

المحاضرة 04:

الأدوات المالية والعقود المشتقة: الأدوات المالية الأساسية (الأسهم)

المرجع الأساسي:

- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2006). *Financial markets and institutions*. Pearson Education India.
- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2011). EBOOK: *Financial Markets and Corporate Strategy*: European Edition. McGraw Hill.

الأهداف:

- التعرف على مفهوم الأسهم (Stocks) ودورها في الأسواق المالية.
- دراسة الخصائص الرئيسية للأسهم.
- التعرف على الأنواع المختلفة من الأسهم المتداولة في الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية:

- الأسهم (Stocks)
- الأسهم العادية (Common Stocks)
- الأسهم الممتازة (Preferred Stocks)
- الأرباح (Dividends)
- حقوق التصويت (Voting Rights)
- العائد على الاستثمار (Return on Investment)

تمهيد:

في المحاضرات السابقة تحدثنا عن الأسواق المالية وعن تصنيفاتها وكيفية تنظيمها، حيث تم تعريفها على أنها سوق يلتقي فيها طرفان أصحاب الحاجة إلى التمويل وأصحاب الفائض في الأموال لتبادل سلعة تتمثل في أوراق مالية (أدوات مالية). في هذه المحاضرة سنحاول التعرف على إحدى أقسام هذه الأدوات وهي أدوات الملكية في محاضرات مقبلة سنتكلم عن أدوات الدين والأدوات المشتقة.

1. أنواع أدوات الملكية (Types of Equity Securities):

تحصل الشركات على رأس المال المرتبط بالملكية إما داخليًا عن طريق تحقيق الأرباح والاحتفاظ بها داخل الشركة، أو خارجيًا من خلال إصدار أوراق مالية جديدة. هناك ثلاثة أنواع مختلفة من حقوق الملكية التي يمكن أن تصدرها الشركة : (1) الأسهم العادية (common stock) ، (2) الأسهم الممتازة (preferred stock) ، و (3) الأدونات (warrants).

1.1. الأسهم العادية (Common stock):

السهم العادية (Common stock) هي حصة من الملكية (ownership) في شركة تمنح عادةً لحاملها الحق في التصويت (vote) على شؤون الشركة. يُنظر عمومًا إلى حملة الأسهم العادية في الشركة كمالكين لها. يحق لهم الحصول على أرباح (profits) الشركة بعد سداد المطالبات التعاقدية الأخرى (contractual claims) ولديهم السيطرة النهائية على كيفية تشغيل الشركة. كما يمكن تعريف الأسهم العادية (common stock) على أنها حق قابل للبيع (saleable right) لاستلام عدد غير محدد من المدفوعات المستقبلية، حيث يعتمد حجم كل مدفوعات على كل من أرباح (earnings) الشركة المستقبلية وفرص (opportunities) الشركة المستقبلية لتمويل مشاريع الاستثمار الجديدة. تُسمى هذه المدفوعات التي تُدفع للمساهمين أرباح الأسهم (dividends).

تحتوي بعض الشركات على فئتين (two classes) من الأسهم العادية (dual-class shares)، تُسمى عادةً الفئة أ (class A) والفئة ب (class B)، والتي تختلف من حيث عدد الأصوات لكل سهم. تُقتصر الأسهم العادية ذات الفئتين بشكل كبير على الشركات التي تسيطر عليها أغلبية من شخص أو مجموعة معينة. حيث كانت هذه الشركات مملوكة للعائلات حتى نمت بحيث لم تعد قادرة على التمويل بواسطة العائلة وحدها. نظرًا لأن العائلات لم ترغب في التخلي عن السيطرة، قامت بإنشاء فئتين من الأسهم العادية، حيث تمتلك إحدى الفئات أصواتًا أكبر لكل سهم مقارنةً بالفئة الأخرى. في هذه الحالات، يمتلك أعضاء العائلة عادةً الغالبية (majority) من الأسهم ذات القوة التصويتية الأكبر (greater voting power).

بحسب "Mishkin & Eakins" في كتابهم "Financial Markets and Institutions"، فإن الأسهم تُعد وسيلة رئيسية لجمع رأس المال في الأسواق المالية. من خلال إصدار الأسهم، يمكن للشركات زيادة رؤوس أموالها دون الحاجة إلى الاقتراض أو تحمل ديون إضافية (صفحة 219).

