الضريبي
٥٣,٣٣	من الفائدة على الإصدار القديم خلال ٣٠ يوماً (١٣٣,٣٣٣ دينار × ٠,٤٠)
٤٠٠,٠٠	من علاوة الاستدعاء (١,٠٠٠,٠٠٠ دينار × ٠,٤٠)
٨٠,٠٠	من الجزء غير المطفأ من خصم إصدار السندات القديم (٠,٤٠ × ٢٠٠,٠٠٠)
٤٠,٠٠	من الجزء غير المطفأ من نفقات إصدار السندات القديم (٠,٤٠ × ١٠٠,٠٠٠)
٥٧٣,٣٣	إجمالي التوفير الضريبي
<hr/>	
١,١١٠,٠٠	٥ - الإنفاقات النقدية الخارجة (٣) - (٤)

ويتم في الخطوة الثانية تحديد وفورات تكاليف الفائدة السنوية المستقبلية الناتجة عن إصدار السندات الجديد وهي عبارة عن الفرق في صافي تكاليف الفائدة السنوية بين إصداري السندات القديم والجديد، وهو موضح في ثانياً أدناه. في الخطوة الثالثة تحسب القيمة الحالية للوفورات السنوية في تكاليف الفائدة باستعمال تكلفة الاقتراض بعد الضريبة كمعدل خصم. وتعليل ذلك يعود إلى أن خطر وفورات تكلفة الفائدة السنوية المتوقعة

يساوي إلى خطر تخلف الشركة عن الدفع. وبما أن علاوة لخطر التخلف عن الدفع تكون مضافة إلى معدل الفائدة على إصدار السندات الجديد، فإن معدل الفائدة على الإصدار الجديد بعد الضريبة هو معدل الخصم المناسب. في الخطوة الرابعة والأخيرة يتم حساب صافي القيمة الحالية، فإذا كانت موجبه تكون عملية استدعاء إصدار سندات قديم وإعادة تمويله بإصدار جديد رابحة.

ثانياً: تحديد وفورات تكاليف الفائدة السنوية المستقبلية

ألف دينار	
	أ- صافي تكاليف الفائدة السنوية على إصدار السندات القديم
١,٦٠٠	١- تكلفة الفائدة بمعدل ٨ بالمئة
	٢- ناقص: التوفير الضريبي
٦٤٠	من تكلفة الفائدة (١,٦٠٠ ألف دينار × ٠,٤٠)
٤	من اطفاء خصم اصدار السندات (٢٠٠ ألف دينار ÷ ٠,٤٠)
٢	من اطفاء تكاليف اصدار السندات (١٠٠ ألف دينار ÷ ٠,٤٠)
<hr/>	
٦٤٦	اجمالي التوفير الضريبي
٩٥٤	٣- صافي تكلفة الفائدة السنوية على اصدار السندات القديم (١ - ٢)
	ب- صافي تكاليف الفائدة السنوية على إصدار السندات الجديدة
١,٤٠٠	١- تكلفة الفائدة بمعدل ٧ بالمئة
	٢- ناقص: التوفير الضريبي
٥٦٠	من تكلفة الفائدة (١,٤٠٠ ألف دينار × ٠,٤٠)
٨	من اطفاء ضمان إصدار السندات (٤٠٠ ألف دينار ÷ ٠,٤٠)
٣	من اطفاء تكاليف إصدار السندات (١٥٠ ألف دينار ÷ ٠,٤٠)
<hr/>	
٥٧١	اجمالي التوفير الضريبي
٨٢٩	٣- صافي تكلفة الفائدة السنوية على إصدار السندات الجديد (١ - ٢)
١٢٥	ج- الوفرة السنوي في تكاليف الفائدة (فارق الفائدة) (أ- ٣) - (ب- ٣)

ثالثاً: القيمة الحالية للوفورات السنوية في تكاليف الفائدة لمدة ٢٠ سنة بمعدل خصم يساوي إلى معدل الفائدة على الإصدار الجديد بعد احتساب الضريبة، أي

$$0,07 (1 - 0,4) = 0,042 \%$$

يحتسب عامل الفائدة للقيمة الحالية لسنوية لمدة ٢٠ سنة ومعدل فائدة ٤,٢ بالمئة بطريقة التقريب Interpolation وتكون قيمته ١٣,٣٦٤٨ .

وتكون القيمة الحالية للوفورات السنوية في الفائدة:

$$125,000 \text{ دينار} \times 13,3648 = 1,670,600 \text{ دينار}$$

رابعاً: صافي القيمة الحالية:

$$1,670,000 - 1,110,000 = 560,000 \text{ دينار}$$

إذن فإن إعادة تمويل إصدار السندات القديم بإصدار جديد تعتبر عملية رابحة لأن صافي القيمة الحالية موجبة.

