

المحاضرة الأولى : مصادر التمويل و أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة

- 1- التمويل الذاتي.
- 2- التمويل الخارجي.
- 2-1- القروض متوسطة الأجل. *Crédit moyen terme*
- 2-2- القروض طويلة الأجل. *Crédit à long terme*
- 2-3- القرض الإيجاري. *Crédit Bail ou leasing*
- 3- اللجوء إلى السوق المالية
- 3-1- زيادة رأس المال بإصدار أسهم.
- 3-1-1- مراحل إصدار الأسهم
- 3-1-2- علاوة الإصدار. *La prime d'émission*
- 3-1-3- الحق التفضيلي للاكتتاب *droit préférentiel de souscription*
- 3-1-4- القيمة النظرية لحق الاكتتاب. *La valeur du droit souscription*
- 3-2- الاقتراض من خلال إصدار السندات
- 4- أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة
- 5- صيغ التمويل الإسلامية.
- 5-1- المضاربة
- 5-2- المشاركة.
- 5-3- المراجعة
- 5-4- الإستصناع
- 5-5- الإجارة
- 5-6- السلم.

بعد دراسة المشاريع الاستثمارية و المفاضلة بينها تأتي مرحلة تمويل المشاريع المقبولة، لكن تعدد مصادر التمويل و تعدد تكاليفها يجعل مسألة الاختيار بين البدائل المتاحة من الأمور الصعبة جدا، فالندرة النسبية التي تمتاز بها تلك المصادر من جهة واختيار المصدر أو المصادر الأقل تكلفة من جهة ثانية ينعكس مباشرة على مردودية المؤسسة أو الشركة. لذا قبل المفاضلة بين هذه المصادر لا بد من معرفة أنواعها:

1- التمويل الذاتي : هو عبارة عن مفهوم يبين القدرات الذاتية للمؤسسة على تمويل الاستثمارات التي تقوم بها، و يتكون التمويل الذاتي من الأرباح الغير موزعة واستثمار الفائض من الأرباح والاهتلاكات السنوية للأصول و مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل، بالإضافة إلى رأس المال العامل و إيرادات التنازل عن بعض الأصول.

فالأرباح السنوية الغير موزعة على المساهمين أصبح للمسيرين حرية التصرف فيها، و الاهتلاكات السنوية تمثل ما خصص من قيم مالية لتجديد الأصول الإنتاجية و هي تختلف عن باقي الأعباء التي طرحت للوصول إلى النتيجة في كونها خروجاً غير حقيقي و إنما تخصيصاً داخلياً، أما مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل فتمثل تخصيصاً لقيم مالية عندما يوجد شك في دفع مصاريف في الأجل الطويل خلال فترة انتظار تحقق هذه المصاريف تستطيع المؤسسة توظيف هذه المؤونة كمورد مالي طويل الأجل.

و يحسب التمويل الذاتي بإحدى العلاقتين التاليتين:

إجمالي التمويل الذاتي = ن الغير موزعة + الاهتلاكات + مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل.

صافي التمويل الذاتي = ن الصافية + الاهتلاكات + مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل.

2- التمويل الخارجي : يعتمد التمويل الخارجي على :

القروض طويلة الأجل + القروض متوسطة المدى + القروض الإيجارية + **الزيادة في رأس المال** + تحصيل الحقوق + المساعدات.

2-1- القروض متوسطة الأجل: Crédit moyen terme

توجه القروض المتوسطة لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز استعمالها 7 سنوات مثل الآلات و المعدات و تجهيزات الإنتاج بصفة عامة.

2-2- القروض طويلة الأجل : Crédit à long terme

و القروض الطويلة الأجل الموجهة إلى هذا النوع من الاستثمارات تفوق في الغالب 7 سنوات و يمكن أن تمتد إلى 20 سنة، و هي توجه لتمويل نوع خاص من الاستثمارات مثل الحصول على عقارات، أراضي، مباني إلخ.

و رغم ما تحتوي عليه الطرق الكلاسيكية من مخاطر عالية إلا أنها الطابع الغالب في تمويل الاستثمارات و هذا ما يدعى **بالوساطة المالية** بمعنى أن البنوك تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد وتقرضها إلى المحتاجين للتمويل بسعر فائدة أعلى لتغطية مصاريف التسيير و تحقيق الأرباح من وراء ذلك، بالإضافة إلى طرق أخرى هي أقل خطراً من هذه الطرق نذكر منها :

2-3- القرض الإيجاري : *Crédit bail ou leasing*

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها البنك، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، و يتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.

في نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاثة خيارات إما أن تطلب تجديد عقد الإيجار و وفق شروط يتفق بشأنها مجددا، و تستفيد بالتالي لفترة أخرى من حق استعمال هذا الأصل دون أن تكتسب ملكيته، و إما أن تشتري نهائيا هذا الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد، و في هذه الحالة تنتقل الملكية القانونية للأصل إلى المؤسسة المستأجرة إضافة إلى حق الاستعمال.