2.1. الأسهم الممتازة (Preferred stock):

السهم الممتازة هي أداة مالية تمنح حاملها حقًا (claim) على أرباح الشركة التي يجب دفعها قبل دفع توزيعات الأرباح (dividends) على الأسهم العادية. كما أن الأسهم الممتازة تُعتبر ذات حق مطالبة أعلى في حالة التصفية (liquidation)، وهي عملية بيع أصول الشركة. ومع ذلك، فإن مطالبات حملة الأسهم الممتازة دائمًا ما تكون أقل أولوية من مطالبات حاملي ديون الشركة. تُستخدم الأسهم الممتازة أقل بكثير من الأسهم العادية كمصدر لرأس المال.

تشبه الأسهم الممتازة الديون (debt) من حيث أن أرباحها ثابتة عند البيع. في بعض الحالات، تمتلك الأسهم الممتازة تاريخ استحقاق (maturity date) مشابه للسندات. في حالات أخرى، تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية (common stock) من حيث أنه ليس لديها تاريخ استحقاق. تكون الأسهم الممتازة غالبًا مجمعة (cumulative): إذا توقفت الشركة عن دفع الأرباح، تتراكم الأرباح غير المدفوعة ويجب دفعها بالكامل قبل أي أرباح تُدفع للمساهمين. في الوقت نفسه، عمومًا لا يمكن إجبار الشركة على الإفلاس (bankruptcy) لعدم دفع أرباح الأسهم الممتازة. تختلف حقوق التصويت للأسهم

المتمازة من أداة لأخرى. لا يتمتع حاملو الأسهم الممتازة دائمًا بحقوق التصويت، لكنهم غالبًا ما يحصلون على حقوق التصويت عندما تُعلق الأرباح الممتازة.

1.2.1. أنواع الأسهم الممتازة:

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل (Convertible Preferred): تمتلك هذه الأدوات خصائص الأسهم الممتازة قبل تحويلها، لكنها يمكن أن تتحول إلى أسهم عادية (common stock) للجهة المُصدرة حسب تقدير حاملي الأسهم الممتازة. بالإضافة إلى الميزات القياسية للأسهم الممتازة، تحدد الأسهم الممتازة القابلة للتحويل عدد الأسهم العادية التي يمكن تحويل كل سهم ممتاز إليها.

- الأسهم الممتازة ذات السعر الفائدة القابل للتعديل (Adjustable-Rate Preferred): حوالي نصف الأسهم الممتازة المُصدرة في التسعينيات كانت نوعًا ما من الأسهم الممتازة ذات السعر القابل للتعديل، وهي أداة تم اختراعها في الثمانينيات. تُعرف هذه الأسهم الممتازة بمختصرات مختلفة، بما في ذلك ARPS (أسهم ممتازة ذات سعر قابل للتعديل) و DARTS (أسهم سعر مزاد هولندي) و APS (أسهم ممتازة مزاد) و RP (أسهم ممتازة معاد تسويقها). في كل شكل من أشكال الأسهم الممتازة ذات السعر القابل للتعديل، يتم تعديل الأرباح كل ثلاثة أشهر (أحيانًا شهريًا) بمقدار تحدده التغييرات في بعض أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

- الأوراق المالية الممتازة ذات الدخل الشهري (MIPS): أحد أكبر مزايا الأسهم الممتازة هو أنها تتيح للشركات إصدار أداة مالية تشبه الديون (debtlike security) دون خفض التصنيفات على ديونها القائمة. ومع ذلك، على عكس الأدوات المالية للدين (debt security) التي تتمتع بفوائد قابلة للخصم الضريبي (tax-deductible interest)، يتمثل عيب الأسهم الممتازة في أن أرباحها (dividends) ليست قابلة للخصم الضريبي. استجابةً للرغبة في أداة مالية توفر أفضل مزايا الديون والأسهم الممتازة، طور المصرفيون الاستثماريون أداة مالية يطلق عليها إما MIPS (monthly income preferred securities) الأوراق المالية الممتازة ذات الدخل الشهري أو الأوراق المالية الممتازة المعتمدة على الثقة (trust preferred securities). تجمع الأوراق المالية الممتازة ذات الدخل الشهري (MIPS) بين ميزات الديون والأسهم. مثل الأسهم، تدفع الأرباح، ويمكن أن تكون دائمة (perpetual)، ويمكن تأجيل الأرباح إذا كانت هناك مشاكل في التدفق النقدي، ولا يتم احتسابها كديون على ميزانية (balance sheet) الشركة. ومع ذلك، مثل الديون، تحمل MIPS دفعة ثابتة، ويتم تقييمها من قبل وكالات التصنيف، وتصنف المدفوعات للمستثمرين على أنها فوائد (tax-deductible interest). يمكن أن تكون التدفقات النقدية عبارة عن أرباح للمستثمرين وفوائد للشركة من خلال **خدعة الضريبة خاصة** (special tax trick) حيث يتم إنشاء شركة تمويل مملوكة بالكامل تصدر الأسهم الممتازة ثم تفرض العائدات إلى الشركة الأم. يتم إعادة توجيه مدفوعات الفائدة إلى الشركة التابعة، التي تسجل هذه المدفوعات كأرباح للمستثمرين الذين يتم تصنيفهم كشركاء في الشركة التابعة.