الأسهم التفضيلية Preferred Stock

تعتبر الأسهم التفضيلية مزيجاً من الاقتراض وحقوق الملكية. فهي كالديون (أو السندات) لها معدل أرباح موزعة ثابت، ولها حق الأولوية قبل الأسهم العادية (ولكن بعد الديون) على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها التصفوية في حالة الإفلاس. من ناحية أخرى تشبه الأسهم التفضيلية الأسهم العادية من حيث أنها لا تستحق، وأن التخلف عن دفع الأرباح الموزعة المقررة لحاملها لا يؤدي بالشركة إلى الإفلاس. وليس لحملة الأسهم التفضيلية حق التصويت Voting Right وبالتالي ليس لهم تمثيل في مجلس إدارة الشركة.

والأسهم التفضيلية على أنواع. فهناك الأسهم التفضيلية ذات الأرباح الموزعة التراكمية Cumulative Preferred التي تحدد أنه إذا تخلفت الشركة عن دفع الأرباح الموزعة في سنة ما لعدم وجود أرباح كافية لدى الشركة، فإن الأرباح الموزعة لتلك السنة تنقل إلى السنة

القادمة. وفي السنة القادمة يتوجب على الشركة أن تسدد أرباح الأسهم التفضيلية المتأخرة والمستحقة قبل أن تستطيع القيام بأية توزيعات أرباح على الأسهم العادية. إن هذا يحفظ حق حملة الأسهم التفضيلية في الأرباح الموزعة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة. أما إذا كانت الأسهم التفضيلية غير تراكمية Noncumulative preferred ، فإن الأرباح الموزعة المقررة التي لا تدفع في سنة ما لا يمكن نقلها إلى سنوات لاحقة وبالتالي يسقط حق المساهم فيها ويخسرهما. وتوجد أيضاً أسهم تفضيلية مشاركة Participating Preferred تسمح لحملة الأسهم التفضيلية بمشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية Residual Earnings. فمثلاً قد يحق لحملة الأسهم التفضيلية مشاركة حملة الأسهم العادية بالتساوي في الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية عندما تتجاوز الأرباح الموزعة حداً معيناً. وتوجد أيضاً أسهم تفضيلية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

مثال: إذا تجاوزت الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية ١٠ دينار يحق لحملة الأسهم التفضيلية أن يشاركوا بالتساوي في أي زيادة في الأرباح الموزعة. بافتراض أن أرباح الأسهم العادية ازدادت إلى ١٢ ديناراً، فإن حامل الأسهم التفضيلية يستحق له ٢ دينار بالسهم إضافة إلى الأرباح الموزعة المقررة أصلاً للأسهم التفضيلية.

إن المشاركة في أرباح الشركة المتبقية تعطي حملة الأسهم التفضيلية ميزة إضافية على حق الأولوية على أرباح الشركة الدورية وقيمتها التصفوية.

إن تكلفة التمويل بالأسهم التفضيلية أعلى من تكلفة التمويل بالدين كما سيتبين عند بحث الفصل (١٨). وقد تصبح هذه التكلفة مرتفعة أكثر إذا كانت الأسهم التفضيلية من النوع التراكمي و/أو المشارك. وبما أن الأسهم التفضيلية لا تستحق، فإن الشركة تعطي لنفسها المرونة في التمويل بتضمين بند استدعاء في عقد إصدار الأسهم التفضيلية. لهذا السبب فإن معظم إصدارات الأسهم التفضيلية هي من النوع القابل للاستدعاء، وبسعر استدعاء أعلى من سعر الإصدار، وبشكل مشابه في التحليل لاستدعاء السندات المبحوث أعلاه.

هناك عدة مزايا لاستعمال الأسهم التفضيلية كمصدر للتمويل في الشركة. فهو يعتبر

مصدراً دائماً للتمويل لا يتوجب إعادة تسديده، كما أن التخلف عن دفع الأرباح الموزعة المقررة لا يسبب إفلاس الشركة. إضافة إلى ذلك فإن الأسهم التفضيلية تعتبر جزءاً من حقوق الملكية في الشركة، مما يدعم نسبة الملكية إلى الدين ويوسع المقدرة الافتراضية للشركة. ولكن يجب الانتباه إلى أن تكلفة التمويل بالأسهم التفضيلية قد تكون أعلى بكثير من تكلفة التمويل بالدين إذا أخذنا بعين الاعتبار أن الأرباح الموزعة على الأسهم التفضيلية لا يمكن طرحها كتكلفة كالفائدة على الدين لأغراض الضريبة. أي أن الأرباح الموزعة على الأسهم التفضيلية تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة، وبالتالي لا ينتج أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم التفضيلية. لذلك فإن استعمال الأسهم التفضيلية كمصدر للتمويل غير شائع كثيراً.

