

حقوق وخيارات  
شراء الأسهم،  
والأوراق المالية  
القابلة للتحويل

**RIGHTS, WARRANTS,  
AND CONVERTIBLE  
SECURITIES**

obbeikandi.com

**حقوق وخيارات شراء الأسهم والأوراق  
المالية القابلة للتحويل**

**RIGHTS, WARRANTS, AND  
CONVERTIBLE SECURITIES**

مقدمة

يبحث هذا الفصل ثلاثة أنواع من الأدوات المالية التي يمكن أن تصدرها الشركة للتمويل هي حقوق الاكتتاب بأسهم Rights . خيارات شراء الأسهم Warrants ، والأوراق المالية القابلة للتحويل Convertible Securities . تتميز هذه الأدوات المالية بخاصتين مشتركتين : الخاصة الأولى هي أنها في النهاية وسائل تمويل بالملكية بإصدار أسهم عادية جديدة للشركة . والخاصة الثانية هي أن هذه الأدوات المالية تمثل خيارات Options يعود أمر ممارستها إلى المستثمرين ، وللشركة درجات متفاوتة من المقدرة على فرض ممارسة هذه الخيارات على المستثمرين . وسيتم بحث طريقة استخدام كل من هذه الأدوات المالية ومزايا ومساوىء استعمالها بالتفصيل فيما يلي .

### التمويل بمنح حقوق اكتتاب Rights Financing

عندما تقرر الشركة التمويل بعرض إصدار أسهم جديد على المساهمين الحاليين للاكتتاب، به حسب حق أفضلية الاكتتاب، تقوم بمنح كل مساهم حق اكتتاب Right واحد لكل سهم يملكه، وترسل هذه الحقوق إلى المساهمين. وحق الاكتتاب هو عبارة عن خيار Option يعطي حامله حق شراء أسهم إضافية جديدة في الشركة بشروط محددة. تتضمن هذه الشروط عدد الحقوق المطلوبة للاكتتاب في سهم واحد جديد، سعر الاكتتاب بالسهم Subscription Price، ومهلة صلاحية حق الاكتتاب Expiration Date. وللمساهم أن يختار طريقة التصرف بهذه الحقوق. فإما أن يمارس حقوقه Exercise his Rights ويكتتب في أسهم إضافية جديدة، وإما أن يبيع هذه الحقوق إلى مساهم آخر لأنها قابلة للتداول، وإما أن يدع هذه الحقوق تنتهي صلاحيتها دون التصرف بها. إن الخيار الأخير يعني خسارة مادية للمساهم، لذلك لا يحدث إلا سهواً. وللمساهم الذي ليس لديه عدد كافٍ من الحقوق للاكتتاب في سهم جديد أن يشتري ما يلزمه من حقوق من مساهمين آخرين. وبيّن إعلان الشركة العربية للمنشآت السياحية المقدم في الايضاح (١٦ - ١) أسلوب وإجراءات التمويل بأسهم عادية بطريقة منح حقوق اكتتاب للمساهمين.

ويحدد مجلس إدارة الشركة في عملية التمويل بمنح حقوق اكتتاب موعد القيد في سجلات المساهمين Date of Record. فإذا اشترى مستثمر سهم الشركة المتداول في السوق قبل هذا التاريخ، فإنه يحصل على السهم وحق الاكتتاب مرتبط به Rights-On. أما إذا تم شراء السهم من السوق بعد موعد القيد في سجلات المساهمين، فإن السهم يباع حينئذ منزوعاً منه حق الاكتتاب Ex-Rights، أي بسعر أقل ومن دون حق الاكتتاب في أسهم جديدة. وتتراوح مهلة صلاحية حق الاكتتاب عادة ما بين أسبوعين وشهر.

### قيمة حق الاكتتاب

لحق الاكتتاب قيمة إذا كان سعر الاكتتاب في سهم جديد أقل من سعر سهم الشركة الحالي في السوق. بالتحديد إن القيمة السوقية النظرية لحق اكتتاب ساري الصلاحية يباع مرتبطاً بالسهم Rights-On يمكن تقديرها باستعمال العلاقة التالية:

$$R_m = \frac{P_m - P_s}{N + 1} \quad (١٦ - ١)$$

إيضاح (١٦ - ١): الإعلان عن توزيع الأرباح للمساهمين في الشركة العربية للمنشآت السياحية إلى السادة مساهمي الشركة العربية للمنشآت السياحية

تنفيذاً لقرارات الهيئة العامة لمساهمي الشركة المنعقدة بتاريخ ١٧/٤/١٩٩٧، يدعو مجلس الإدارة السادة المساهمين من حاملي أسهم الشركة مراجعة دائرة الأسهم لدى الشركة من أجل قبض الأرباح والاكتمال بأسهم الإصدار السابع الخاص بالمساهمين، وذلك كما يلي:

أولاً: الأرباح النقدية لدورة عام ١٩٩٦. على كافة المساهمين في الشركة العربية للمنشآت السياحية من حاملي أسهم الإصدارات الأول والثاني والثالث والرابع مراجعة دائرة الأسهم في الشركة وكافة المحافظات والمناطق لقبض أرباحهم عن الدورة المالية لعام ١٩٩٦ بواقع ٢٥ دينار عن السهم الواحد مقابل تقديم القسيمة رقم (٧) وذلك اعتباراً من يوم السبت الواقع في ٢٣/٥/١٩٩٧.

ثانياً: الاكتمال بأسهم الإصدار الخامس الخاص بحاملي القسيمة رقم (٦) من كافة إصدارات الشركة الأربعة. لكل مساهم الحق بالاكتمال بأسهم الإصدار الخامس البالغ (١٦٠,٠٠٠) سهم وتسديد الثمن بقيمته الإسمية وقدرها (٢٥٠) دينار لقاء تقديم قسيميّتين من قسائم الأسهم التي تحمل الرقم (٦) وذلك للحصول على سهم واحد. إن تقديم القسيميّتين تعفي المساهم من دفع علاوة الإصدار التي كانت (٢٥٠) للإصدار الرابع والمقدرة حالياً بأكثر من ٧٥٠ دينار. أما المساهم الذي يمتلك عدداً فردياً من الأسهم فيمكنه شراء أو بيع قسيمة واحدة من القسائم رقم (٦) للحصول على حق الاكتمال بعدد صحيح من الأسهم.

ثالثاً: الاكتمال بأسهم الإصدار السابع الخاص بحاملي القسيمة رقم (٨) من كافة إصدارات الشركة الخمس. لكل مساهم من مساهمي إصدارات الشركة الخمس الحق بالاكتمال بأسهم الإصدار السابع البالغ (٨٠٠٠) سهم وتسديد الثمن بقيمته الإسمية وقدرها (٢٥٠) دينار لقاء تقديم ست قسائم من قسائم الأسهم التي تحمل الرقم (٨) وذلك للحصول على سهم واحد.

إن تقديم هذه القسائم الست تعفي المساهم من دفع علاوة الإصدار التي كانت (٢٥٠) دينار للإصدار الرابع والمقدرة حالياً بألف وخمسمائة دينار.

أما المساهم الذي يمتلك عدداً أقل من الأسهم فيمكنه شراء أو بيع عدد من القسائم رقم (٨) للحصول على حق الاكتمال بعدد صحيح من الأسهم العائدة للإصدار السابع.

فعلى كافة المساهمين مراجعة دائرة الأسهم في الشركة اعتباراً من يوم السبت الواقع في ٢٣/٥/١٩٩٧ للاكتمال بالأسهم الجديدة.

كما ترحو الشركة العربية للمنشآت السياحية من مساهمها الذين لم يسجلوا عناوينهم بصورة واضحة حين اكتتابهم بأسهم الشركة ولم يستلموا الأسهم التي اكتتبوا بها وبالتالي لم يقبضوا أرباحهم عن الأسهم المبادرة فوراً للاتصال بالشركة العربية للمنشآت السياحية أو بأي فرع من فروع مصرف التسليف الشعبي بالمحافظات لإعطاء عناوينهم الواضحة وتفويضه باستلام أسهمهم إذا لم يرغبوا بالحضور لاستلامها من مركز الشركة الرئيسي في مبنى مجمع وفندق الشام بدمشق.

