

## المحاضرة السادسة: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، فهي إذا بمثابة العمود الفقري لهذا السوق، فالورقة المالية تمثل مستند حق الملكية أو دين يثبت حقوق المستثمر. ويشترط في الشركة التي تقوم بطرح أوراقها في سوق الأوراق المالية، أن تكون من الشركات التي تصدر صكوكا قابلة للتداول، أي يجب أن تكون من شركات المساهمة أو من شركات التوصية بالأسهم. أما بالنسبة لشركات الأشخاص التجارية والمدنية، فإن رؤوس أموالها لا تتكون من حصص قابلة للتداول بالطرق التجارية، وإن تم تداولها فيكون ذلك مقابل إجراءات معينة منصوص عليها في القانون.

ولابد لنا من التمييز بين الأوراق التجارية والأوراق المالية، فالأولى لها خاصية السيولة الجارية واستخدامها في النشاط التجاري في فترة قصيرة، ويتم تداولها في السوق النقدي. بينما الأوراق المالية يقصد بها الأسهم والسندات المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية، وتكون ذات أجال متوسطة وطويلة.

### 1. الأسهم: Stocks.

الأسهم هي حقوق ملكية على الشركة المصدرة لها.<sup>(31)</sup> حيث السهم يمثل حق المساهم في رأس مال إحدى شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، أو هيئات ومؤسسات أخرى لها شخصية معنوية عامة أو خاصة، رأسمالها مقسم إلى أسهم أو حصص متساوية.<sup>(32)</sup> ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك القيمة الاسمية للسهم، اسم الشركة المصدرة للسهم، نوع السهم ورقمه، عدد الأسهم بالصك.<sup>(33)</sup>

تتميز الأسهم بخصائص تكفل للسهم أداء مهمته في الحياة الاقتصادية، تتمثل في التساوي في القيمة، قابلية التداول، عدم قابلية السهم للتجزئة، المسؤولية المحدودة للمساهم،

(31) - Frederic Mishkin, op.cit. p40.

(32) - سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره: ص 187.

(33) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 78.

عضوية الجمعية العمومية للشركة. وتتنوع الأسهم تبعاً لطبيعتها، ويمكن تقسيم الأسهم إلى نوعين من حيث طبيعة الحصة المقدمة وهي الأسهم النقدية والأسهم العينية. فالأسهم النقدية هي الأسهم التي تدفع نقداً، والأسهم العينية هي الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، سواء كانت منقول أو عقار، أو غير ذلك من الأصول. ويمكن تقسيم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم اسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر، فالأسهم الاسمية هي الأسهم التي يكتب عليها أسماء أصحابها وصناعاتهم وموطنهم، جنسيتهم، بالإضافة إلى رقم السهم ونوع الشركة ورأسمالها ومركزها الرئيسي. ويقيد أيضاً عمليات التنازل وكافة التصرفات التي تتم على الأسهم وتاريخ حدوثها. ولدينا الأسهم لحاملها وهي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها، بل يكون السهم مملوكاً ملكاً خاصاً للشخص الذي يحمل صك ملكيته، ويتم التنازل عنه بتسليمه من البائع للمشتري. وهناك الأسهم لأمر وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم صاحب الحق مسبقاً بعبارة "لأمر أو لإن" ويتم تداولها عن طريق التظهير، أي يكتب على ظهر الصك ما يفيد تحويله إلى آخر مع التوقيع، وعندئذ يصبح الثاني هو صاحب السهم مباشرة دون الرجوع إلى الشركة. وأهم تصنيف للأسهم هو من حيث الحقوق حيث يتم تصنيفها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

### 1.1 الأسهم العادية: (Common stocks)

يعرف السهم العادي على أنه ورقة مالية، تصدر عن شركة مساهمة معينة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح للجمهور عن طرق الاكتتاب العام في السوق الأولية. ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة، تعود لأسباب وتقييمات متباينة. وعليه فإن السهم العادي هو أول أداة تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنه آخر ما يتم سداه. ولحامليه حصة الملكية في الشركة، ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات. ولهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية.

تمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل، في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة. وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب.<sup>(34)</sup>

### 1.1.1 اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية - التي سبق الإشارة إليها - ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية المضمونة القيمة.<sup>(35)</sup>

#### \* الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل. غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل. أصدرت هذه الشركة مجموعة من الأسهم أطلقت عليها فئة E-class، وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية. وفئة أخرى أطلقت عليها H-class، ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

#### \* الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، لا تعتبر من المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر مشروع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية، يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في

<sup>(34)</sup> - محمد عوض عبد الجواد & علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص 86.

<sup>(35)</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر: الإسكندرية، 1999، ص 11.