الأسهم العادية Common Stock

الأسهم العادية هي أوراق مالية لا تستحق (أبدية)، تحمل قيمة اسمية، ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة، تصدرها الشركة للحصول على أموال ملكية. وتمنح الأسهم العادية حاملها حقاً في الملكية النهائية للشركة وما يتبع ذلك من تحمل مخاطر أعمال الشركة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في الشركة. وفي حالة تصفية الشركة، لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في القيمة التصفوية للشركة إلا بعد تسوية مطالبات المقترضين وحملة الأسهم التفضيلية كافة.

لحملة الأسهم العادية كأفراد حقوق محددة نذكر منها حق التصويت، حق بيع الأسهم العادية التي يملكونها في سوق الأسهم، حق الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة، وحق المشاركة الأخير في قيمة موجودات الشركة عند حلها. ولحملة الأسهم العادية كمجموعة حق تعديل النظام الأساسي للشركة Charter، انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، التحويل بيع موجودات ثابتة، تغيير عدد الأسهم العادية المصرح بها، التحويل بإصدار سندات وأسهم تفضيلية، والدخول في مفاوضات دمج أو اقتناء.

ويحدد النظام الأساسي للشركة عادة عدد الأسهم العادية المصرح بها Authorized Shares of Common Stock، وهو الحد الأقصى الذي يمكن لإدارة الشركة إصداره من

دون تعديل هذا النظام. وعادة يكون عدد الأسهم المصرح بها والصادرة Authorized and Issued أقل من الأسهم المصرح بها. أي أنه يبقى عدد من الأسهم مصرحاً بها وغير صادر Authorized But Unissued Stock، تستعملها إدارة الشركة في منح خيارات الأسهم Stock Options وفي حالات الدمج.

وللسهم العادي أربع قيم على الأقل. القيمة الإسمية Par Value وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب الرأسمال المدفوع في القيود المحاسبية، وليس لها أي قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين، ولا يمكن للشركة أن تصدر أسهماً جديدة بقيمة أقل منها. القيمة الدفترية Book Value للسهم وتساوي إلى حقوق المساهمين مقسمة على عدد الأسهم العادية القائمة Outstanding، وتعكس قيمة ما قدمه المساهمون لتمويل استثمارات الشركة مقابل كل سهم من أسهم الشركة. القيمة السوقية Market Value للسهم وتمثل سعر تداول السهم في السوق. فإذا كانت الشركة تحقق أرباحاً ويتوقع أن تستمر كذلك في المستقبل، فإن سعر السوق يكون أعلى من القيمة الدفترية وأعلى من القيمة الإسمية للسهم. أما إذا كان أداء الشركة سيئاً فإن سعر السوق للسهم قد ينخفض حتى إلى أقل من القيمة الإسمية للسهم. ويجب الحذر هنا إلى أن سعر السهم في السوق قد لا يعكس القيمة الحقيقية (الاقتصادية) للسهم إذا كان سوق الأسهم ضيقاً وغير نشيط. وأخيراً هناك القيمة التصفوية Liquidation Value للسهم وهي نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة كافة.

حق التصويت Voting Right

لعلّ من أهم ميزات ملكية الأسهم العادية في الشركة هو حق التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي التأثير على قرارات الإدارة. ولكن بما أن المساهمين يكونون موزعين جغرافياً، غير منظمين، وغير مهتمين بحضور اجتماعات الجمعيات العمومية، فإن إدارة الشركة تستطيع عادة السيطرة على الشركة إذا تمكنت من الحصول على أصوات نسبة صغيرة من الأسهم القائمة. وبما أن معظم المساهمين لا يحضرون عادة الاجتماعات السنوية، فإنه يمكن لهم أي يصوتوا بتوكيل Vote by Proxy. والتوكيل هو

عبارة عن نموذج يوقعه المساهم ويخول به شخصاً آخر أن يصوت نيابة عنه . ويبين الايضاح (١٥ - ١) نموذجاً لتوكيل .

طرق التصويت

لكل سهم عادي صوت واحد في الاقتراع على المسائل المطروحة على الجمعية العمومية للمساهمين بما في ذلك انتخاب مجلس الإدارة . ويجري انتخاب مجلس الإدارة بحسب طريقة تصويت الأغلبية Majority Voting System أو بطريقة التصويت التراكمي Cummulative Voting System . بحسب الطريقة الأولى ، يملك المساهم صوتاً لكل سهم يملكه ويجب أن يستعمل الأصوات كافة التي يملكها للتصويت لكل مركز عضو مجلس إدارة مطروح . فإذا كان المساهم يملك مئة سهم ، فإنه يستطيع أن يقترح ١٠٠ صوت لكل مركز عضو مجلس إدارة شاغر . ويربح المرشح لعضوية مجلس الإدارة إذا فاز بأكثر من ٥٠ بالمئة من الأسهم المصوتة .