و الخيار الأخير أن تمتنع عن تجديد العقد و تمتنع أيضا عن شراء الأصل و تنتهي بذلك العلاقة القائمة بينهما، و تقوم بإرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة. و مقابل هذا التسهيل يفترض أن مجموع الأقساط المدفوعة يفوق ثمن الاستثمار.

و الجدير بالذكر أن وظيفة **الوساطة التقليدية** لم تبق منحصرة فقط في جمع الأموال و توجيهها في شكل قروض، بل أصبح الوسطاء يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة، ك شراء المنتوجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم و سندات و غيرها و تحقيق الأرباح من وراء ذلك. أكثر من ذلك فقد أصبح الوسطاء يصدرون كذلك أوراقا مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح¹.

و على الرغم من المزايا التي تمتاز بها الديون باعتبارها مصدرا من مصادر التمويل، إلا أنها لا تخلو من عيوب، لاسيما عندما يكون العائد على الاستثمارات أقل من تكلفة القروض المستعملة. فعندئذ تنخفض أرباح المساهمين و يزيد احتمال تدخل الدائنين في تسيير المؤسسة. كما أن انخفاض نسبة التضخم يجعل المؤسسة تتمول بأسعار فائدة أعلى من تلك السائدة في السوق، أي ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة لها على مدى الفترة التي انخفضت فيها نسبة التضخم.

و يمكن إجمال السلبات التي يتميز بها التمويل **الغير مباشر** في النقاط التالية²:

- ⌞ تكلفة الإقراض مرتفعة و المتمثلة في الفوائد و العمولات و الرسوم.
- ⌞ ضرورة تقديم ضمانات للحصول على قرض، و هو ما يمثل عائقا بالنسبة للعديد من الأفراد لاسيما أصحاب المشاريع المبتدئين.
- ⌞ تجنب بعض الناس من المسلمين التعامل مع هذه البنوك بسبب انطوائها على عنصر الربا.
- ⌞ التضارب بين مصالح الملاك الدائنين و المدراء.
- ⌞ عدم قدرة البنوك على تمويل التجمعات الصناعية و المالية الكبيرة التي تحتاج إلى موارد مالية طويلة الأجل وبكميات ضخمة.

كل هذه الأسباب جعلت الشركات تعتمد أكثر فأكثر على **سوق الأوراق المالية** أي التمويل المباشر للحصول على الأموال اللازمة و أصبحت العلاقة مباشرة بين أصحاب رؤوس الأموال و أصحاب الشركات أو منظمي

¹ - جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة/ الجزائر، الطبعة الأولى 2002، ص 8.

² - رحيم حسين، الإقتصاد المصرفي، الطبعة الأولى، دار بناء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة/ الجزائر 2008.

المشروعات. و نلاحظ أن أهمية البنوك التجارية أي التمويل **الغير مباشر** يبرز أكثر فأكثر في ظل الاقتصاديات التي تعرف ضعفا في دور الأسواق المالية و المؤسسات المالية الغير نقدية في تمويل الاقتصاد، ويطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل الغير مباشر في التمويل **بإقتصاديات المديونية** أو الاستدانة، في حين يطلق على الاقتصاديات التي تعتمد على التمويل المباشر **بإقتصاديات الأسواق المالية**.

3- اللجوء إلى السوق المالية (زيادة رأس المال أو الاقتراض)

إذا احتاجت المؤسسات إلى مصادر تمويل **طويل الأجل** من أجل زيادة حجم استثماراتها (وهذا ما يغرف بالطرح الثاني) أو تأسيس شركات جديدة (أي طرح أولي) فإنها تلجأ إلى السوق المالية من أجل إصدار أسهم و سندات لسد احتياجاتها التمويلية.

3-1- زيادة رأس المال بإصدار أسهم:

السهم هو منتج مالي تكشف حيازته على توجهين مختلفين:

• توجه المساهم **المضارب**

• و توجه حامل السهم **المدخر** أو **المستثمر**

و معيار التمييز بين هذين التوجهين يستند إلى فترة أو مدة حيازة الأسهم، فالحيازة من أجل البيع المباشر أو شبه مباشر تختص بالمضاربة و على العكس من ذلك فان التوظيف طويل الأجل هو الذي يميز المساهم المدخر.

❖ لكن أيا تكن الأسباب الدافعة للشراء فالمستثمر بحيازته للأسهم يصبح مالكا و يتحمل بالتالي خطرين :

أ- خطر عدم تقاضيه مداخيل غير منتظمة، إذ أن أرباح الأسهم تحتسب استنادا إلى نتائج المشروع، و تقرر في جمعية عمومية عادية.