الإختلاف الجوهرى بين MIPS والأسهم الممتازة المعروفة هو أن MIPS يمكن أن تؤجل الأرباح لمدة خمس سنوات فقط، في حين أن الأسهم الممتازة يمكن أن تؤجل الأرباح إلى أجل غير مسمى. على عكس الأسهم الممتازة، يمكن أن تُجبر MIPS الشركة على الإفلاس لعدم دفع الأرباح على هذه الأداة.

وهناك أنواع أخرى نذكر منها على سبيل المثال الأسهم الممتازة للأقسام الإنتاجية، الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء (Callable Preferred Stock) وغيرها من الأنواع التي لا يسعنا ذكرها في هذه المحاضرة.

3.1. الأذونات (Warrants)

توجد عدة أدوات ملكية أخرى تصدرها الشركات لتمويل عملياتها. أحيانًا تقوم الشركات بإصدار الأذونات، وهي خيارات شراء طويلة الأجل (long-term call options) على أسهم الشركة المُصدرة. تمنح خيارات الشراء (call options) حاملها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر محدد مسبقًا (prespecified price) لفترة زمنية معينة، غالبًا ما تُدرج هذه الخيارات كجزء من عرض وحدة (unit offering)، الذي يتضمن اثنين أو أكثر من الأدوات المالية المقدمة كحزمة. على سبيل المثال، قد تحاول الشركات بيع سهم عادي واحد وأذن واحد كجزء من الوحدة. فهذا التمويل يعمل كشكل من أشكال التمويل المتدرج (staged financing)، حيث يملك المستثمرون خيارًا إما لاستثمار المزيد في الشركة إذا كانت ناجحة أو لإغلاقها عن طريق رفض الاستثمار بالسعر المحدد مسبقًا للخيار. كما يتم غالبًا تجميع الأذونات مع عروض السندات (bonds) والأسهم الممتازة (preferred stock) الخاصة بالشركة.

2. خاصّص الأسهم العادية

1.2. الحق في الحصول على أرباح

عادةً ما تقوم الشركات بدفع أرباح (dividend) على أسهمها العادية (common stock) في فترات منتظمة، مثل نصف سنوية أو ربع سنوية. قبل كل موعد محدد لدفع الأرباح، يعلن مجلس الإدارة في الشركة عن حجم الأرباح المحققة. ويكون للمسؤولين حرية اختيار أي حجم من الأرباح يعتقدون أنه في مصلحة المستثمرين الذين يمتلكون الأسهم العادية على المدى الطويل. قد يحتفظ المجلس ببعض أرباح الشركة لاستخدامها في تمويل مشاريع الاستثمار المستقبلية. كما يمكن للمسؤولين أن يقرروا عدم دفع أي أرباح إذ على عكس السند (bond)، فإن حصة الأسهم العادية من الأرباح ليست حقًا تعاقديًا لاستلام سلسلة من المدفوعات.

يُعتبر مالكو الأسهم العادية مالكين للشركة يقومون بانتخاب أشخاص لعضوية مجلس الإدارة (board of directors) وبالتالي يتحكمون في الشركة. يحدد المجلس حجم توزيعات الأرباح (dividend payments) وتوقيتها. وهذا يعني أنه يمكن للمسؤولين استخدام بعض أو كل أرباح الشركة لتمويل مشاريع جديدة، بدلًا من دفع تلك الأرباح للمساهمين كأرباح.

تعتمد المدفوعات إلى حاملي السندات (bondholders) والمساهمين على قدرة الشركة على توليد الأرباح (generate earnings) غير أنه لحاملي السندات مطالبة تعاقدية (contractual claim) على تلك الأرباح. بالمقابل، يمتلك المساهمون مطالبة متبقية (residual claim) على الأرباح. حيث أنه لا يمكن للمسؤولين تسديد توزيعات أرباح للمساهمين إلا بعد دفع الفوائد لحاملي السندات، على الرغم من أن المسؤولين قد يحتفظون ببعض أو كل تلك الأرباح المتبقية لتمويل مشاريع جديدة.

