

الدرس الرابع : عناصر الميزج التمويلي

اولا :الاسهم العادية – ثانيا : الاسهم الممتازة -

اولا : الاسهم العادية

1- تعريف:

السهم العادي من الأوراق المالية طويلة الأجل وهو من صكوك الملكية لحامله ، و يتمتع صاحبه بحق التصويت في مجلس الادارة، و حق الإطلاع على دفاتر المؤسسة، و المشاركة في الأرباح و الخسائر و حق البيع و التداول و تكون مسؤوليته محدودة حسب حصته من رأس المال. وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف الديون المستحقة ومستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة.

للسهم قيمة اسمية و هي المدونة على صك السهم ، و قيمة إصداروهي القيمة التي يتم على أساسها الإصدار، فإذا كانت قيمة الإصدار أكبر من القيمة الاسمية فهي بسبب اضافة علاوة اصدار و العكس خصم اصدار، و قيمة سوقية تتحدد حسب العرض و الطلب في السوق المالية ، و قيمة دفترية او محاسبية تتحدد بقسمة حق الملكية على عدد الأسهم ، وقيمة تصفوية وهي قيمة يتوقع المساهم ان يحصل عليها في حالة تصفية الشركة و سداد الالتزامات المترتبة عليها و كذلك حقوق الأسهم الممتازة.

2- تكلفة التمويل من الأسهم العادية :

تتمثل في الحد الأدنى للعائد على الإستثمارات الجديدة الممولة بإصدار أسهم جديدة ، وهو المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير و تتحدد تكلفة السهم العادي حسب نموذج جوردان Gordon كما يلي :

$$\text{تكلفة التمويل من الاسهم العادية} = \frac{\text{الربح المتوقع}}{\text{قيمة الاصدار - مصاريف الاصدار}} + \% \text{نسبة الربح الاضافي (غير العادي)}$$

مثال : احتاجت شركة إلى تجهيزات وعتاد بقيمة 60 مليون دج فقررت شراءها عن طريق طرح أسهم عادية جديدة ، بقيمة اسمية 1000 دج للسهم وبعلاوة إصدار 1000 دج و بربح متوقع عن السهم 18 % مصاريف إصدار الأسهم في السوق الأولي 3 مليون دج الربح الإضافي المتوقع (غير العادي) لحملة الأسهم العادية 1.5 % .

المطلوب اوجد تكلفة التمويل من الأسهم العادية ؟

الحل : عدد الأسهم العادية المطروحة 60 مليون / (1000 دج + 1000 دج) = 30000 سهم

مصاريف إصدار السهم الواحد في السوق : 3 مليون دج / 30000 سهم = 100 دج / سهم

$$\text{تكلفة التمويل من الأسهم العادية : } \%10.97 = \%1.5 + \%100 \frac{1000 \text{ دج} * 18\%}{(1000 \text{ دج} + 1000 \text{ دج}) - 100 \text{ دج}}$$

وسوف نتحصل على نفس التكلفة لو طبقنا على اجمالي الاسهم

$$\%10.97 = \%1.5 + \%100 \frac{30000 \text{ سهم} * 1000 \text{ دج} + 18\%}{60 \text{ مليون دج} - 3 \text{ مليون دج}} = r$$

3- ايجابيات وسلبيات التمويل من الأسهم العادية :

3-1 ايجابيات : تتحصل المؤسسة على عدة ايجابيات من لجوئها للتمويل من الأسهم العادية :

- ليس لحاملها الحق في المطالبة بالتوزيعات، ما لم تحقق المؤسسة أرباحا وحتى في حالة ما إذا حققت أرباحا ولم تقرر الإدارة توزيعها.
- هو تنويع لمصادر تمويل المؤسسة خاصة في بعض الظروف الاقتصادية العويصة.
- السهم العادي غير محدد المدة ، وهو احسن تمويل للاصول طويلة المدة كالاراضي والمباني.
- يعتبر بمثابة ضمان وثقة للدائنين لزيادة الموارد من الإقتراض، وزيادة للاستقلالية المالية.

3-2 السلبيات : تتحمل المؤسسة مجموعة من السلبيات (العيوب) من تمويل القروض العادية :

- فقدان فرصة الوفر الضريبي على عكس القروض .
- ارتفاع التكلفة من اموال الأسهم العادية ، فالمساهم بسبب المخاطر يبحث عن ارتفاع الايراد ولا يقبل على شراء الاسهم الا اذا تاكد من ان الربح المتحصل عليه يفوق ايراد الفرصة البديلة بالاضافة الى المصاريف التي تتحملها المؤسسة مصاريف الاصدار والاكتتاب وغيرها.
- يحق لممثلي المساهمين المشاركة في مجلس الإدارة ، مما يقلل من حرية استقلالية القرار الإداري خاصة في امور قد تكون الإدارة هي ادرى من غيرها بها .

4- أنواع مبتكرة للأسهم العادية :

أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : على عكس الأسهم العادية التي ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة من طرف المؤسسة ككل ، وقد لجأت بعض المؤسسات الأمريكية إلى إصدار هذا النوع من الأسهم التي يرتبط كل نوع منها بحجم الأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية في المؤسسة .

ب- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة قبل حساب الضريبة : ظهرت هذه الأسهم في بداية الثمانينات في الولايات المتحدة الأمريكية ، وضع تشريع ضريبي يمكن المؤسسة من بيع حصة من أسهمها العادية لمستخدميها بغرض مشاركتهم في ملكية المؤسسة حيث تخصم التوزيعات على تلك الأسهم قبل احتساب الضريبة . وإذا كانت مؤسسة مالية وكانت تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك

الأسهم تعفى هذه المؤسسة المالية من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من طرف هذا الصندوق.