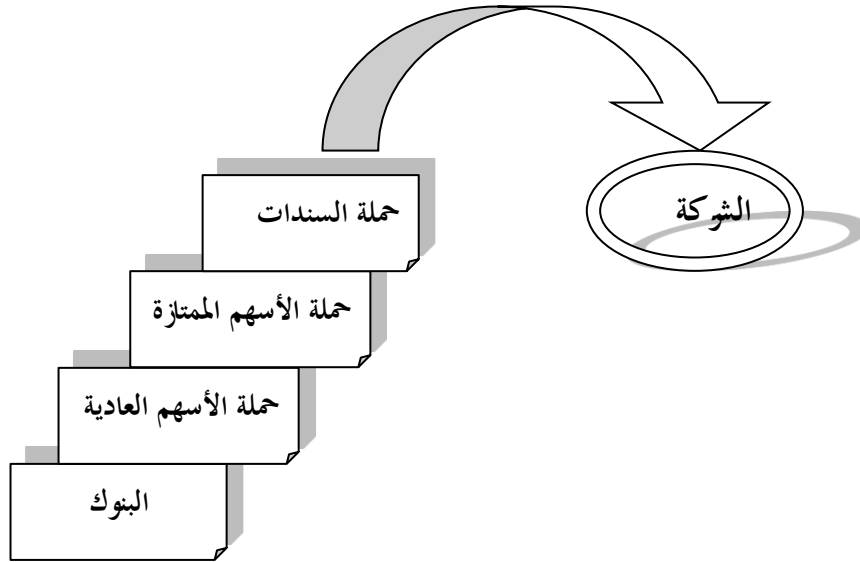
ب- خطر انخفاض قيمة السهم عند إعادة بيعه.

و بذلك تلقى أوضاع البورصة بظلها على المشروع ففي فترات النمو يفضل المستثمرون شراء الأسهم، أما في الأزمات فيطبق هؤلاء قاعدة الحذر، مفضلين حيازة السندات لأنها توفر لهم دخلا أكيدا و تسديدا معلوما.

و الملاحظ أن الأسهم لها جاذبية معينة من قبل الشركة أكبر من الاقتراض أو إصدار السندات لأنها لا تكلف الشيء الكثير و لا تحتاج الشركة لدفع فوائد دورية مقابل ما تحصل عليه من مال، و ليس عليها إعادة كامل رأس المال للمساهمين كما يحدث في حالة الاقتراض، لكن المشكلة في طرح الأسهم هي أنها تبدد ملكية الشركة مما يؤدي إلى إنقاص ملكية حملة الأسهم الحاليين إضافة إلى ضعف إمكانية التحكم بالشركة، و هذا الأخير هو أحد أهم أسباب إصدار الأسهم الممتازة³ مع حرمان صاحبها من حق التصويت لكن مع أولوية الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، ومنه يمكن ترتيب مصادر التمويل لرفع رأسمال الشركة كما يلي:

الشكل رقم (1) : مصادر تمويل أو رفع رأسمال الشركة

³ - فهد عبد الله الحوماني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص 150/149.



المصدر : فهد عبد الله الحويملاني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص 150

3-1-1- مراحل إصدار الأسهم :

المرحلة أولى : تأخذ الجمعية العمومية أولاً قرارها بزيادة رأس المال، ثم تفوض الإجراءات التطبيقية للعملية إلى مجلس إدارة المشروع، و هذا المجلس يحدد مبلغ الزيادة و سعر إصدار الأسهم الجديدة و خصائصها.

المرحلة الثانية: تتمثل بإعلام الجمهور وسلطات البورصة بالعملية، و يتم إنجاح هذه العملية باللجوء إلى عقود ضمانات تدرج ضمن أحد النموذجين الأساسيين التاليين:

☒ **العقود التي تلزم الوسيط :** في هذه الحالة تستطيع المؤسسات المالية حيازة الأسهم قبل و وضعها بتصرف الجمهور، على أن تأخذ على عاتقها عملية بيعها أو أيضا تلزم بشراء الأسهم التي لم تجد لها مشترين في نهاية العملية.

☒ **عقود المعاونة : *contrats d'assistance***

العقد في هذه الحالة لا يلزم المؤسسات المالية ببيع كل الإصدارات من الأوراق المالية، بل تكتفي هذه المؤسسات فقط بتقديم المساعدة من أجل تسهيل إنجاح العملية.

➡ **لكن السؤال الذي يطرح الآن ما هو السعر الذي يباع به الإصدار و هل هناك حد معين لقيمة الأسهم**

المصدرة؟

3-1-2- علاوة الإصدار : *la prime d'émission*

يصدر السهم بسعر إصدار (بسر بيع) محصور بين حدين:

⬇ على الأقل القيمة الاسمية للسهم، لأن كل إصدار دون السعر الاسمي *Pair* هو ممنوع.

⬆ على الأكثر القيمة الرياضية المحاسبية *valeur mathématique comptable* للسهم القديم أو تسمى القيمة الدفترية *book value* ، و القيمة الرياضية تساوي:

(رأس المال + الاحتياطات)/عدد السهم

و تمثل علاوة الإصدار الفرق بين سعر الإصدار (قيمتة في البورصة) و القيمة الاسمية للسهم، فمثلا إذا كانت القيمة الاسمية للسهم التابعة لشركة رياض سطيف 1000 دج و أن قيمته في البورصة 6000 دج، فإن الفرق الذي يعرف بـ علاوة الإصدار يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة كما يلي:

1.000.000.000	مليون سهم	أسهم عادية
5.000.000.000		علاوة الإصدار
6.000.000.000		إجمالي الأموال الخاصة

يلاحظ من هذا المثال السابق أن الأموال الخاصة يمكن حسابها من ضرب عدد الأسهم في سعر بيع السهم، كما أن القيمة الدفترية تتغير بتغير علاوة الإصدار و تساوي مجموع الأسهم العادية و علاوة الإصدار و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية.