2.2. الحق في التصويت

إحدى الخصائص الأساسية للأسهم، وخاصة الأسهم العادية (Common Stocks)، هي أن حامل السهم يمتلك حقوق التصويت في اجتماعات المساهمين. يمتلك كل سهم حق تصويت واحد أو أكثر حسب نوع السهم، مما يسمح للمستثمرين بالمشاركة في القرارات الرئيسية المتعلقة بإدارة الشركة، مثل انتخاب مجلس الإدارة أو الموافقة على القرارات الاستراتيجية.

3.2. الحق في التصرف في السهم

تقوم الشركات بإصدار الأسهم العادية (common stock) لجمع الأموال لتمويل المشاريع. على عكس حالة السند، لا يملك المستثمرون الذين يشترون أسهمًا جديدة من الشركة الحق في استرداد أموالهم بعد عدد محدد من الفترات. يمكن لهؤلاء المستثمرين، مع ذلك، أن يسحبوا أموالهم بشكل فعلي عن طريق بيع أسهمهم لمستثمرين آخرين، تمامًا كما يمكن للمستثمرين الذين يمتلكون السندات سحب أموالهم بشكل مبكر عن طريق بيع السندات لمستثمر آخر. بالطبع، تعتمد قدرة المستثمر على سحب الأموال عن طريق بيع ورقة مالية على السعر الحالي (current price) لتلك الورقة المالية. يعتمد هذا السعر الحالي على توقعات جميع المستثمرين حول قدرة الشركة على توليد الأرباح في المستقبل. إذا لم تكن الأسهم العادية حقوقًا قابلة للبيع، فستواجه الشركات صعوبة في تمويل المشاريع الجديدة عن طريق بيع الأسهم العادية.

العائد على الاستثمار (Return on Investment - ROI) في الأسهم يأتي من مصدرين رئيسيين: توزيعات الأرباح وزيادة سعر السهم في السوق. كلما زاد سعر السهم بعد شرائه، زادت أرباح المستثمر عنده. هذا يُعد من أهم مزايا الاستثمار في الأسهم، حيث يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح كبيرة على المدى الطويل إذا ارتفعت قيمة الأسهم التي يمتلكونها (Mishkin).
صفحة 225 من.

3. مخاطر الاستثمار في الأسهم:

رغم أن الأسهم توفر فرصة لتحقيق عوائد كبيرة، إلا أنها تنطوي على مخاطر عالية. قيمة الأسهم يمكن أن تتقلب بشكل كبير بناءً على أداء الشركة أو الظروف الاقتصادية العامة. إذا تعثرت الشركة، قد يتعرض المستثمرون لخسائر كبيرة وقد يفقدون جزءًا كبيرًا من استثماراتهم. لذلك، يُعتبر الاستثمار في الأسهم استثمارًا عالي المخاطر مقارنةً بالسندات.

أ. تقلب الأسعار:

تتعرض الأسهم لتقلبات كبيرة في قيمتها نتيجة للأحداث الاقتصادية أو أداء الشركة أو حتى التغيرات في الظروف السياسية. هذه التقلبات قد تؤدي إلى خسارة جزء كبير من قيمة الأسهم خلال فترات قصيرة.

ب. الإفلاس:

إذا تعرضت الشركة للإفلاس، فإن حاملي الأسهم العادية يكونون آخر من يحصل على تعويضات بعد سداد الديون والمستحقات لحاملي الأسهم الممتازة والدائنين. في كثير من الأحيان، قد لا يحصل حاملو الأسهم العادية على أي شيء في حالة تصفية الشركة.

4. فوائد الاستثمار في الأسهم:

أ. إمكانات النمو:

الأسهم توفر فرصة للنمو المالي للمستثمرين. مع مرور الوقت، إذا نمت الشركة وازدهرت، فإن قيمة السهم يمكن أن تزيد بشكل كبير، مما يوفر للمستثمرين عائدًا كبيرًا على استثماراتهم. يُعتبر الاستثمار في الأسهم واحدة من أفضل الطرق لتحقيق الثروة على المدى الطويل.

ب. توزيعات الأرباح:

بالإضافة إلى زيادة قيمة الأسهم، يحصل المستثمرون أيضًا على أرباح من الشركة. هذه الأرباح يمكن أن تكون مصدر دخل ثابت، خاصة في الشركات الكبرى التي تحقق أرباحًا دورية وتقوم بتوزيع جزء منها على المساهمين.