بحيث أن :

$$\begin{aligned} R_m &= \text{القيمة السوقية لحق الاكتتاب عندما يباع مرتباً بالسهم} \\ P_m &= \text{سعر السهم في السوق عندما يباع مرتباً بحق الاكتتاب} \\ P_s &= \text{سعر الاكتتاب بالسهم} \\ N &= \text{عدد حقوق الاكتتاب المطلوبة لشراء سهم واحد جديد} \end{aligned}$$

فمثلاً: إذا كان سعر السهم في السوق ١٠٠ دينار وحق الاكتتاب مرتبط به، وكان سعر الاكتتاب في سهم جديد ٩٤ دينار، ويطلب تقديم حقين (عدد ٢) اكتتاب لشراء سهم واحد جديد، فإن القيمة النظرية لحق الاكتتاب المرتبط بالسهم يجب أن تكون مساوية إلى ٢ دينار، وذلك كما يلي:

$$٢ \text{ دينار} = \frac{٦}{٣} = \frac{٩٤ - ١٠٠}{١ + ٢}$$

ويجب أن ينخفض سعر السهم في السوق بمقدار قيمة حق الاكتتاب إذا كان السهم يباع منزوعاً منه حق الاكتتاب. وتحدد القيمة النظرية  $P_x$  للسهم منزوعاً منه حق الاكتتاب بالمعادلة التالية:

$$P_x = \frac{(P_m \times N) + P_s}{N + 1} \quad (١٦ - ٢)$$

وبتطبيق أرقام المثال أعلاه، يتبين أن قيمة السهم منزوعاً منه حق الاكتتاب تساوي إلى ٩٨ ديناراً، وذلك كما يلي:

$$98 \text{ ديناراً} = \frac{294}{3} = \frac{94 + (2 \times 100)}{1 + 2}$$

يوضح المثال المقدم أعلاه نتيجة هامة جداً هي أن حق الاكتتاب لا يضيف إلى ثروة المساهم أية قيمة فعلية، على الأقل من الناحية النظرية. فإذا كان السهم يباع في السوق بـ 100 دينار قبل ممارسة الحق وقبل انقضاء موعد القيد في سجلات المساهمين، فإن سعر السهم سينخفض إلى 98 ديناراً بعد ممارسة حق الاكتتاب أو بعد انقضاء موعد القيد في سجلات المساهمين، أي بخسارة 2 دينار هي قيمة حق الاكتتاب. ذلك لأن التمويل بمنح حقوق اكتتاب يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق طالما أن سعر الاكتتاب في السهم الجديد أقل من سعر السهم الحالي في السوق. أي أن التمويل بمنح حقوق اكتتاب له نفس تأثير عملية تجزئة السهم على سعر السهم في السوق. وبالتالي فإن المساهم لا يستفيد نظرياً من حقوق الاكتتاب. ومن الممكن حساب قيمة حق الاكتتاب  $R_x$  عندما يباع السهم منزوعاً منه حق الاكتتاب باستعمال المعادلة الآتية:

$$R_x = \frac{P_x - P_s}{N} \quad (3-16)$$

وبتطبيق أرقام المثال أعلاه، تكون قيمة حق الاكتتاب 2 دينار كما في السابق، وذلك

كما يلي:

$$2 \text{ دينار} = \frac{4}{2} = \frac{94 - 98}{2}$$

من الناحية العملية، إن القيمة الفعلية لحق الاكتتاب في السوق قد تختلف عن القيمة النظرية بسبب المضاربة أو التلاعب في بيع الحقوق خلال فترة الاكتتاب. لكن عمليات البيع والشراء Arbitrage في السوق الحرة تضع حداً لمدى الفرق بين القيمتين النظرية والفعلية لحق الاكتتاب. فإذا كان سعر حق الاكتتاب مرتفعاً جداً في السوق بالمقارنة مع قيمته النظرية، فإن المساهمين سيبيعون الحقوق التي بحوزتهم ويشترون أسهم الشركة في

السوق. ويؤدي ذلك إلى انخفاض سعر حق الاكتتاب وارتفاع سعر السهم في السوق، وبالتالي ارتفاع القيمة النظرية لحق الاكتتاب. أما إذا كان سعر حق الاكتتاب في السوق متدنياً جداً قياساً على قيمته النظرية، فإن المتاجرين في السوق Arbitragers سيشترون الحقوق من السوق، يمارسون خيار شراء الأسهم، ويبيعونها في السوق. وسيكون لهذه العمليات تأثير رفع أسعار حقوق الاكتتاب وتخفيض سعر السهم في السوق.

### مثال تطبيقي

يتألف الرأسمال المدفوع لشركة المحركات الكهربائية العصرية من ١ مليون سهم عادي بقيمة إسمية ١٠ دينار للسهم، أي ما يساوي ١٠ مليون دينار. حققت الشركة في السنة الأخيرة ٥ دينار أرباح بالسهم EPS، وبيع السهم في السوق بـ ٢٠ ضعف الأرباح بالسهم أي بسعر ١٠٠ دينار. ترغب الشركة بالحصول على ١٠ مليون دينار تمويل بالملكية بمنح حقوق اكتتاب للمساهمين لبيع أسهم جديدة بسعر اكتتاب ٨٠ دينار بالسهم. تود الإدارة أن تعرف ما يلي:

أولاً: عدد حقوق الاكتتاب المطلوبة لشراء سهم واحد جديد.

ثانياً: القيمة النظرية لحق الاكتتاب.

ثالثاً: تأثير التمويل بمنح حقوق الاكتتاب على ثروة المساهمين.

أولاً: يحدد عدد حقوق الاكتتاب المطلوبة لشراء سهم واحد جديد بحساب عدد الأسهم الواجب إصدارها، ثم تقسيم حقوق الاكتتاب المتاحة بحسب عدد الأسهم الحالي على عدد الأسهم الواجب إصدارها، وذلك كما يلي:

$$\text{عدد الأسهم الواجب إصدارها} = \frac{10,000,000 \text{ دينار}}{80 \text{ دينار}} = 125,000 \text{ سهم}$$

$$\text{عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم واحد جديد} = \frac{1,000,000 \text{ سهم قديم}}{125,000 \text{ سهم جديد}} = 8 \text{ حق}$$

أي أنه على كل مساهم أن يقدم ٨ حقوق اكتتاب لشراء سهم واحد جديد .

ثانياً: من الممكن حساب قيمة حق الاكتتاب من دون استعمال المعادلة كالفرق بين سعر السهم في السوق المتوقع بعد طرح الأسهم الجديدة وسعر الاكتتاب مقسماً على عدد حقوق الاكتتاب المطلوبة لشراء سهم جديد، وذلك كما يلي:

قيمة الأسهم القديمة	١,٠٠٠,٠٠٠	سهم	×	١٠٠	دينار	=	١٠٠	مليون دينار
قيمة الأسهم الجديدة	١٢٥,٠٠٠	سهم	×	٨٠	دينار	=	١٠	مليون دينار
قيمة أسهم الشركة	١٠٠		+	١٠		=	١١٠	مليون دينار

سعر السهم المتوقع في السوق ١١٠ مليون دينار ÷ ١,١٢٥ الف سهم = ٩٧,٧٨ دينار بالسهم .

أي أن المساهم يوفر ١٧,٧٨ دينار (٩٧,٧٨ - ٨٠) في كل سهم جديد يشتره بحقوق الاكتتاب، وبالتالي تكون قيمة حق الاكتتاب الواحد مساوية إلى ٢,٢٢ دينار كالتالي:

قيمة الاكتتاب الواحد ١٧,٧٨ دينار ÷ ٨ حقوق اكتتاب مطلوبة لشراء سهم واحد جديد = ٢,٢٢ دينار .