فمثلا إذا افترضنا أن مجموع الاحتياطات و الأرباح المحتجزة من طرف شركة الرياض هو 2.000.000.000 دج فإن هيكل الأموال الخاصة يصبح كما يلي :

1.000.000.000	مليون سهم	أسهم عادية
5.000.000.000		علاوة الإصدار
2.000.000.000		احتياطات و أرباح محتجزة
8.000.000.000		إجمالي الأموال الخاصة

و تكون القيمة الدفترية للسهم 8000 دج أي $8.000.000.000 / 1.000.000$ سهم . أما إذا كان هيكل الأموال الخاصة يحتوي على أسهم ممتازة فيجب طرح قيمتها من مجموع الأموال الخاصة و قسمة الباقي على عدد السهم العادية و ذلك للوصول إلى القيمة الدفترية للسهم العادي.

يبقى أن نشير إلى أن هذه القيمة تستعمل عند التصفية حتى عرفت بقيمة التصفية.

- على العموم فإن سعر السهم يتوقف كما هو معروف على عدة عوامل منها : الأرباح المحققة و المتوقعة للسنوات القادمة، نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين، تقدير الخطر الخاص بالشركة المصدرة للسهم، نسبة المديونية، معدل النمو للشركة، العائدات الموزعة من قبل شركات تعمل في نفس القطاع و كذا طبيعة النشاط الذي تمارسه.

- و لشركات المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول و ذلك بشرائها من حملة الأسهم، كما يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية أن يستحوذ (takeover) على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء في الجرائد و إغراء حملة الأسهم و الشركاء الأصليين من أجل تنازلهم عما يجوزتهم من أسهم و تتم هذه الصفقات بأسعار أعلى من الأسعار السائدة في البورصة ويتم هذا النوع من الشراء بطريقة ودية و عادة تتم

الموافقة و تخرج الشركة المشتراة من السوق بالكامل، أما في حالة الشراء بالشكل العدائي فيتم ذلك بقيام الشركة الراغبة في الشراء بشراء نسبة كبيرة من الأسهم من السوق مباشرة أو عن طريق تقديم سعر مغر لحملة السهم حتى و إن مانع القائمون على الشركة من كبار المالكين ومجلس الإدارة. عندها يقوم مجلس إدارة الشركة بالتصدي لهذا الهجوم من طريق اتخاذ مختلف التدابير لمحاولة رفع سعر السهم في السوق، كأن تقوم الشركة باتخاذ بعض الإجراءات لتطوير عمل الشركة و إصدار بعض الأخبار التي تعطي انطباعا عن توجهات الشركة المستقبلية و خططها التنموية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم و إفشال عملية الشراء.

و في حالة فشل هذه الطرق فقد تقوم الشركة باتخاذ بعض التدابير العجيبة أحيانا كقيامها باستخدام طريقة الحبة المسمومة *Poison Pill* و هي عبارة عن طريقة لقتل الشركة كي لا تصبح ذات قيمة للشركة الراغبة في الشراء! من ذلك قيام الشركة ببيع عدد كبير من الأسهم لجهات صديقة بسعر متدن الأمر الذي يرفع من عدد الأسهم القائمة في السوق *Floating Shares* و يجعل عملية شراء كامل أسهم الشركة أمرا مكلفا كذلك قد تقوم بالتخلص مما لديها من مبالغ نقدية *Cash* لتضعف من جاذبية الشركة في عين المشتري و ذلك بدفع ما عليها من ديون و منح علاوات لموظفيها و أعضاء مجلس الإدارة⁴.

أخيرا هناك طريقة تعرف بخطة حقوق المساهمين *Stockholders' Rights Plan* و التي يقوم من خلالها مجلس إدارة الشركة بمنح حامل السهم أحقية شراء سهم جديد في المستقبل بسعر معين متى ما ظهر هناك احتمال قيام جهة بشراء أكثر من 15 % من أسهم الشركة فيصبح من الصعب على الجهة المتعدية السيطرة على الشركة. لذا سنتكلم في الخطوة الموالية عن الأطراف التي لها الحق أو الأولوية في عملية الاكتتاب؟

3-1-3- الحق التفضيلي بالاكتتاب: (حق الأفضلية بالاكتتاب) *droit préférentiel de souscription*

و على الرغم من أن أسباب الطرح الثانوي أو ما يعرف برفع رأس المال قد تكون لها مبرراتها الإيجابية كأن تكون الشركة بحاجة لدعم مشاريع أبحاث و تطوير أو شراء شركة صغيرة مكملتها و هكذا، و لكن تظل نظرة المستثمرين سلبية لها كونها في واقع الأمر تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم القائمة في السوق مما يؤدي بالتالي إلى انخفاض السعر و السبب في ذلك يعود إلى أن قيمة السهم تعتمد على عدد أسهم الشركة التي في أيدي المالكين. فكلما زاد عدد الأسهم المملوكة نقصت حصة كل سهم من الأرباح و بالتالي تنخفض قيمة السهم. إلا أنه من المفترض أن تستفيد الشركة من التمويل الجديد و بالتالي تزداد إيراداتها و أرباحها في المستقبل، كما أن الشركات عادة تمنح المالكين الحاليين الأحقية في شراء الأسهم الجديدة و بالتالي تمكينهم من شراء الأسهم الجديدة دون دخول ملاك جدد و بالتالي الحفاظ على حقوق المساهمين السابقين. و يتم تحقيق هذه الغاية عبر الحق التفضيلي للاكتتاب الذي يعطي الأولوية للاكتتاب تستند نسبيا إلى عدد الأسهم المحازة.