ظل خطط معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة، بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. هذا إضافة إلى نص قانوني آخر يعفي المؤسسات المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

### \* الأسهم العادية المضمونة القيمة:

الأصل في السهم العادي أن ليس لحامله الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية. غير أنه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية، تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا بلغ الانخفاض الحد المعلوم ولكن بعد تجاوز الفترة الزمنية المحددة فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض.

### 2.1.1 مزايا وعيوب إصدار الأسهم العادية:

يصاحب الاستثمار في الأسهم العادية الحصول على عدة امتيازات، تجعل المستثمرين يقبلون عليها، وفي نفس الوقت تشجع الشركات على إصدارها، منها: (36)

- تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يمكن استرداد قيمتها من الشركة.
- الشركة غير ملزمة بدفع أرباح لحملة الأسهم، إلا إذا تحققت فعلا وأتخذ قرار بشأن توزيعها كليا أو جزئيا، ولذلك فإنها لا تمثل عبئا على الشركة.
- إن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد من حجم الطاقة الاقتراضية للمنشأة، أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.

(36) - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره: ص 133.

وقد يعتبر إصدار الأسهم الجديدة أمر غير محبب وذلك لعدة أسباب يمكن حصرها فيما يلي:

- زيادة قاعدة المالكين، مما يعني تشتيتنا أكبر للأصوات في الجمعية.
- اتساع قاعدة توزيع الأرباح على الملاك القدامى والجدد، وبالتالي انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة.
- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، إذ لا تعد من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، أي انه لا يتحقق عنها أي وفورات ضريبية.
- أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في الأوراق الأخرى، وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفع إضافة إلى ارتفاع كلفة إصدارها وطول فترة إجراءاتها.

## 2.1 الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي)، له قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة (لأنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة) مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه قد ينص على استدعائه في تاريخ لاحق، وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه في السندات.

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما، أو تحققت أرباح ولكن لم تقرر الإدارة توزيعها، حينئذ لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية، في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة. ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس

على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط على السنوات التي تحققت فيها أرباح.<sup>(37)</sup>

وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة، ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات، وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة، حيث أن السهم الممتاز يشبه السند في أن نصيبه من الأرباح محدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية، وأنه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول قبلهم على نصيبهم من الأرباح، أو نصيبهم من أموال التصفية.<sup>(38)</sup>

تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا، من أهمها أن التوزيعات محدودة بقدر معين، وأنه لا يحق لحملة التصفية، إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل عويصة، كذلك أن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في التخفيض من نسبة الأموال المقترضة وزيادة الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية للمنشأة مستقبلا. يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم، قد يتضمن إعطاء الحق للشركة في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة للشركة، إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق إصدارها وإحلالها بسندات ذات فائدة أقل أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب، وأول ما يذكر في هذا الصدد أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقترضون، ومن ثم فهم يطالبون بمعدل أعلى للعائد، فعلى عكس المقترضين ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري. كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية، يأتون

(37) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره: ص 26.

(38) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 76.

في المرتبة الثانية بعد حملة السندات. كذلك يعاب على الأسهم الممتازة عدم إلزامية التوزيعات، فليس لحاملتها الحق في المطالبة بنصيبهم في الأرباح، إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها التوزيع وذلك من أرباح سنة لاحقة<sup>(39)</sup>.

### 1.2.1 أنواع الأسهم الممتازة.

هناك أربعة أنواع من الأسهم الممتازة، سوف نشير باختصار لكل نوع منها في ما يلي:<sup>(40)</sup>

#### \* الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:

هي أسهم ممتازة تضمن لحاملها، الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة، حققت فيها الشركة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب أو لآخر، وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق حيث يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة.

#### \* الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح عن عملية التوزيع الأولى.

#### \* الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، إحدى المزايا التي تمنح لحاملي الأسهم القابلة للتحويل، إذ تنتج لهم أفضلية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، وفي نفس الوقت توفر لحاملها خلال فترة زمنية محددة، فرصة تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

(39) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره: ص 27.

(40) - محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره: ص 157.

### \* الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقبليتها للسداد أو الاستدعاء من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء. وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء، تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة، بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر للشركة ميزة أن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم، إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال، يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة.

### 2.2.1 الاتجاهات الجديدة في شأن الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية السابقة الذكر، هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.<sup>(41)</sup>

### \* الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل في أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم. لكن في العام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة، ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزنة. على أن يجري تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر، بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات. وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم.

### \* الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

تعطي لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة مثلها مثل الأسهم العادية، كنوع من التعويض للمساهمين إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.

(41) - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره: ص 155.