ثالثاً: يحدد تأثير التمويل بمنح حقوق اكتتاب على ثروة المساهمين في كل من حالتي ممارسة هذه الحقوق أو بيعها في السوق. ويتبين أنه في كلتا الحالتين لا توجد هناك أي منفعة أو خسارة للمساهم من طريقة التمويل بحقوق الاكتتاب .

لنفترض أن مساهماً يملك ٨ أسهم في الشركة وأنه مارس حقوقه في الاكتتاب في سهم جديد من أسهم الشركة، مما يجعل إجمالي استثماره يساوي إلى ٨٨٠ ديناراً، وذلك كما يلي:

قيمة الأسهم القديمة	٨	أسهم	×	١٠٠	دينار للسهم	=	٨٠٠	دينار
قيمة اكتتاب في سهم جديد	١	سهم	×	٨٠	دينار للسهم	=	٨٠	ديناراً
إجمالي الاستثمار في أسهم الشركة			+	٨٠		=	٨٨٠	ديناراً

إن قيمة هذا الاستثمار تساوي إلى قيمة الأسهم في السوق والبالغة ٨٨٠ ديناراً، أي (٩ أسهم × ٩٧,٧٨ دينار بالسهم).

وإذا باع المساهم حقوق الاكتتاب في السوق فإنه سيعوض بقيمتها الانخفاض في

سعر السهم في السوق ليحافظ بذلك على قيمة استثماره الأصلي في أسهم الشركة، أي ٨٠٠ دينار، وذلك كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{القيمة السوقية للأسهم} &= ٨ \text{ أسهم} \times ٩٧,٧٨ \text{ دينار} = ٧٨٢,٢٤ \text{ ديناراً} \\ \text{قيمة حقوق الاكتتاب المباعة} &= ٨ \text{ حقوق} \times ٢,٢٢ \text{ دينار} = ١٧,٧٦ \text{ ديناراً} \\ \text{المجموع} &= ٧٨٢,٢٤ + ١٧,٧٦ = ٨٠٠ \text{ دينار} \end{aligned}$$

وهو ما استثمره المساهم أصلاً (٨ أسهم  $\times$  ١٠٠ دينار) في أسهم الشركة.

يستنتج مما تقدم أن التمويل من طريق حقوق الاكتتاب يخفض سعر السهم في السوق (من ١٠٠ إلى ٩٧,٧٨ دينار في المثال أعلاه) عادة. ولكن في الواقع قد لا ينخفض سعر السهم ويبقى مستقراً على حاله، أو أنه قد يرتفع. إن أداء سعر السهم الفعلي في السوق يعتمد على توقعات المستثمرين في السوق حول مدى ربحية الاستثمارات التي ستمولها الشركة بطريقة حقوق الاكتتاب. فإذا كانت التوقعات أن هذه الاستثمارات أكثر ربحية من الاستثمارات السابقة، فإن هناك احتمالاً بأن يرتفع سعر السهم في السوق.

### منافع التمويل بحقوق الاكتتاب

هناك عدة منافع قد تكسبها الشركة من التمويل بمنح حقوق اكتتاب عوضاً من إصدار أسهم في اكتتاب عام. من هذه المزايا أنها توفر نفقات وتكاليف الإصدار. كذلك تكسب إدارة الشركة تأييد ودعم المساهمين الحاليين لإعطائهم فرصة للحفاظ على أو حتى زيادة مساهمتهم في الشركة بسعر تفضيلي للسهم.

### خيارات شراء الأسهم Warrants

خيارات شراء الأسهم Warrants هي أدوات مالية تعطي حاملها خيار Option (من دون إلزام) شراء عدد محدد من الأسهم العادية للشركة بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة. تكون هذه الخيارات عادة مربوطة إلى سندات الدين أو الأسهم التفضيلية لجعلها ذات عائد أكبر للمستثمرين. فبالإضافة إلى دفعات الفائدة الدورية على السند مثلاً يحصل

المستثمر على زيادة في قيمة الخيار إذا تحسن سعر سهم الشركة في السوق. وبسبب هذا الخيار تستطيع الشركة الحصول على تمويل بالدين بشروط مناسبة أكثر (معدل فائدة أدنى). بالنسبة للشركات ذات الترتيب الائتماني المتدني والخطر المرتفع، يعتبر إعطاء خيارات شراء الأسهم أحد الوسائل التي تمكن الشركة من الاقتراض، وإلا فإنها لا تستطيع التمويل بالدين.

ويحدد خيار شراء الأسهم عدد الأسهم الممكن شراؤها بخيار واحد، سعر ممارسة الخيار Exercise Price وتاريخ انتهاء صلاحية الخيار Option Expiration Date. ويمكن لسعر ممارسة الخيار أن يكون ثابتاً Fixed (٢٣ دينار للسهم مثلاً)، أو متصاعداً Stepped Up مع الزمن (٢٣ دينار للسنة الأولى يزداد بعدها إلى ٢٥ دينار للسهم حتى انتهاء صلاحية الخيار، مثلاً). ويحدد سعر ممارسة الخيار بعلاوة ١٥ - ٢٠ بالمئة فوق سعر السهم في السوق وقت إصدار الخيارات. فمثلاً إذا كان سعر السهم في السوق ٢٠ ديناراً وقت إصدار الخيارات، وكانت العلاوة المطلوبة ١٥ بالمئة، فإن سعر ممارسة الخيار يكون ٢٣ ديناراً. بالنسبة لفترة صلاحية الخيار، فيمكن أن تكون لأي فترة زمنية محددة، كما يمكن أن تكون دائمة أي بدون تاريخ انتهاء صلاحية.

ويمكن لهذه الخيارات أن تكون قابلة للنزع Detachable أو غير قابلة للنزع Nondetachable عن الأوراق المالية المرتبطة بها. فإذا كانت الخيارات قابلة للنزع، فيمكن بيعها والمتاجرة بها منفصلة عن الورقة المالية المرتبطة بها. وبالتالي لا يكون حامل الخيار مضطراً لممارسته وشراء الأسهم العادية للاستفادة من قيمته، بل يستطيع أن يبيع الخيار في سوق الأوراق المالية منفصلاً ليحصل على قيمته. أما الخيارات غير القابلة للنزع فلا يمكن تداولها منفصلة عن الورقة المالية المرتبطة بها، ويمكن نزعها فقط عند ممارسة الخيار وشراء الأسهم العادية. وإذا ما حدث أن قامت الشركة بتجزئة السهم أو توزيع أرباح بشكل أسهم خلال فترة صلاحية خيارات شراء الأسهم، توجب على الشركة تعديل سعر ممارسة الخيار بما يتناسب مع طبيعة التغيير الرأسمالي. ومن الضروري الإشارة إلى أن الشركة لا تستطيع أن تفرض ممارسة خيارات شراء الأسهم كما هو الحال في الأوراق المالية القابلة للتحويل. هذا يعني أن الشركة ليس لها أي سيطرة على توقيت ممارسة هذه الخيارات

وبالتالي تدفق أموال ملكية جديدة إلى الشركة. يبقى هناك عامل وحيد يحدد عدم صلاحية هذه الخيارات للممارسة وهو تاريخ انتهاء صلاحية الخيارات.

### قيمة خيارات شراء الأسهم Value of Warrants

لخيار شراء الأسهم قيمة نظرية ( $V_n$ ) تساوي إلى الفارق ما بين سعر السهم في السوق ( $P_m$ ) وسعر ممارسة الخيار ( $P_e$ ) مضروباً بعدد الأسهم العادية ( $N$ ) الممكن شراؤها بخيار واحد. ويمكن تلخيص ذلك بالمعادلة الآتية:

$$V_n = (P_m - P_e) N \quad (١٦-٤)$$

فمثلاً: إذا كان سعر السهم في السوق ٢٨ دينار وسعر ممارسة الخيار ٢٥ دينار ويمكن شراء سهم واحد بالخيار، فإن القيمة النظرية للخيار تكون مساوية إلى ٣ دينار، وذلك كالآتي:

$$٣ = ١(٢٥ - ٢٨) \text{ دينار قيمة الخيار}$$

أما إذا كان سعر السهم في السوق أقل من سعر ممارسة الخيار، فإن القيمة النظرية لخيار شراء الأسهم تكون سالبة. وبما أن ذلك غير منطقي، فإنه يجب اعتبار أي قيمة سالبة لخيار شراء الأسهم على أنها مساوية إلى الصفر.