و كل مساهم يستطيع الاكتتاب بسهم جديد، و وفقا لعدد معين من الأسهم القديمة المحازة، و تحسب وفق العلاقة التالية:

عدد الأسهم القديمة / عدد الأسهم الجديدة

مثلا يبلغ رأس مال شركة ما مليون دولار موزع على عشرة آلاف سهم قيمة كل منها يساوي مئة دولار قررت الشركة إصدار 5000 سهم جديد قيمة كل منها مئة دولار. ففي هذه الحالة يستطيع المساهم الاكتتاب بسهم جديد إذا كان يحوز على سهمين قديمين : أي $5000/10000 = 2$ سهم.

لكن ما نلاحظه أن قيمة السهم النظرية لحق الاكتتاب تنخفض بعد زيادة رأس المال.

3-1-4- القيمة النظرية لحق الاكتتاب: *la valeur du droit souscription*

من حيث المبدأ تساوي القيمة النظرية لحق الاكتتاب الخسارة التي يتعرض لها كل سهم قديم على إثر إصدار أسهم جديدة.

على سبيل المثال، شركة يبلغ رأسمالها مليون دولار، موزعة على عشرة آلاف سهم قيمة كل منها 100 دولار، قدرت احتياطاتها بـ : 500000 دولار.

القيمة النظرية (الدفترية) للسهم هي : $\$ 150 = 10000/(1000000+500000)$

فإذا زيد رأس المال بقيمة مليون دولار، نتيجة إصدار 10000 سهم جديد قيمة كل منها مئة دولار، تصبح قيمة السهم بعد الزيادة : $\$ 125 = 20000/2500000$

لكن إذا أصدرت الأسهم الجديدة بسعر 120 دولار للسهم أي 20 دولار تمثل علاوة إصدار فان قيمة السهم سوف تصبح : $\$ 135 = 20000/2700000$

إن القيمة النظرية لحق الاكتتاب أو الخسارة التي يتعرض لها كل سهم قديم تتحدد كما يلي : $150 - 135 = 15$ \$ و نلاحظ أن ارتفاع علاوة الإصدار يؤدي إلى انخفاض القيمة النظرية لحق الاكتتاب و تتمثل في الفرق بين سعر السهم القديم و السعر النظري الجديد.

مثال 2 : أصدرت شركة X أسهما جديدة بسعر 300 دولار للسهم مع حق اكتتاب 3 أسهم جديدة لكل سهمين قديمين، السعر الأخير المسعر به السهم المصدر حديثا قدر بـ 320 دولار.

$$* \text{ يتحدد السعر النظري كالتالي : } 308 = \frac{(2 * 320) + (3 * 300)}{2 + 3}$$

و القيمة النظرية لحق الاكتتاب $320 - 308 = 12$ دولار، و إذا قرر المساهم القديم الاكتتاب فان مجمل قيمة أسهمه تصبح : $1540 = (3 * 300) + (2 * 320)$ دولار

و إذا لم يكتتب فانه يتعرض **نظريا** لخسارة 12 دولار عن كل سهم، و لتعويض هذه الخسارة يمكنه أن يبيع هذا الحق في البورصة.

➡ **قابلية حق الاكتتاب للتداول :** تجدر الإشارة إلى أن الحق التفضيلي بالاكتتاب يجب أن يمارس خلال فترة معينة تختلف بين بلد و آخر تبعا لما تفرضه القوانين المطبقة و هذا الحق يسمى غير قابل للتقليص عندما يتمتع المساهم الأساسي بحق الاكتتاب بالأسهم المصدرة. كما أن الحق المذكور هو من جهة أخرى قابل للتداول. و المساهم المالك لهذه الحقوق يمكنه الأخذ بأحد الخيارين التاليين:

◈ استخدام الحق التفضيلي بالاككتاب من أجل حيازة الأسهم المصدرة و الخسارة المحتملة التي قد تتعرض لها الأسهم المحازة أساسا يجري تعويضها عبر سعر شراء الأسهم الجديدة.

◈ التخلي عن الحق التفضيلي و بيعه في السوق الثانوي.

هذه القيمة المتحركة تسعر خلال طيلة فترة الاككتاب بالأسهم المصدرة و فور إقفال الاككتاب يصبح الحق التفضيلي دون أية قيمة. و نظرا لأن الحقوق المذكورة مسعرة في البورصة فان سعرها يرتبط بكل من العرض و الطلب مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الوقت في التسعير، و سعر الحق يظهر أنه يتجه حكما نحو الصفر كلما ازداد الاقتراب من نهاية فترة الاككتاب.