في طريقة التصويت التراكمي تحدد الأصوات التي يملكها كل مساهم بحاصل ضرب عدد الأسهم التي يملكها بعدد مراكز عضو مجلس الإدارة المطروحة على الاقتراع . فإذا كان هذا العدد ١٠ مراكز مثلاً وكان المساهم يملك ١٠٠ سهم ، فيحق للمساهم ١٠٠٠ صوت يستطيع أن يمنحها كلها لمركز عضو مجلس إدارة واحد أو أكثر من واحد بحسب رغبته . إن هذه الطريقة أكثر ديمقراطية من طريقة تصويت الأغلبية لأنها تمكن أصحاب مصالح الأقلية Minority Interest Groups من أن ينتخبوا في مجلس الإدارة . ويحدد عدد الأصوات المطلوب لانتخاب عضو إلى مجلس الإدارة حسب طريقة التصويت التراكمي بالمعادلة التالية :

اجمالي عدد الأسهم القائمة × عدد مراكز عضوية مجلس الإدارة المطلوب الحصول عليها

١ +

اجمالي عدد مراكز عضوية مجلس الإدارة المطروحة للانتخاب + ١

الايضاح (١٥ - ١) البنك العربي المحدود

ص. ب ٩٥٠٥٤٤ - عمان - الأردن

عمان في: ١٩٨٧/٢/٢٥ م

رقم المساهم:

عدد الأسهم:

السيد محمد أيمن بن عزت الميداني المحترم

تحية مباركة وبعد:

عملاً بأحكام المادتين ١٤٩ و ١٥٣ من قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ قرر مجلس الإدارة دعوتكم لحضور الاجتماع السنوي العادي للهيئة العامة للمساهمين في الساعة العاشرة من صباح يوم الجمعة الواقع في ٢٧ رجب ١٤٠٧ هـ الموافق ٢٧ آذار - مارس ١٩٨٧. وسيكون مكان الاجتماع في عمارة البنك العربي المحدود في الشميساني - عمان وذلك للنظر في الأمور التالية:

١ - قراءة وقائع الجلسة السابقة للهيئة العامة العادية السادسة والخمسين.

٢ - سماع تقرير مجلس الإدارة عن السنة المالية ١٩٨٦.

٣ - سماع تقرير مدققي حسابات البنك عن السنة المالية ١٩٨٦.

٤ - مناقشة حسابات وميزانية البنك للسنة المالية ١٩٨٦ والمصادقة عليها.

٥ - إبراء ذمة أعضاء مجلس الإدارة عن السنة المذكورة.

٦ - الموافقة على اقتراح مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح على المساهمين بمبلغ ثلاثة دنانير ونصف دينار للسهم الواحد أي بنسبة ٣٥٪ من القيمة الاسمية للسهم البالغة عشرة دنانير أردنية.

٧ - انتخاب مدققي حسابات البنك لسنة ١٩٨٧ وتحديد أتعابهم.

من الضروري حضوركم هذا الاجتماع شخصياً أو توكيل مساهم آخر عنكم بتعبئة القسيمة أدناه وتوقيعها منكم على أن يودع التوكيل في إدارة البنك العربي المحدود بعمان قبل الساعة العاشرة من يوم الخميس في ٢٦/٣/١٩٨٧ وذلك لتأمين النصاب القانوني.

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام

عبد المجيد شومان

رئيس مجلس الإدارة

توكيل Proxy

حضرة رئيس مجلس إدارة البنك العربي (المحدود) المحترم

ص. ب ٩٥٠٥٤٤

عمان - الأردن

رقم المساهم:

عدد الأسهم:

أنا محمد أيمن بن عزت الميداني

بصفتي مساهماً في البنك العربي المحدود قد عينت السيد/

من مدينة وكلياً عني وفوضته أن يصوت باسمي وبالنيابة عني في الاجتماع السنوي العادي للهيئة

العامة للمساهمين الذي سيعقد في عمان في ٢٧/٣/١٩٨٧ وفي أي اجتماع آخر قد يؤجل إليه.

التاريخ: الشاهد: التوقيع:

مثال: عدد الأسهم العادية ٢ مليون سهم، عدد مراكز أعضاء مجلس الإدارة المطروحة للانتخاب ٩، والمطلوب الحصول على مركز عضو واحد في مجلس الإدارة. إن عدد الأصوات الواجب الحصول عليه يساوي إلى ٢٠٠,٠٠١ صوت، وذلك حسب ما يلي:

$$\text{صوت } 200,001 = 1 + \frac{1 \times 2,000,000}{1 + 9}$$

من الممكن جعل الحصول على مركز عضو مجلس إدارة أكثر صعوبة لأصحاب مصالح الأقلية إذا تم تخفيض عدد مراكز أعضاء مجلس الإدارة المطروحة للانتخاب في دورة انتخابية واحدة. فمثلاً يمكن تحديد فترة ولاية مجلس الإدارة في مثالنا السابق بـ ٦ سنوات على أن يتم انتخاب ٣ من أعضاء مجلس الإدارة كل سنتين. في هذه الحالة يرتفع عدد الأصوات اللازم الحصول عليه لانتخاب عضو مجلس إدارة واحد إلى ٥٠٠,٠٠١ صوت، وذلك حسب ما يلي:

$$\text{صوت } 500,001 = 1 + \frac{1 \times 2,000,000}{1 + 3}$$

أي أكبر بـ ٢,٥ مرة من عدد الأصوات المطلوب عندما كان عدد مراكز أعضاء مجلس الإدارة المطروح للانتخاب ٩ مراكز.

حق أفضلية الاكتتاب Preemptive Right

يعطي حق أفضلية الاكتتاب مساهمي الشركة الحاليين الأولوية في شراء أية أسهم إضافية تنوي إدارة الشركة إصدارها. ويجب النص على هذا الحق صراحة في النظام الأساسي للشركة. ويهدف حق أفضلية الاكتتاب إلى تمكين المساهمين من المحافظة على ملكيتهم النسبية في أسهم الشركة، وحمايتهم من احتمال قيام إدارة الشركة ببيع إصدارات أسهم عادية جديدة بسعر أقل من سعر السهم في السوق ما يؤدي إلى تخفيض سعر السهم في السوق ويلحق بهم ضرراً كبيراً لمصلحة المساهمين الجدد.

مثال: إذا كان سعر السهم في السوق ٨٥ ديناراً لـ ٢٠٠,٠٠٠ سهم قائمة، وقامت الإدارة ببيع ١٠٠,٠٠٠ سهم جديدة بسعر ٦٥ ديناراً للسهم، فإن سعر السهم في السوق ينخفض إلى ٧٨,٣٣ ديناراً، وذلك كما يلي:

قيمة الأسهم القديمة	٢٠٠,٠٠٠ سهم × ٨٥ دينار = ١٧ مليون دينار
قيمة الأسهم الجديدة	١٠٠,٠٠٠ سهم × ٦٥ دينار = ٦,٥ مليون دينار
قيمة أسهم الشركة	١٧ مليون دينار + ٦,٥ مليون دينار = ٢٣,٥ مليون دينار
سعر السهم في السوق	٢٣,٥ مليون دينار ÷ ٣٠٠,٠٠٠ سهم = ٧٨,٣٣ ديناراً.

إن هذا الانخفاض في سعر السهم في السوق يسبب خسارة للمساهمين القدامى تبلغ ٦,٦٧ دينار بالسهم، بينما يستفيد المساهمون الجدد الذين اشتروا السهم بـ ٦٥ ديناراً من ربح رأسمالي يبلغ ١٣,٣٣ دينار للسهم الواحد.

ملخص

بحث هذا الفصل أسواق الرأسمال وأدوات التمويل الطويل الأجل. وتبين أن أسواق الرأسمال تنقسم إلى أسواق أولية تذهب إليها الشركات للحصول على أموال مقابل إصدار أوراقها المالية من أسهم وسندات، وأسواق ثانوية يجري فيها تداول الأوراق المالية القائمة وتوفر السيولة للمستثمرين. وقد تم بحث دور ووظائف كل من بنوك الاستثمار وبورصات الأوراق المالية في سوق الرأسمال.

ومن أدوات التمويل الطويل الأجل تم بحث سندات الدين والأسهم التفضيلية والأسهم العادية. وقد بحث من أنواع السندات تلك التي تحمل معدل فائدة اسمي ثابت، وذات معدل الفائدة الاسمي صفر، وذات معدل الفائدة العائم، وأجل بحث السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إلى الفصل القادم. كذلك تم بحث السندات المضمونة وغير المضمونة، صندوق تسديد السندات، وحق استدعاء السندات وتحديد جدوى استدعاء إصدار سندات وإعادة تمويله.

بالنسبة للأسهم التفضيلية تم بحث أنواعها من تراكمية، وغير تراكمية، ومشاركة في أرباح الشركة. كذلك بحثت مزايا التمويل بالأسهم التفضيلية وتكلفتها العالية نسبياً مقارنة مع الدين. وأخيراً تم بحث خصائص الأسهم العادية وحقوق حاملها في التصويت وفي أفضلية الاكتتاب في إصدارات جديدة للأسهم.