يلاحظ من طبيعة المعادلة (١٦ - ٤) أن القيمة النظرية لخيار شراء الأسهم تزداد بازدياد سعر السهم في السوق. ومن الممكن التعبير هندسياً عن القيمة النظرية لخيار شراء الأسهم كعلاقة من سعر السهم في السوق كما في الشكل (١٦ - ١). يوضح الخط المستمر في الشكل أن القيمة النظرية لخيار شراء الأسهم تكون مساوية إلى الصفر طالما أن سعر السهم في السوق يساوي إلى أو أقل من سعر ممارسة الخيار. وإذا تعدى سعر السهم في السوق سعر ممارسة الخيار، تصبح قيمة خيار شراء الأسهم موجبة وتزداد خطياً بذات نسبة الزيادة في سعر السهم في السوق.

تباع خيارات شراء الأسهم في السوق عادة بسعر فعلي أعلى من قيمتها النظرية، أي بعلاوة فوق قيمتها النظرية. والسبب في هذه العلاوة هو أن معدل الربح الرأسمالي في خيار شراء الأسهم يكون عالياً جداً لحجم استثمار صغير جداً إذا تحسن سعر السهم في السوق.

ففي مثالنا السابق أعلاه إذا ازداد سعر السهم في السوق من ٢٨ دينار إلى ٣١ دينار. فإن قيمة خيار شراء الأسهم ترتفع من ٣ دينار إلى ٦ دينار، أي بنسبة ٢٠٠ بالمئة، وهو معدل ربح رأسمالي كبير جداً على استثمار صغير جداً قدره ٣ دينار بافتراض أنه سعر شراء الخيار. إن القيمة الفعلية لخيار شراء الأسهم موضحة في الشكل (١٦ - ١) بالخط المتقطع، وهي دوماً أعلى من القيمة النظرية للخيار حتى عندما تكون القيمة النظرية صفرًا. والسبب في ذلك هو أنه طالما أن الخيار مازال صالحاً للممارسة، فإن هناك احتمال أن يرتفع سعر السهم في السوق فوق سعر ممارسة الخيار ويستفيد المستثمر من الربح الرأسمالي في قيمة الخيار. وبسبب توقع هذا الربح الرأسمالي المحتمل تكون القيمة الفعلية للخيار موجبة حتى عندما تكون قيمته النظرية صفرًا. وتزداد القيمة الفعلية لخيار شراء الأسهم بازدياد سعر السهم في السوق، وتقترب من قيمتها النظرية عندما يصبح سعر السهم في السوق مرتفعاً، لأن معدلات الربح الرأسمالي الممكنة تصبح أقل عندما ترتفع أسعار السهم في السوق إلى مستويات عالية.

هناك عامل آخر يحدد القيمة السوقية (الفعلية) لخيار شراء الأسهم وهو فترة صلاحية الخيار. فكلما كانت فترة صلاحية ممارسة الخيار أطول، كان هناك احتمال أعلى لتحقيق ربح رأسمالي أكبر، وبالتالي تكون القيمة الفعلية للخيار عالية. بصورة عامة، كلما كانت الفترة المتبقية لصلاحية خيار شراء الأسهم أطول، كان خط القيمة الفعلية للخيار أعلى من خط القيمة النظرية في الشكل (١٦ - ١). وإذا لم يتبق على تاريخ انتهاء صلاحية الخيار إلا أيام معدودة، فإن خط القيمة النظرية للخيار يصبح أيضاً معبراً عن القيمة الفعلية للخيار، لأن احتمالات تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة تصبح ضئيلة جداً.

#### مميزات التمويل بإصدار خيارات شراء أسهم

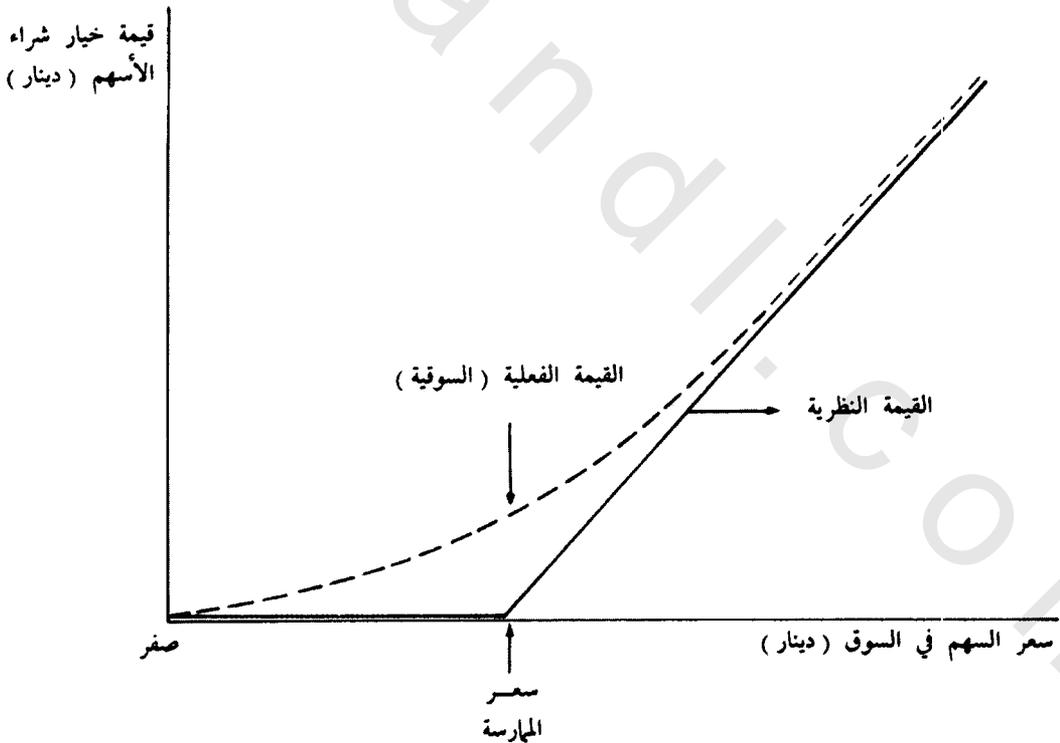
تحصل الشركة على بعض المزايا (أو المنافع) من التمويل من طريق خيارات شراء الأسهم. لعل أهم هذه المزايا هو أن خيارات شراء الأسهم تعتبر وسيلة جذب Sweetener للمستثمرين المحتملين في السندات والأسهم التفضيلية للشركة لأنها تمكنهم من المشاركة في نمو وازدهار الشركة بالاستفادة من الربح الرأسمالي عند ممارسة خيارات الأسهم. إن ذلك يرفع العائد المتوقع على هذه الأوراق المالية، ويحفز المستثمرين على القبول بمعدل

فائدة إسمي ومعدل ربح موزع أدنى على سندات الدين والأسهم التفضيلية للشركة، ويخفض تكاليف التمويل عليها. وكثيراً ما تلجأ الشركات ذات الخطر العالي لاستعمال هذه الطريقة للتمويل لمنح المستثمرين حافزاً إضافياً للاستثمار في أوراقها المالية.

وهناك ميزة هامة أخرى هي أن طريقة التمويل هذه تجلب إلى الشركة أموال ملكية عندما تتم ممارسة حقوق شراء الأسهم في وقت تكون فيه الشركة بحاجة إلى هذه الأموال لتمويل نموها. وتؤدي الزيادة في أموال الملكية أيضاً إلى تخفيض نسبة الدين إلى الملكية مما قد يخفض الخطر التمويلي للشركة ويخفض بالتالي تكلفة الرأسمال.