3-2- الاقتراض من خلال إصدار السندات :

تعرف السندات على أنها أوراق مالية قابلة لتداول، و سوق الاستدانة بسندات هو سوق يهيمن عليه المؤسساتيون *Institutionnels* على العموم و الدولة بشكل خاص.

و عادة لا يحدد القانون حدا أدنى أو أقصى لقيمة القرض بسندات، كذلك لا توجد قواعد تشير إلى التقيد بنسبة معينة بين المبلغ المصدر و رأس المال، و للحصول على قيمة القرض يقتضي ضرب عدد السندات المصدرة بسعر الإصدار، أما سعر الإصدار فهو يمثل الثمن المدفوع للشركة من قبل المكتتب و في هذا السياق نشير إلى حالات عدة:

◀ سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية أو الوجهية للسندات *valeur nominale ou faciale* و عندها يعرف الإصدار بالتعادي *Au pair* .

◀ سعر الإصدار هو أدنى من القيمة الاسمية للسند، ففي هذه الحالة يتحقق الإصدار دون السعر الاسمي و الفارق بين القيمة الاسمية و سعر الإصدار يشكل ما يعرف ب : *Prime d'émission*

◀ سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية و لكن التسديد يحصل بمعدلات أعلى من هذه القيمة و عندها يجري الحديث عن علاوة التسديد *Prime de remboursement*

◀ سعر الإصدار هو أدنى من السعر الاسمي لكن إمكانية التسديد تكون بسعر أعلى من السعر الاسمي و عندها يحصل الإصدار ب : علاوة مزدوجة *Double prime*

لكن ما هي الأسباب التي تدفع المشروعات إلى دفع هذه العلاوات؟

في الحقيقة تمثل العلاوات المشار إليها تصحيحا للإصدار بما يتوافق مع وضع السوق في موعد الإصدار (عند إصدار القرض) فبعد قيام المشروع بتحديد معدل الفائدة و توقع العبء المالي الناشئ عن القرض فان شروط القرض قد تتطور و القرض الذي افترض أساسا أنه مغر قد يخسر هذه الايجابيات، لأن معدلات السوق تكون مرتفعة عند الإصدار و لكي لا يغرم المكتتب و يعرض الإصدار للفشل يقدم للمستثمر مقابل (بدل) بعلاوة الإصدار أو بعلاوة التسديد.

و الآن ما هي العوامل التي تأخذها الشركات بعين الاعتبار عند اتخاذها لقرار اختيار مصدر التمويل طويل

الأجل : هل هو إصدار أسهم أم سندات؟

لا شك أن هناك اختلافات جوهرية بين الأسهم و السندات و التي تعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على قرار اختيار مصدر التمويل المناسب : فالأسهم

- تعطي لأصحابها حق المشاركة في اتخاذ القرارات في الشركة المصدرة.
- لا يترتب على الشركة المصدرة التزامات بدفع عائد معين لأصحابها.
- لا يترتب على الشركة المصدرة بسدادها لأصحابها في تاريخ معين.

كما نشير هنا أن فوائد السندات تعتبر نفقة بالنسبة للشركة التي أصدرت السندات، و يمكن تنزيلها من الأرباح الإجمالية للشركة، أما الإيرادات فتعتبر توزيعا للربح.

ومن البديهي أن المساهمين القدامى لن يوافقوا على أسلوب معين للتمويل إلا إذا كان هذا الأسلوب يضمن لهم مصالحهم أو على الأقل لا يلحق بهم أضرار مالية : فكلما كان معدل الإيرادات المتوقع على الاستثمارات أكبر من سعر الفائدة على السندات كلما كان اللجوء إلى إصدار السندات أفضل حيث يؤدي ذلك إلى زيادة إيرادات السهم في الشركة و هذا ما يعرف بالرافعة المالية و تتمثل في اعتماد المؤسسة على القروض طويلة الأجل لرفع ربحية السهم.

أما في الحالة العكسية عندما يكون معدل الإيرادات أقل من سعر الفائدة فان اللجوء إلى إصدار السندات سيؤدي إلى إلحاق خسائر بالمساهمين لأن إيراداتهم سوف تكون أقل من إيرادات السندات، وقد تكون الشركة مضطرة لقبول مثل هذا الوضع عند توقع ارتفاع الإيرادات مستقبلا.

بعد اختيار البديل التمويلي الأقل تكلفة و الذي يدر أكبر إيراد نشير بأن للبورصة هي التي لعبت دور توفير التمويل و بأقل تكلفة و في أسرع وقت و بمبالغ كبيرة لذا يجب علينا أن نبين ما هي أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة؟

4- أهمية البورصة في الاقتصاديات الحديثة:

إن نشاط سوق رأس المال يعني إمكانية تعبئة المدخرات و تنويع الأصول المتاحة للاستثمار فضلا عن جذب الاستثمار الأجنبي مما يعمل على نمو الاستثمار و تحريك عجلة التنمية الاقتصادية. فارتفاع قيمة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في السوق الثانوية يعني زيادة حجم التمويل المتاح لاستثمارات هذه المؤسسات، كما أنها تعمل على توجيه الفوائض المالية إلى القطاعات التي تخدم عملية التنمية الاقتصادية، و تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية العامة و أداة لتقييم الشركات و وسيلة للحد من معدلات التضخم دون التمويل بالعجز، كما تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة إذا تم ربطها بأسواق الأوراق المالية الدولية.