ت- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة لها بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة عقب الإصدار. أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المسموح به، ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون لحامل السهم الحق في المطالبة بأي تعويض.

ثانيا : التمويل من الأسهم الممتازة :

1- تعريف

تعتبر الأسهم الممتازة مصدرا من مصادر التمويل و عنصرا من عناصر هيكل رأس مال ، السند الممتاز سند ملكية لحامله ، ويتمتع حامل السهم الممتاز بنفس المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي (مالم يكن هناك نص يخالف ذلك) . وللسهم الممتاز أيضا قيمة اسمية ، وقيمة دفترية أو محاسبية (حقوق الملكية الممتازة ÷ عدد الأسهم الممتازة) ، وقيمة إصدار قد تفوق القيمة الاسمية (للحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة خصم الإصدار)، وهناك اختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز في:

- للسهم الممتاز الاسبقية في استرجاع قيمته قبل السهم العادي عند تصفية المؤسسة.
- ايراد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع المؤسسة، الا اذا حققت خسائر .
- لا يحق لحامل السهم الممتاز العضوية في مجلس الادارة (الا بوجود نص تشريعي).
- الكثير من التشريعات تعطي حامل الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي ، وللمؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من اصحابها .

2- تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة :

مما سبق نتحصل على العلاقة التالية التي تحسب بها تكلفة الاسهم الممتازة:

$$\text{تكلفة التمويل من الاسهم الممتازة} = \frac{\text{الربح المتوقع}}{\text{قيمة الاصدار} - \text{مصاريف الاصدار}} \%$$

في بعض الحالات وان كانت نادرة لغرض توسيع الاستثمار في الاسهم الممتازة يخصم الربح الموزع الخاضع للضريبة مما يعطي وفرا ضريبيا للمؤسسة فنضيف الى بسط الكسر السابق (التوزيعات بعد خصم الضريبة ÷ القيمة الصافية لإصدار الخصم) .

مثال: ترغب شركة في إصدار 6000 سهم ممتاز ، بقيمة اسمية للسهم 1000 دج وعلاوة اصدار 500 دج ، مصاريف الإصدار في السوق المالية من اشهار وتسجيل 100 دج ، الربح المتوقع للسهم 15% . عليه تصبح تكلفة السهم الممتاز :

$$\text{الحل : } \%10.71 = \%100 \frac{1000 \text{ دج} * 15\%}{1000 \text{ دج} + 500 \text{ دج} - 100 \text{ دج}}$$

3- ايجابيات وسلبيات التمويل عن طريق الأسهم الممتازة :

1-3 ايجابيات : من الايجابيات التي تنتفع بها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة :

- ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد و لا يتطلب تكوين احتياطي لاستهلاك هذه الأسهم، مما يشجع على استخدامها لاقتناء اصول طويلة الاجل .
- لا يوجد أي التزام قانوني يلزم المؤسسة على دفع ارباح موزعة للمساهمين الممتازين ما لم تحقق ارباحا خلال السنة .
- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في العضوية ولا في التصويت في المجلس الاداري مما يعطي المسيرين مرونة اكبر ، الا في حالات منصوص عليها في عقد إصدار هذه الأسهم .
- يزيد من الرفع المالي للمؤسسة ، خاصة في وجود محدودية للتمويل بالاسهم العادية ، ويعطي ضمانا اكبر للدائنين لزيادة الاموال من الديون .
- ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد ، الا إذا كان هناك نص على ذلك في عقد الإصدار ، وهذا يمنح للمؤسسة ميزة إستبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية .

2-3 السلبيات : من السلبيات التي تترتب عن اللجوء إلى التمويل من الأسهم الممتازة :

- الاسهم الممتازة مثل الاسهم العادية تفقد المؤسسة وفرا ضريبيا .
- تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الإقتراض.
- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجر فيها توزيع وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات .

4- أنواع مبتكرة للأسهم الممتازة :

الأسهم الممتازة الأكثر انتشارا هي غير تراكمية وغير مشاركة وغير مضمونة ، لكن ظهرت أنواع أخرى لتلبية تنوع رغبات المستثمرين منها :

أ -الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية : هي قريبة جدا من الأسهم العادية ، يتمتع حاملها بحق الأرباح الموزعة و التصويت والدفع عند التصفية ، ميزتها انه إذا تخلفت الشركة في احد السنوات عن دفع أرباح موزعة وذلك لعدم وجود أرباح لدى الشركة، فإن الأرباح الموزعة من تلك السنة تنتقل إلى السنة التي تليها .

ب -الأسهم الممتازة المشاركة: ظهرت في عام 1982 وبها يحق لحملة الأسهم الممتازة بمشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية و قد يحق لحملة الأسهم الممتازة مشاركة الأسهم العادية، والتساوي في الأرباح الموزعة و خاصة وإذا تجاوزت الأرباح حدا معينا.

ت - الأسهم القابلة للتحويل: يمكن تحويل هذه الأسهم إلى عدد معين الأسهم العادية بسعر محدد،و لأسباب معروفة فإن قيمة هذه الأسهم تميل الارتفاع و الانخفاض مع سعر الأسهم العادية و يطبق مصطلح "سعر التماثل" على الأسهم العادية التي يتم تسليمها بدلا من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ،وسعر التماثل والسعر الذي يكون عنده سعر السهم العادي في القيمة السهم الممتاز، وعندما مبادلة السهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهمين عاديين فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي نصف نفس سعر السهم الممتاز.

ث -السهم الممتاز القابل للمناداة:وهي من الأسهم التي يحق فيها للشركة المصدرة للأسهم استعادتها أي شراءها وعادة ما يكون سعر الشراء هو سعر الإصدار في السوق الأولي .