الشكل (١٦ - ١)

القيمتان النظرية والفعلية لخيارات شراء الأسهم



## الأوراق المالية القابلة للتحويل Convertible Securities

الأوراق المالية القابلة للتحويل Convertible Securities هي سندات دين أو أسهم تفضيلية يمكن تحويلها (قلبها) باختيار حاملها إلى أسهم عادية بشروط تحددها نسبة التبادل Ratio of Exchange . ويتم التعبير عن نسبة التبادل إما كسعر للتحويل Conversion Price وإما كنسبة للتحويل Conversion Ratio ، لأنه إذا تم تحديد أحدهما يتم تحديد الأخرى أيضاً. وسعر التحويل هو عبارة عن السعر الذي يتم به تبديل الورقة المالية بأسهم عادية. أما نسبة التحويل فهي عدد الأسهم العادية التي تقلب إليها الورقة المالية القابلة للتحويل .

مثال : قامت شركة التوكيلات العقارية بإصدار سند دين قابل للتحويل بقيمته الإسمية ١,٠٠٠ دينار، وأنه يمكن قلبه في أي وقت وحتى تاريخ استحقاقه بعد ٢٠ سنة إلى ٤٠ سهماً عادياً من أسهم الشركة، وأن معدل الفائدة الإسمي ٥ بالمئة .

حددت نسبة التحويل في هذا المثال بـ ٤٠ سهماً عادياً للسند ويمكن حساب سعر التحويل بتقسيم القيمة الإسمية للسند بنسبة التحويل فيكون ٢٥ ديناراً للسهم الواحد (٤٠ ÷ ١,٠٠٠) .

وليس من الضروري أن يكون سعر التحويل ثابتاً. فمعظم الأوراق المالية القابلة للتحويل تستعمل سعر تحويل متصاعد Stepped Up Conversion Price لفترات زمنية متتالية . فمثلاً قد يكون سعر التحويل في المثال المذكور أعلاه ٢٥ دينار للسهم للسنوات الخمس الأولى، يرتفع بعدها إلى ٢٧ دينار للسنوات الخمس الثانية، يرتفع بعدها إلى ٣٠ دينار للسنوات الخمس الثالثة، ثم إلى ٣٣ دينار في السنوات الخمس الأخيرة. والهدف من استعمال سعر تحويل متصاعد هو دفع (تحفيز) المستثمرين لتحويل أوراقهم المالية إلى أسهم عادية من دون إبطاء بجعل الربح الرأسمالي المحتمل أقل قيمة كلما طال انتظارهم، وإصدار عدد أقل من الأسهم العادية عندما تتم عملية التحويل . كذلك تكون الأوراق المالية القابلة للتحويل قابلة للاستدعاء Callable عادة بسعر استدعاء محدد، ١,٠٥٠ دينار مثلاً للسند في المثال المذكور سابقاً، وذلك لفرض التحويل على المستثمرين إذا استدعي الإصدار . كذلك تكون الأوراق المالية القابلة للتحويل محمية من اجراءات تجزئة السهم وتوزيع أرباح بشكل أسهم (أسهم منحه). فإذا قامت الشركة بتغييرات رأسمالية من هذا

النوع، توجب تعديل سعر التحويل بما يتناسب معها. فمثلاً إذا قامت الشركة بتجزئة السهم بنسبة اثنين إلى كل سهم واحد، فإن سعر التحويل يجب خفضه إلى النصف. وتقوم الشركات بإصدار هذا النوع من الأوراق المالية كوسيلة جذب Sweetener للمستثمرين لرفع العائد المتوقع على هذه الأوراق المالية وبالتالي تمكين الشركة من الحصول على شروط مناسبة (معدل فائدة أو معدل ربح موزع أدنى) للتمويل.

### قيمة الأوراق المالية القابلة للتحويل Value of Convertible Securities

توجد ثلاثة مقاييس لقيمة الأوراق المالية القابلة للتحويل سيتم بحثها هنا بالإشارة إلى سندات الدين القابلة للتحويل Convertible Bonds. القيمة الأولى هي القيمة التحويلية Conversion Value، وتساوي إلى نسبة التحويل (عدد الأسهم) مضروبة بسعر السهم العادي في السوق. وتزداد القيمة التحويلية للسند بازدياد سعر السهم في السوق. فمثلاً إذا كان سعر السهم في السوق يساوي إلى ٣٠ دينار في المثال المقدم أعلاه، فإن القيمة التحويلية للسند تكون مساوية إلى ١,٢٠٠ دينار (٤٠ سهم × ٣٠ دينار). أي أن حامل السند يحقق ٢٠٠ دينار (٥ دينار × ٤٠ سهم) ربح رأسمالي إذا قلب السند إلى أسهم، بالإضافة إلى دخل الفائدة الدوري الذي يكسبه من السند قبل تحويله إلى أسهم. وبسبب خيار تحويل السند إلى أسهم واحتمال تحقيق ربح رأسمالي، تستطيع الشركة أن تبيع إصدار السندات بمعدل فائدة أقل مما كان يتوجب أن تدفعه على إصدار سندات عادي Straight Bond Issue. ولهذا السبب أيضاً تستطيع الشركة أن تسعر السند القابل للتحويل بأكثر من قيمته التحويلية وقت إصداره، ويدعى الفرق بعلاوة التحويل Conversion Premium. فمثلاً، في مثالنا السابق بيع السند بقيمته الإسمية ١,٠٠٠ دينار وسعر تحويل ٢٥ دينار للسهم، فإذا كان سعر السهم في السوق وقت إصدار السند ٢١ دينار للسهم، فإن علاوة التحويل ١٩ بالمئة (٤ ÷ ٢١). وتتراوح علاوة التحويل عند الإصدار من ١٠ إلى ٢٠ بالمئة. وتكون أقرب إلى الحد الأعلى بالنسبة للشركات ذات النمو المتوقع السريع، وأقرب إلى الحد الأدنى بالنسبة للشركات ذات النمو المتوقع العادي.

إن القيمة الثانية للسند القابل للتحويل هي قيمته كسند دين عادي Straight Bond Value يدفع فائدة دورية وله قيمة اسمية تدفع عند الاستحقاق. وتحسب هذه القيمة

باستعمال معادلة تقييم السندات المذكورة في الفصل (٩) والمكررة فيما يلي:

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

بحيث أن:

$P_B$  = قيمة السند القابل للتحويل كسند عادي

$I$  = دفعات الفائدة السنوية كما يحددها معدل الفائدة الإسمي

$FV$  = القيمة الإسمية للسند

$n$  = عدد السنوات حتى الاستحقاق

$r$  = العائد المطلوب في السوق على سند عادي مماثل

إن السند القابل للتحويل في مثالنا أعلاه يدفع فائدة إسمية ٥ بالمئة لمدة ٢٠ سنة. بافتراض أن إصدار سندات عادي يستحق بعد ٢٠ سنة لشركة التوكيلات العقارية يجب أن يحقق عائداً قدره ٨ بالمئة، تكون قيمة السند القابل للتحويل مساوية إلى ٧٠٦ دينار. يستنتج من ذلك أن هناك حداً أدنى لقيمة السند القابل للتحويل هي قيمته كسند عادي. فإذا انخفض سعر السهم في السوق انخفاضاً كبيراً وفقدت القيمة التحويلية للسند أهميتها، تبقى للسند القابل للتحويل قيمته كسند عادي. وكما هو معروف تتغير هذه القيمة صعوداً (وهبوطاً) بانخفاض (ارتفاع) العائد المطلوب، وتبعاً للتغير في معدلات الفائدة في السوق و/ أو في الترتيب الائتماني للشركة.