مسائل تطبيقية على (الفصل ١٥) : التمويل الطويل الأجل

سندات دين، أسهم تفضيلية ، أسهم عادية

١٥ - ١ - قدرت تكاليف برنامج التوسع لشركة حديد بـ ٢٠٠ مليون دينار . وتبحث إدارة الشركة مع بنك الاستثمار الذي تتعامل معه عادة عما إذا كان من الأجدي الحصول على هذا المبلغ بإصدار سندات دين أو بإصدار أسهم عادية جديدة . إن تكاليف التمويل للشركة حالياً هي ١٠ بالمئة للتمويل بالدين و ١٤ بالمئة للتمويل بالملكية . ولكن إذا قامت الشركة بالحصول على تمويل جديد عن طريق الدين ، فإن تكلفة الدين ترتفع إلى ١٢ بالمئة وتكلفة الملكية ترتفع إلى ١٦ بالمئة . إذا تم الحصول على التمويل الجديد عن طريق الملكية ، فإن تكلفة التمويل بالدين تبقى ١٠ بالمئة ، وتنخفض تكلفة التمويل بالملكية إلى ١٢ بالمئة ، حيث تباع الأسهم العادية بـ ٩ دينار للسهم الواحد . تتبع الشركة سياسة توزيع ٥٠ بالمئة من الأرباح على المساهمين . فيما يلي آخر ميزانية وحساب أرباح وخسائر لشركة حديد بالإضافة إلى بعض المعايير لصناعة الحديد والصلب . وضريبة الدخل للشركة ٢٥ بالمئة .

ميزانية عمومية لشركة حديد

٣١ كانون أول ١٩٩٦ (مليون دينار)

١٠٠	أوراق دفع (قروض مصرفية بـ ١٠٪)	٦٠٠	موجودات متداولة
١٠٠	مطلوبات متداولة أخرى	١,٢٠٠	صافي موجودات ثابتة
<u>٢٠٠</u>	اجمالي مطلوبات متداولة		
٥٠٠	ديون طويلة الأجل (بـ ١٠٪)		
٣٠٠	مطلوبات أخرى		
<u>١,٠٠٠</u>	اجمالي الديون		
١٠٠	أسهم عادية (قيمة إسمية ١ دينار)		
٣٠٠	علاوة إصدار		
٤٠٠	أرباح محتجزة		
<u><u>١,٨٠٠</u></u>	اجمالي المطلوبات والحقوق	<u><u>١,٨٠٠</u></u>	اجمالي الموجودات

حساب الأرباح والخسائر لشركة حديد
للسنة المنتهية في ٣١ كانون أول ١٩٩٦ (مليون دينار)

للعام الحالي	المتوقع للعام ١٩٩٧ إذا تم برنامج التوسع
٢,٠٠٠	٢,٤٠٠
٢٣١	٢٦٠
٦٠	
١٧١	
٤٣	
١٢٨	

بعض معايير صناعة الحديد والصلب

نسبة الديون الطويلة الأجل إلى حقوق المساهمين	٣٠ بالمئة
نسبة حقوق المساهمين إلى إجمالي الموجودات	٥٥ بالمئة
نسبة تغطية الأرباح للفائدة على الديون	٧ مرات
نسبة السيولة	٢ إلى ١ مرة
العائد على حقوق المساهمين (الملكية)	١١ بالمئة

المطلوب

أ - إعداد وتحليل هيكل التمويل الحالي والمرتبب عندما يكون التمويل الجديد من طريق السندات وعندما يكون من طريق الأسهم العادية وعمل المقارنات اللازمة مع معايير الصناعة.

ب - إتمام حساب الأرباح والخسائر التقديري للعام ١٩٩٧ لكل من طريقتي التمويل بالسندات والأسهم العادية وعمل المقارنات اللازمة مع وسطي الصناعة لنسبة تغطية الأرباح للفائدة.

ج - حساب القيمة السوقية الاجمالية للملكية (حقوق المساهمين)، وسعر السهم في السوق للعام الحالي للعام القادم لكل من طريقتي التمويل بالسندات والأسهم

العادية. (للمساعدة: احسب قيمة الملكية برسمة الربح الصافي للشركة بتكلفة التمويل بالملكية، ثم قسم بعدد الأسهم للوصول إلى سعر السهم).

د - احسب قيمة الشركة ونسب الدين إلى الملكية، الدين إلى قيمة الشركة، والملكية إلى قيمة الشركة للعام الحالي للعام القادم لكل من طريقتي التمويل بالسندات والأسهم العادية (للمساعدة: قيمة الشركة تساوي إلى قيمة الملكية زائد قيمة الدين).

هـ - احسب وسطي تكلفة الرأسمال المثقل للشركة للعام الحالي للعام القادم لكل من طريقتي التمويل بالدين والملكية.