3-1- تعبئة المدخرات : تقوم سوق رأس المال بوظيفة تعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم و السندات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمدخر و المستثمر خاصة إذا كانت تكاليف المعاملات منخفضة.

3-2- زيادة الثروة : تتسم الأدوات المالية التي يوفرها سوق رأس المال بأنها لا تتعرض للإهلاك كما أنها تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها أو عائدا يزيد في ثروة الاقتصاد و الاستثمارات.

3-3- توفير السيولة: يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، و في الأسواق المرتفعة تزداد فرص الشركات المدرجة في الحصول على احتياجاتها التمويلية عن طريق الإصدار مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار في المجتمع.

3-4- توفير التمويل للاستثمار: تعمل سوق رأس المال على توفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المشاريع الاقتصادية للأوراق المالية و الحصول على التمويل اللازم للاستثمار و التوسع،

3-5- تخفيض المخاطر و ترشيد المستثمر: تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد أو درجة عدم انتظام العوائد و الخوف من وقوع خسائر من الاستثمار، و لتجنب المخاطر فان سوق رأس المال تسمح للمستثمرين بتنويع أوراقه المالية حيث يقوم ببناء محفظة تضم أوراق لقطاعات مختلفة و مؤسسات متنوعة، كما أن التنويع يكون على المستوى الدولي و ليس على المستوى المحلي فقط.

3-6- إحكام الرقابة على إدارة الشركات : حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت و المشاريع الاستثمارية.

3-7- تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي و تجنب معدلات مرتفعة من التضخم، و ذلك أن اللجوء للتمويل عن طريق الإصدار يجنب وقوع البنك المركزي في سياسة التمويل بالعجز.

5- صيغ التمويل الإسلامية : هناك عدة صيغ لتمويل الاستثمارات عن طريق الأسواق المالية الإسلامية نذكر منها باختصار.

5-1- المضاربة : عقد على المشاركة في الاتجار بين مالك رأس المال و عامل يقوم بالاستثمار بما لديه من خبرة و يوزع الربح بينهما في نهاية كل صفقة بحسب النسبة المتفق عليها، أما الخسارة إذا وقعت فيتحملها رب المال وحده، و يخسر المضارب جهده و عمله أي أن رأس المال من طرف و الإدارة و التصرف فيه من طرف آخر. فالأول يملك المال و لكنه لا يجد الوقت أو الخبرة للاتجار فيه و الثاني لديه الخبرة في الشؤون التجارية و لكنه لا يملك المال للتعامل فيه و ممارسة خبراته.

و المضاربة مشروعة بدلالة قوله تعالى "**و آخرون يضرِبون في الأرض يبتغون فضل الله**" و قوله سبحانه و تعالى "**ليس عليكم جناح أن تبتغوا فضلا من ربكم**" و أقر النبي صلى الله عليه وسلم بعد البعثة النبوية ما كان يفعله قبلها من المضاربة بمال خديجة رضي الله عنها إلى بلاد الشام و هو شاب.

➤ **أنواعها:** المضاربة إما مطلقة أو مقيدة، أما المضاربة المطلقة فهي التي تتم دون قيود بأن يدفع البنك المال مضاربة من غير تعيين العمل و المكان و الزمان و صفة العمل و من يعامله المضارب⁵.

و أما المضاربة المقيدة فهي المقترنة ببعض القيود بأن يدفع البنك مالا إلى شخص آخر على أن يعمل به في بضاعة معينة أو في بلدة معينة أو في سوق معين أو في وقت معين أو لا يتعامل إلا مع شخص معين و على هذا يجوز أن يشترط رب المال على المضارب ألا يتجر إلا في سلع تحقق في عرف السوق حدا معيناً من الربح⁶.

5-2- المشاركة أو الشركة أو الشراكة:

⁵ - وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر المعاصر، بيروت لبنان، الطبعة الأولى، 2002. ص 439.

⁶ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 440.

فهي أن يتعاقد اثنان فأكثر على إنشاء عمل أو مشروع تجاري أو صناعي أو زراعي بقصد تحقيق الربح و شركات العقود ثلاثة أنواع : شركة أعمال أو صنایع، شركة وجوه و شركة أموال⁷.

فإذا تساوى الشريكان في رأس المال و التصرف و الدّين أو الملة فهي شركة مفاوضة و هي نادرة في الحياة العملي، و إذا تفاوت الشريكان في المال و التصرف أو في العمل و المسؤولية بأن يكون رأس المال أحدهما أكثر من الآخر، أو يكون أحدهما مسؤولاً عن إدارة الشركة و الآخر غير مسؤول فهي شركة عنان، و هي كثيرة الحصول في الحياة العملية و لا سيما في أعمال المصارف الإسلامية حيث يساهم المصرف في تمويل المشروع و يفوض العميل بإدارة الشركة و استثمار المال و يكتفي المصرف بالرقابة.