القيمة الثالثة للسندات المالية القابلة للتحويل هي قيمتها السوقية Market Value، وتكون أعلى من قيمتها كسند عادي وأعلى أيضاً من قيمتها التحويلية. تباع هذه السندات في السوق بعلاوة على قيمتها كسند Premium Over Value لأن لها ميزة التحويل Conversion Feature إلى أسهم عادية وإمكانية الاستفادة من أرباح محتملة. إن ميزة التحويل هذه لها قيمة، إلا إذا كان سعر السهم العادي في السوق منخفضاً جداً. وتزداد قيمة ميزة التحويل كلما ارتفع سعر السهم العادي في السوق قياساً إلى سعر التحويل، فتزداد بذلك علاوة السند القابل للتحويل على قيمته كسند عادي. ويكون المستثمرون في

السوق مستعدين لشراء السندات القابلة للتحويل بعلاوة على قيمتها التحويلية Premium Over Conversion Value لأنها تحميهم من أخطار الخسارة الناتجة عن انهيار أسعار السهم العادي في السوق التي يتكبدها حملة الأسهم، إذ يوجد حد أدنى لقيمة السندات القابلة للتحويل هي قيمتها كسند عادي. أي أنها تخفض من خطر الاستثمار. يستنتج مما تقدم أن الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم تباع في السوق بعلاوة على قيمتها كسند وبعلاوة على قيمتها التحويلية أيضاً لأنها أداة استثمار تعطي حاملها امكانية تحقيق معدل مردود مرتفع من الأرباح الرأسمالية المحتملة. وبدرجة مخاطرة محدودة (قليلة).

عندما يرتفع سعر السهم العادي في السوق إلى مستويات عالية تقترب القيمة السوقية للسند القابل للتحويل من قيمته التحويلية. في هذه الحالة لا يكون المستثمرون مستعدين لدفع علاوة على القيمة التحويلية للسند لثلاثة أسباب على الأقل:

أولاً: عندما يرتفع سعر السهم العادي في السوق كثيراً يفقد السند القابل للتحويل ميزة الحماية من خطر تدهور سعر السهم العادي والمتمثلة في قيمته كسند عادي، لذلك لا يرغب المستثمرون في هذه الحالة بدفع علاوة على القيمة التحويلية للسند. في مثالنا السابق إن ميزة الحماية من الخطر التي يقدمها السند القابل للتحويل الذي تبلغ قيمته كسند عادي ٧٠٦ دينار تكون أقل بكثير عندما تكون القيمة السوقية للسند القابل للتحويل ٢,٠٠٠ دينار، بالمقارنة مع عندما تكون قيمته ١,٠٠٠ دينار. فعند السعر ٢,٠٠٠ دينار هناك خسارة قصوى محتملة تساوي إلى ١,٢٩٤ دينار (٧٠٦ - ٢,٠٠٠). أما عند السعر ١,٠٠٠ دينار فإن الخسارة المحتملة القصوى لا تتجاوز ٢٩٤ ديناراً.

ثانياً: إن احتمالات استدعاء السند القابل للتحويل من قبل الشركة تصبح كبيرة عندما ترتفع القيمة التحويلية للسندات القابلة للتحويل إلى مستويات عالية. فإذا تم بالفعل استدعاء السندات، فإنه من مصلحة المستثمر أن يحول (يقلب) السند إلى أسهم عادية عوضاً من أن يقدمه إلى الشركة بسعر الاستدعاء. وعند التحويل تكون قيمة السند مساوية إلى قيمته التحويلية. في مثالنا السابق إذا كان سعر الاستدعاء ١,٠٥٠ دينار وكان سعر السهم في السوق عند الاستدعاء ٣٠ ديناراً، فإنه من الأجدي للمستثمر أن يقلب السند إلى أسهم

ويحصل على القيمة التحويلية البالغة ٢٠٠, ١ دينار.

ثالثاً: عندما يزداد سعر السهم في السوق إلى مستويات عالية يكون هناك اتجاه عند العديد من المستثمرين لتحويل السند إلى أسهم وتحقيق الأرباح الرأسمالية والاستفادة من الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية، عوضاً من الاكتفاء بالفائدة على السند والمخاطرة بخسارة الأرباح الرأسمالية إذا طال الانتظار وانخفض سعر السهم العادي في السوق. إن اتجاه معظم المستثمرين نحو التحويل يقلص العلاوة ما بين القيمة السوقية والقيمة التحويلية للسندات.

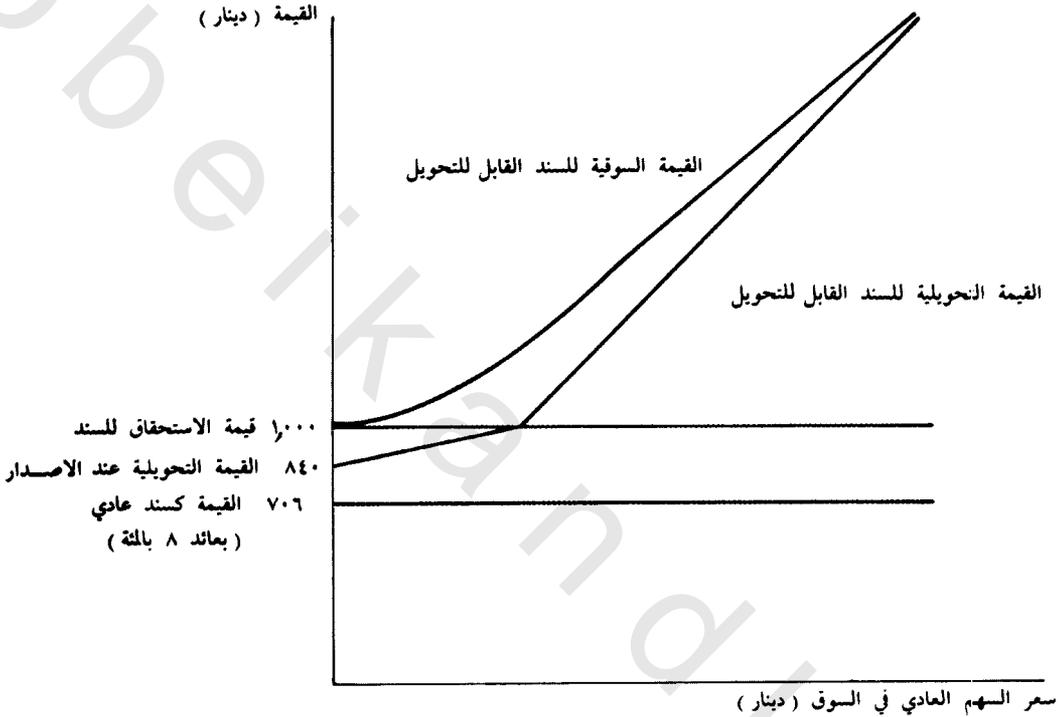
يمكن تلخيص ما تقدم بالقول أن هناك ثلاث قيم للسندات المالية القابلة للتحويل هي قيمتها كسند عادي، قيمتها التحويلية، وقيمتها السوقية. إن مفاهيم القيمة هذه موضحة في الشكل (١٦ - ٢). وتكون القيمة السوقية عادة أعلى من القيمتين الأخرتين، وتقترب لأحدهما بحسب تطور سعر السهم العادي للشركة في السوق. فإذا كان السهم العادي يباع في السوق بسعر أدنى بكثير من سعر التحويل ولا يتوقع له أن يتحسن، فإن السند القابل للتحويل يباع في هذه الحالة بقيمته كسند عادي وتفقد ميزة التحويل إلى أسهم أي قيمة لها. أما إذا كان سهم الشركة يباع في السوق بسعر مرتفع، فإن السند القابل للتحويل يباع بقيمة الأسهم التي يمكن تحويله إليها، أي بقيمته التحويلية.