و - على ضوء الحسابات والتحليلات السابقة، ما هي طريقة التمويل التي توصي الشركة باتباعها للحصول على الـ ٢٠٠ مليون دينار المطلوبة لبرنامج التوسع؟

١٥ - ٢ - تعزم الشركة العربية للصناعات الألكترونية تنفيذ برنامج توسع بتكلفة تقديرية ١٠٠ مليون دينار، ويدرس المدير التمويلي في الشركة طريقة التمويل المناسبة: بالدين أو بإصدار أسهم عادية. إن تكلفة التمويل بالدين الحالية ١٤ بالمئة على السندات، كما أنه من الممكن بيع إصدار أسهم عادية جديد بسعر ١٠ دينار للسهم. تدفع الشركة نسبة ٤٠ بالمئة ضريبة دخل. فيما يلي أحدث التقارير المالية للشركة وبعض المعايير لصناعة الألكترونيات.

ميزانية عمومية

للشركة العربية للصناعات الألكترونية

كما في ٣١ كانون أول ١٩٩٦ (مليون دينار)

٢٠٠	مطلوبات متداولة	٦٠٠	موجودات متداولة
١٠٠	ديون طويلة الأجل (١٢٪)	٤٠٠	صافي موجودات ثابتة
٣٠٠	اجمالي الديون		
١٠٠	أسهم عادية (١ دينار قيمة إسمية)		
٢٠٠	علاوة إصدار		
٤٠٠	أرباح محتجزة		
<u>١,٠٠٠</u>	اجمالي المطلوبات والحقوق	<u>١,٠٠٠</u>	اجمالي الموجودات

حساب الأرباح والخسائر
للشركة العربية للصناعات الإلكترونية
للسنة المنتهية في ٣١ كانون أول ١٩٩٦ (مليون دينار)

٢,٠٠٠	اجمالي الإيرادات
٣١٢	الأرباح قبل الفائدة والضريبة
١٢	الفائدة على الديون
٣٠٠	الأرباح قبل الضريبة
١٢٠	ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة)
١٨٠	الأرباح بعد الضريبة

بعض المعايير المالية لصناعة الالكترونيات

٢ إلى ١ مرة	نسبة السيولة
١,٨ مرة	المبيعات إلى اجمالي الموجودات
٣٠ بالمئة	المطلوبات المتداولة إلى اجمالي الموجودات
٤٠ بالمئة	الديون طويلة الأجل إلى حقوق المساهمين
٥٠ بالمئة	اجمالي الديون إلى اجمالي الموجودات
٧ مرات	تغطية الأرباح للفائدة على الديون
٥ بالمئة	هامش الربح
٩ بالمئة	العائد على الموجودات (الاستثمار)
١٢ بالمئة	العائد على حقوق المساهمين

المطلوب :

أ - تقدير تكلفة التمويل بالملكية للشركة باستعمال، خط الأوراق المالية في السوق وبافتراض أن معدل الفائدة العديم الخطر ١٠ بالمئة، العائد المتوقع على حقبة استثمارات السوق ١٥ بالمئة، ومعامل بيتا للشركة على ضوء هيكل تمويلها الحالي ١,٦.

ب - ما هي القيمة الاجمالية للملكية في الشركة؟ ما هو سعر السهم العادي الواحد في السوق؟ وما هي قيمة الشركة؟

ج - باستعمال تكلفة التمويل بالملكية ١٤ بالمئة المحسوبة في (أ) أعلاه، ما هو وسطي تكلفة الرأسمال المثقل للشركة؟ (للمساعدة: لا توجد قروض قصيرة الأجل، استعمل قيمة الديون الطويلة الأجل إلى قيمة الشركة المحسوبة في (ب) أعلاه، وقيمة الملكية المحسوبة أعلاه إلى قيمة الشركة).

د - احسب هيكل التمويل الحالي للشركة والمرتبب لكل من التمويل بالسندات والأسهم العادية؟ قدر حساب أرباح وخسائر متوقع بعد التوسع لكل من التمويل بالسندات والأسهم العادية بافتراض أن الشركة تستمر بعد التوسع في تحقيق ذات نسبة الأرباح قبل الفائدة والضريبة إلى اجمالي الموجودات التي كانت تحقها قبل التوسع. احسب نسبة تغطية الأرباح للفائدة للوضع الحالي ولكل طريقة تمويل وحلل النتائج بعمل المقارنات المناسبة.

هـ - إذا مولت الشركة بالدين فإن تكلفة الدين تكون ١٤ بالمئة، لكن تكلفة التمويل بالملكية تزداد حيث يرتفع معامل بيتا إلى ١,٦٥. أما إذا مولت الشركة بالملكية، فإن تكلفة الدين تبقى ١٤ بالمئة، لكن تكلفة الملكية تنخفض حيث تتدنى بيتا إلى ١,٥٨. حلل تكلفة التمويل بالملكية لكل من طريقتي التمويل بالسندات والأسهم العادية.