و هذه الشركات كلها من شركات الأشخاص و تتصف بصفة الاشتراك الدائم إلى انتهاء مدة الشركة أو فسخها أو إنجاز مهمتها أو عملها و العمل فيها إما من كلا الشريكين أو من أحدهما. و يوزع الربح بين الشركاء حسب الاتفاق و الخسارة بنسبة حصة كل منهما في رأس المال. و يشترط كون الربح معلوم المقدار لكل شريك منعاً من الجهالة المؤدية إلى المنازعة و إفساد الشركة، و أن يكون بنسبة شائعة لا بحصة مقطوعة لأحد الشركاء، إذ قد لا تريح الشركة إلا بهذا المبلغ المقطوع.

و تلجأ المصارف الإسلامية و غيرها إلى المشاركة بدلا من المديونية الربوية حيث يكون التمويل فيها مقابل فوائد مقطوعة و هذا هو عين الربا و أما المشاركة فتحقق ربها مشروعاً لكل من البنك و الشريك و العميل على مدار السنة. و قد طورت أوضاع الشركات في العصر الحاضر فعرف ما يسمى بالشركة المساهمة و الشركة المتناقصة أو المنتهية بالتملك أو الشركة الدائمة⁸.

5-3- المراجعة :

هو بيع يشمل الثمن الأول مع زيادة الربح، كأن يشتري الشيء بعشرة دنانير، و يود بيعه بربح دينار (مقدار مقطوع) أو بنسبة عشرية مثل 1 أو 2%

5-4- الإستصناع :

عقد مع صانع على عمل سيئ معين في الذمة، كالاتفاق مع النجار على صناعة مكتب أو مقاعد أو غرفة مفروشات أو نوم، أو صانع أحذية على صناعة حذاء أو خياط على خياطة ثوب معين، وتكون العين المصنوعة و مادتها الأولية من الصانع و يكون المعقود عليه هو العمل فقط. فإذا كانت العين أو المادة الأولية كالأخشاب و الجلود من المستصنع لا من الصانع، فإن العقد يكون إدارة لا إستصناعاً.

و يكون الاتفاق على ثمن معين لا يدفع كله عند الاتفاق أو التعاقد و إنما يدفع عادة جزء من الثمن بصفة العربون. و قد أصبح للإستصناع في عصرنا الحاضر أهمية كبيرة حيث أتجه الناس إليه في بناء السفن في احواض واسعة و في تصنيع الطائرات المدنية و الحربية و تجهيز الآلات و صناعة السيارات و غير ذلك من المصالح و الحاجات فصار هذا العقد من

⁷ - أو ما يسمى بشركة المساهمة.

⁸ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 432.

أهم العقود الدولية و المحلية في مجال التجارة و الصناعة و أدى ذلك إلى تنسيط حركة التبادل و التعامل و تسهيل المعاملات على كل من الصانع و المستصنع في المعامل و المصانع المختلفة⁹.

5-5- الإجارة : الإجارة أو التمويل التأجيري هو تقنية تمويل منتشرة بكثرة تسببه لحد ما التأجير التمويلي و التأجير التشغيلي الوضيعين *conventional operating and finance leases* و يقتضي العقد بأن يقوم البنك الإسلامي باعتباره المؤجر أو المالك بتأجير أصل من الأصول آلات أو تجهيزات مادية مثلاً إلى زبونه أي المستأجر، مقابل مبلغ متفق عليه يسدد على دفعات خلال مدة محددة مسبقاً، هي مدة استعمال الأصل أو مدة الإجارة. تبقى ملكية التجهيزات في يد المؤجر (المالك) خلال تلك المدة، و بالتالي يتحمل كافة المخاطر المتعلقة بها على أن يتحمل المستأجر المصاريف التي تنتج عن استعمال تلك التجهيزات. قد يأخذ عقد الإجارة شكل " الإجارة و الاقتناء أو الإجارة المنتهية بالتمليك" حيث يدفع المستأجر بالإضافة على الدفعات السابقة أقساطاً تمثل المبلغ المستثمر في التجهيزات الأمر الذي يتيح له شراءها في نهاية المدة و تؤول ملكيتها إليه. في هذه الحالة الأخيرة يجب أن يحتوي عقد الإجارة على مادة تجبر المستأجر على شراء التجهيزات المعنية من البنك. لقد ازداد استعمال الإجارة في عملية تمويل اقتناء الطائرات و المركبات و الآلات الو التجهيزات و المباني و غيرها¹⁰.

5-6- السلم :

هو بيع آجل بعاجل أو بيع شيء موصوف في الذمة يتم تسليمه في آجل لاحق، و يجب أن يكون الثمن كله معجلاً، أي أنه يتقدم فيه رأس المال أو الثمن و يتأخر المبيع أو المسلم فيه لأجل في المستقبل مثل شراء حب معين أو قطن أو مواد مصنعة محددة المواصفات لمنع الجهالة و يمكن توفيرها في موعد التسليم، فهو بيع أو مبادلة شيء مقبوض عند التعاقد بشيء مؤجل التسليم في المستقبل¹¹.

⁹ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 56.

¹⁰ - جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى 2011. ص 691.

¹¹ - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، 2002. ص 295.