### مزايا ومساوىء التمويل بأوراق مالية قابلة للتحويل

توجد مزايا ومساوىء للتمويل بأوراق مالية قابلة للتحويل يجب بحثها لمعرفة كيفية استعمال طريقة التمويل هذه لمصلحة الشركة. لعل أهم مزايا التمويل بأوراق مالية قابلة للتحويل هي أنها تمكن الشركة من دفع معدل فائدة على السندات أو معدل أرباح موزعة على الأسهم التفضيلية أدنى مما يتوجب دفعه في إصدارات عادية للسندات والأسهم التفضيلية. بالنسبة للشركات ذات الترتيب الائتماني المتدني والتي لها آفاق مستقبلية واعدة، قد يكون من الصعب جداً عليها الحصول على تمويل إذا لم تعطِ المستثمرين فرصة للاستفادة من إمكانيات نموها المستقبلي بإصدار أوراق مالية يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

الشكل (١٦ - ٢)

مفاهيم القيمة لسندات الدين  
القابلة للتحويل إلى أسهم عادية



لعلّ الميزة الثانية تكمن في اعتبار الأوراق المالية القابلة للتحويل طريقة مؤجلة للتمويل بإصدار أسهم عادية مما يخفض من درجة الانحلال في الأرباح Dilution of Earnings . فمن جهة تباع الشركة الأسهم العادية عند التحويل بسعر تحويل أعلى من سعر السهم العادي في السوق عند اصدار الأوراق المالية القابلة للتحويل ، وبذلك تصدر عدداً أقل من الأسهم ما يخفف من حدة الانحلال في الأرباح .

في مثالنا السابق إذا صدرت الشركة الأسهم العادية عوضاً من الأوراق المالية القابلة للتحويل بسعر السهم السائد في السوق وقتئذ وبالبلغ ٢١ ديناراً، فإن عليها أن تصدر

٤٧,٦٢ سهم لكل ١,٠٠٠ دينار، بالمقارنة مع ٤٠ سهماً فقط عند تحويل السندات إلى أسهم بسعر ٢٥ ديناراً للسهم.

من جهة ثانية، تكون الشركة قد استفادت من التمويل الناتج عن الأوراق المالية القابلة للتحويل بتوسيع قاعدة استثماراتها وزيادة ريعيتها، ما يخفف أيضاً من انحلال الأرباح المحتمل عند تحويل الأوراق المالية إلى أسهم عادية. ولعلّه من المفيد في هذا الصدد الإشارة على المحلل المالي الذي يدرس المركز المالي للشركة أن يحسب الأرباح بالسهم على أساس أولي Primary EPS، أي بتقسيم أرباح الشركة على عدد الأسهم العادية القائمة، وعلى أساس انحلال كامل Fully Diluted EPS، أي بتقسيم الأرباح على الأسهم القائمة والأسهم التي ستصدر في المستقبل نتيجة وجود أوراق مالية قابلة للتحويل وخيارات اكتتاب في أسهم عادية.

من ناحية المساوية، هناك سيئتان يمكن أن تنتجا عن التمويل بأوراق مالية قابلة للتحويل. السيئة الأولى هي أنه لو ارتفع سعر السهم العادي في السوق، فإن الشركة تكون في وضع أحسن لو أنها كانت انتظرت ومولت بإصدار أسهم عادية بالسعر المرتفع عوضاً من إصدارها أوراقاً مالية قابلة للتحويل بسعر تحويل منخفض في وقت سابق. في مثالنا عندما يرتفع سعر السهم في السوق إلى ٤٠ ديناراً، فإنه يتوجب على الشركة إصدار ٢٥ سهماً لكل ١,٠٠٠ دينار تمويل بأسهم عادية، بالمقارنة مع ٤٠ سهماً لكل سند بقيمة ١,٠٠٠ دينار عند تحويله بسعر تحويل ٢٥ دينار. السيئة الثانية تكمن في حالة عدم ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق فوق سعر التحويل وبالتالي عدم إقدام حملة السندات على تحويلها إلى أسهم لعدم وجود حافز. في هذه الحالة تعلق الشركة بإصدار الأوراق المالية القابلة للتحويل، ويتوجب عليها خدمة الدين حتى استحقاقه. إن الإصدارات العالقة Overhanging Issues من هذا النوع تخفف من مقدرة الشركة على التمويل بالدين مستقبلاً لارتفاع نسبة الدين إلى الملكية، ومن التمويل بإصدار أوراق مالية قابلة للتحويل بسبب عدم قيام المستثمرين بتحويل الإصدارات السابقة.

## ملخص

بحث هذا الفصل ثلاثة أنواع من الخيارات تصدرها الشركة للتمويل بأسهم عادية هي حقوق الاكتتاب، خيارات شراء الأسهم، والأوراق المالية القابلة للتحويل. عند التمويل بحقوق اكتتاب، يمنح كل مساهم حق اكتتاب لكل سهم عادي يملكه. وحق الاكتتاب هو خيار يعطي حامله حق شراء أسهم عادية إضافية في الشركة بشروط تحدد عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم واحد، سعر الاكتتاب بالسهم، وفترة صلاحية الحق. ولحق الاكتتاب قيمة نظرية يحددها الفرق بين سعر السهم في السوق وسعر الاكتتاب من جهة وعدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم واحد من جهة أخرى. وقد تبين من التحليل أن حقوق الاكتتاب لا تعطي المساهم أية إضافة على ثروته، ذلك لأنه عند ممارسة هذه الحقوق ستصدر الشركة أسهماً عادية جديدة مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق بما يعادل قيمة الحق.

بالنسبة لخيارات شراء الأسهم، تكون مرتبطة عادة بسندات الدين أو الأسهم التفضيلية كوسيلة جذب، وتعطي المستثمر خيار شراء عدد محدد من الأسهم العادية بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة. تجعل هذه الخيارات الأوراق المالية للشركة أكثر إغراء للمستثمرين من حيث العائد المتوقع الأعلى، وبذلك تستطيع التمويل بتكلفة أقل. وترتبط قيمة الخيار بسعر السهم في السوق. فإذا تحسن سعر السهم في السوق فوق سعر ممارسة الخيار ارتفع سعر الخيار. وتباع خيارات شراء الأسهم في السوق بسعر فعلي أعلى من قيمتها النظرية بسبب عوائد الربح المرتفعة الممكن تحقيقها من الاستثمار في هذه الخيارات.

أما الأوراق المالية القابلة للتحويل فهي سندات دين أو أسهم تفضيلية يمكن تحويلها بخيار حائلها إلى أسهم عادية بسعر تحويل (أو نسبة تحويل) محدد. تستعمل هذه الأدوات المالية أيضاً كوسيلة جذب لتخفيض تكاليف التمويل على الشركة. وتكون هذه الأوراق المالية قابلة للاستدعاء بسعر استدعاء أعلى من قيمتها الإسمية، كما أن سعر التحويل قد يكون متصاعداً، وذلك لإعطاء الشركة قوة لفرض ممارسة الخيار. وكما كان الحال بالنسبة لحقوق الاكتتاب وخيارات شراء الأسهم، ترتبط قيمة الأوراق المالية القابلة للتحويل طردياً

بسعر السهم العادي في السوق . فإذا كان سعر السهم العادي متدنياً جداً، تباع الورقة المالية القابلة للتحويل بقيمتها كسند دين عادي أو كسهم ممتاز عادي . أما إذا كان سعر السهم العادي في السوق عالياً جداً، فإن الأوراق المالية القابلة للتحويل تباع بقيمتها التحويلية . وما بين هذين التطرفين ، تباع الأوراق المالية القابلة للتحويل بعلاوة على قيمتها كسند دين عادي وبعلاوة أيضاً على قيمتها التحويلية .

## مسائل تطبيقية على (الفصل ١٦): حقوق وخيارات الأسهم والأوراق المالية القابلة للتحويل

١٦ - ١ - أعلن مجلس إدارة الشركة المتحدة للكبريت على المساهمين بأنه باستطاعتهم شراء سهم عادي واحد جديد بسعر اكتتاب ٢٧,٥٠ دينار لكل ٤ أسهم يملكونها. يباع سهم الشركة حالياً في السوق بـ ٤٠ ديناراً.