و - كيف تتغير قيمة الملكية الاجمالية، قيمة السهم العادي الواحد، وقيمة الشركة بتغير تكلفة التمويل بالملكية في (هـ) أعلاه حسب كل من طريقتي التمويل؟

ز - كيف يتغير وسطي تكلفة الرأسمال للشركة لكل من طريقتي التمويل؟

ح - على ضوء الحسابات والتحليلات السابقة، ما هي طريقة التمويل التي توصي بها للحصول على ١٠٠ مليون دينار المطلوبة لتمويل برنامج التوسع؟

١٥ - ٣ - تحتاج المؤسسة العامة للكهرباء العربية إلى ٦ مليون دينار لتمويل استثمارات رأسمالية في عام ١٩٩٧. تستطيع الشركة أن تبيع اصدارات سندات بـ ١٥ بالمئة، وأسهم تفضيلية بـ ١٥ بالمئة، وأسهم عادية بسعر ٣٥ ديناراً للسهم الواحد، علماً أنه من المتوقع أن تنمو أرباح الشركة والأرباح الموزعة على المساهمين بمعدل ٨ بالمئة سنوياً. مقدم فيما يلي التقارير المالية للشركة وبعض المعايير المالية لصناعة مرفق الكهرباء.

ميزانية المؤسسة العامة للكهرباء العربية
كما في ٣١ كانون أول ١٩٩٦ (مليون دينار)

٣,٠٠٠	مطلوبات متداولة	٧٥٠	نقد
٣٥,٠٠٠	ديون طويلة الأجل (٨٪)	١,٥٠٠	حسابات مدينة
٦,٠٠٠	أسهم تفضيلية (١٠٪)	١,٢٠٠	مواد وقطع
١٠,٠٠٠	أسهم عادية (٢٥ دينار قيمة إسمية)		
٤,٠٠٠	علاوة إصدار	٣,٤٥٠	اجمالي موجودات متداولة
٢,٠٠٠	أرباح محتجزة	٥٦,٥٥٠	صافي موجودات ثابتة
٦٠,٠٠٠	اجمالي المطلوبات والحقوق	٦٠,٠٠٠	اجمالي الموجودات

حساب أرباح وخسائر المؤسسة العامة للكهرباء العربية
للسنة المنتهية في ٣١ كانون أول ١٩٩٦ (مليون دينار)

تقديري لعام ١٩٩٧م	فعلي لعام ١٩٩٦م	
٢١,٠٠٠	١٨,٩٠٠	إيرادات التشغيل
١٣,٤٠٠	١٢,٠٠٠	تكاليف التشغيل
٧,٦٠٠	٦,٩٠٠	الأرباح قبل الفائدة والضريبة
	٢,٨٠٠	الفائدة على الديون
	٤,١٠٠	الأرباح قبل الضريبة
	١,٦٤٠	ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة)
	٢,٤٦٠	الأرباح بعد الضريبة
	٦٠٠	أرباح الأسهم التفضيلية
	١,٨٦٠	الأرباح الصافية المتاحة للمساهمين
	٤,٦٥ دينار	الأرباح بالسهم
	٣,٥٠ دينار	الأرباح الموزعة المتوقعة بالسهم

بعض المعايير المالية لصناعة مرفق الكهرباء

نسبة السيولة	١	مرة
تغطية الأرباح قبل الضريبة للفائدة على الديون	٤	مرات
المبيعات إلى إجمالي الموجودات	٠,٣	مرة
وسطي فترة التحصيل	٢٨	يوماً
مطلوبات استداولة إلى إجمالي الموجودات	١٠-٥	بالمئة
ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات	٥٠-٤٥	بالمئة
أسهم تفضيلية إلى إجمالي الموجودات	١٥-١٠	بالمئة
أسهم عادية إلى إجمالي الموجودات	٣٥-٣٠	بالمئة
الأرباح قبل الفائدة والضريبة إلى إجمالي الموجودات	٨,٩	بالمئة
العائد على حقوق المساهمين (الملكية)	١٢,١	بالمئة

المطلوب

أ - احسب النسب والمؤشرات المالية الآتية للمؤسسة العامة للكهرباء العربية:

١ - الأرباح قبل الفائدة والضريبة إلى الموجودات .

٢ - العائد على حقوق المساهمين (الملكية).

٣ - نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم . PE

٤ - نسبة الأرباح بالسهم إلى سعر السهم . EP

٥ - تكلفة الأسهم التفضيلية الجديدة الفعلية .

٦ - تكلفة الدين الجديد الفعلية .

٧ - تكلفة الملكية الجديدة .

ب - حلل الخطر التمويلي للشركة للوضع الراهن وبعد التوسع لكل من بدائل التمويل

بالسندات والأسهم العادية . لمساعدتك على التحليل : احسب نسبة كل من عناصر

الرأسمال (التمويل الطويل الأجل) إلى إجمالي الموجودات، نسبة السيولة، ونسبة

تغطية الأرباح قبل الفائدة والضريبة للفائدة على الديون لكل من بدائل التمويل الثلاثة .

ج - أي من بدائل التمويل الثلاثة توصي الشركة بأن تعتمد؟