المطلوب:

أ - ماذا يجب أن يكون سعر حق الاكتتاب الواحد في السوق؟

ب - هل يمكن حساب قيمة حق الاكتتاب بغير طريقة المعادلة وكيف؟

ج - ما هو تأثير اصدار حقوق الاكتتاب على سعر السهم في السوق؟

١٦ - ٢ - مقدم فيما يلي الميزانية وحساب الأرباح والخسائر لشركة المنشآت السياحية العربية.

الميزانية العمومية (ألف دينار)

مطلوبات	موجودات
اجمالي الديون (٦ بالمئة) ٧,٠٠٠	
أسهم عادية (١٠٠,٠٠٠ سهم) ٣,٠٠٠	
أرباح محتجزة ٤,٠٠٠	
اجمالي المطلوبات والحقوق ١٤,٠٠٠	اجمالي الموجودات ١٤,٠٠٠

حساب الأرباح والخسائر (ألف دينار)

١,٤٧٠	الأرباح قبل الفائدة والضريبة
٤٢٠	الفائدة على الديون
١,٠٥٠	الأرباح قبل الضريبة
٤٢٠	ضريبة الدخل (٤٠ بالمئة)
٦٣٠	الأرباح بعد الضريبة

الأرباح بالسهم	٦,٣٠	دينار
الأرباح الموزعة بالسهم (٥٦ بالمئة من الأرباح)	٥,٥٣	دينار
نسبة سعر السهم إلى الربح بالسهم (PE)	١٥	مرة
سعر السهم في السوق	٩٤,٥٠	دينار

ترغب الشركة بالحصول على ٥ مليون دينار من إصدار أسهم عادية جديد بموجب حقوق اكتتاب تمنحها للمساهمين الحاليين. إن الاستثمارات الجديدة للشركة ستحقق كما في السابق عائداً بنسبة ١٠,٥ بالمئة. تبقى نسبة الضريبة، معدل توزيع الأرباح على المساهمين، ونسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم على حالها كما هو مبين أعلاه.

المطلوب:

أ - إذا كانت أسعار الاكتتاب بالسهم ٢٥، ٥٠، و ٨٠ دينار.

١ - ما هو عدد الأسهم التي يجب إصدارها؟

٢ - ماذا يكون عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم واحد جديد؟

٣ - ماذا تكون الأرباح بالسهم الجديدة؟

٤ - ماذا يكون سعر السهم في السوق بعد ممارسة الحقوق؟

٥ - ماذا تكون الأرباح الموزعة بالسهم؟

ب - إذا كنت تملك ١٠٠ سهم في الشركة، ما هي قيمة مساهمتك في الشركة بعد ممارسة حقوق الاكتتاب الممنوحة لك؟

١٦ - ٣ - بلغت الأرباح الصافية لشركة الكيماويات العربية ٢,٤٥٠,٠٠٠ دينار في نهاية عام ١٩٩٥. يتألف حساب الرأسمال في الشركة من ٥٠٠,٠٠٠ سهم عادي ومن ١٧٥,٠٠٠ خيار شراء أسهم يصلح كل واحد منها لشراء ٢ سهم عادي جديد بسعر ممارسة ٢٥ دينار. والخيارات محمية من انحلال سعر السهم فيما لو باعت الشركة أسهم بأقل من ٢٥ دينار. في ١ حزيران ١٩٩٦، قامت الشركة بإصدار حقوق اكتتاب لشراء سهم جديد واحد لكل ٤ أسهم مملوكة في الشركة بسعر اكتتاب ١٥ دينار للسهم. وكان سهم الشركة يتم تداوله في السوق بسعر ٤٥ دينار في ١ حزيران ١٩٩٦.

### المطلوب

- أ - احسب الانحلال الأولي والكامل للأرباح بالسهم في ٣١ كانون أول ١٩٩٥؟  
 ب - ماهي القيمة النظرية لحق الاكتتاب قبل أن يباع السهم منزوعاً منه حق الاكتتاب؟  
 ج - كيف يجب تعديل سعر ممارسة خيار شراء الأسهم بعد منح حقوق الاكتتاب؟  
 د - إذا كانت الأرباح الصافية ٢,٨٠٠,٠٠٠ دينار في نهاية ١٩٩٦، ولم يتم ممارسة أية من حقوق أو خيارات شراء الأسهم، ماهي الأرباح بالسهم في نهاية ١٩٩٦ محسوبة على أساس الانحلال الأولي والانحلال الكامل؟
- ١٦ - ٤ - مقدم فيما يلي الميزانية لشركة الأدوات الخزفية العربية:

### الميزانية العمومية (ألف دينار)

في نهاية عام ١٩٩٥

موجودات	مطلوبات
موجودات متداولة	مطلوبات متداولة
١٢٥	٥٠
صافي موجودات ثابتة	أسهم عادية (قيمة اسمية ٢ دينار)
١٢٥	٥٠
	أرباح محتجزة
	١٥٠
<u>اجمالي الموجودات</u>	<u>اجمالي المطلوبات والحقوق</u>
<u>٢٥٠</u>	<u>٢٥٠</u>

ترغب الشركة بالحصول على ١٥٠,٠٠٠ دينار لتمويل توسعاتها، وعليها أن تختار إحدى طريقتين للتمويل: إصدار سندات دين قابلة للتحويل أو سندات دين مرتبطة بخيارات شراء أسهم. يتوقع أن تنمو ميزانية الشركة بعد التوسع والتمويل من المصادر المختلفة لتصبح في نهاية عام ١٩٩٦ كالآتي:

الميزانية العمومية (ألف دينار)

في نهاية عام ١٩٩٦

موجودات	مطلوبات
موجودات متداولة	مطلوبات متداولة
صافي موجودات ثابتة	سندات دين
	أسهم عادية (قيمة إسمية ٢ دينار)
	علاوة اصدار
	أرباح محتجزة
اجمالي الموجودات	اجمالي المطلوبات والحقوق
٢٥٠	١٠٠
٢٥٠	١٥٠
	٥٠
	٢٠٠
٥٠٠	٥٠٠

ستدفع السندات القابلة للتحويل معدل فائدة ٧ بالمئة ويمكن تحويلها إلى ٤٠ سهم عادي لكل سند بقيمة ١,٠٠٠ دينار. وستدفع السندات المرتبطة بخيارات شراء أسهم معدل فائدة ٨ بالمئة وتسمح لكل حامل سند بقيمة ١,٠٠٠ دينار بشراء ٢٥ سهماً عادياً بسعر ٥٠ ديناراً للسهم.

المطلوب

- أ - إذا أصدرت الشركة سندات دين قابلة للتحويل وتم تحويلها جميعاً إلى أسهم، كيف تتغير الميزانية العمومية للشركة؟
- ب - إذا أصدرت الشركة سندات دين مرتبطة بخيارات شراء أسهم وتم ممارسة هذه الخيارات جميعاً، كيف تصبح الميزانية العمومية للشركة؟
- ج - إذا كانت أرباح الشركة قبل الفائدة والضريبة ١٥ بالمئة من اجمالي الموجودات، نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم ١٦، ومعدل ضريبة الدخل ٤٠ بالمئة، المطلوب إعداد حساب أرباح وخسائر مناسب لكل من (أ) و (ب) أعلاه.
- ما هو تأثير كل من بدلي التمويل بسندات دين على الأرباح بالسهم وعلى سعر السهم في السوق؟ استعمل موديل حاصل ضرب الأرباح بالسهم بالمضارب لحساب سعر السهم.
- د - أي واحد من بدلي التمويل: سندات قابلة للتحويل أو سندات مرتبطة بخيارات أسهم يجب اختياره؟

obbeikandi.com

القسم الخامس

السياسات  
التمويلية،  
تكلفة  
الرأسمال،  
والتقييم

**FINANCIAL  
POLICIES,  
COST OF  
CAPITAL, &  
VALUATION**