

## - التمويل طويل الأجل

يُعرّف التمويل طويل الأجل بأنه "تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة زمنية طويلة نسبياً (أكثر من سنة)، وتستخدم الشركة هذه الأموال لشراء الأصول الثابتة."

وهناك العديد من مصادر التمويل طويل الأجل منها:

- المصادر القائمة على الملكية؛

- المصادر القائمة على الديون؛

### أ- التمويل بالملكية Equity financing

تُعتبر أموال الملكية المصدر الأساسي لتمويل المشروعات الجديدة. ويتمتع التمويل بالملكية بعدة مزايا:

- تُستخدم أموال الملكية في تمويل الإستثمار الدائم للمشروع مثل إنشاء العقار الخاص بهذا المشروع؛

- تُستخدم أموال الملكية في تمويل جزءاً من الإستثمارات طويلة الأجل الخاصة بالمشروع؛

- تُمثل أموال الملكية صمام أمان بالنسبة للدائنين وذلك لوقايتهم في حالة تعرض المشروع للفشل؛

- تُعتبر أموال الملكية مصدراً للوفاء بالديون.

ومن بين أدوات التمويل بالملكية: الأسهم العادية والأسهم الممتازة

#### أ-1- الأسهم العادية

يُعرّف السهم العادي بأنه "ورقة مالية تمثل حق ملكية كامل، فهو حصة في رأس مال شركة مساهمة ولحامله حق إدارة الشركة من خلال التصويت في الهيئة العامة، وله حق الحصول على أرباح الشركة وعليه خسائرها، وله حق في ما يتبقى عند التصفية بعد دفع إلتزامات الشركة."

ويتمتع حاملوا الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها:

- **الحق في التصويت:** يحق لكل حامل سهم عادي التصويت في مجلس الإدارة للشركة أو أية إجتماعات تعقدتها الشركة بحضور حملة الأسهم، وبالتالي يستطيع حملة الأسهم التأثير على إدارة الشركة عن طريق التصويت والانتخابات وخاصة إنتخاب مجلس الإدارة، كما يقرر المساهمون سياسة توزيع الأرباح وتوسعات الشركة التي يقترحها مجلس الإدارة، وتعديل النظام الداخلي للشركة. ويكون لكل سهم صوت وبالتالي يعتمد تأثير المساهم على كمية الأسهم التي يمتلكها؛

- **الحق في المشاركة في أرباح الشركة:** لكل مساهم في الشركة الحق في الحصول على حصته من الأرباح إذا تم توزيعها، كما أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية يتم بعد أن تقوم الشركة بدفع إلتزاماتها تجاه الغير (حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة)، أي أن حملة الأسهم العادية يحصلون على حصتهم من الأرباح في المرحلة الأخيرة ويتقاسمون ما يتبقى من أرباح كلٍّ حسب مساهمته؛

- **المشاركة في موجودات الشركة عند التصفية:** في حالة إفلاس الشركة يتم تسديد الإلتزامات تجاه حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة وما تبقى بعد ذلك يوزع على حملة الأسهم العادية كلٍّ حسب عدد الأسهم التي يحملها، وفي حالة عدم كفاية المبلغ عند تصفية الشركة فإن حملة الأسهم يتعرضون لخسارة محققة وذلك لأن الأولوية في توزيع المبالغ تكون لأطراف أخرى مثل حملة السندات؛

- الحق في بيع وشراء الأسهم: يجوز لحملة الأسهم العادية بيع أو شراء المزيد من الأسهم في أي وقت، كما يجوز لهم المطالبة بحق الأولوية في حالة قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة وذلك للمحافظة على النسبة المئوية لمساهمتهم.

وتتميز الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المُصدرة لها بالعديد من المميزات:

- لا تشكّل الأسهم العادية التزاماً مالياً على الشركة، فإذا حققت الشركة الأرباح تقوم بتوزيع نسبة معينة على المساهمين، إلا أن عدم تحقيق الأرباح لا يلزم الشركة بدفع أية عوائد على المساهمين، وذلك بعكس السندات التي تُشكّل التزاماً ثابتاً على الشركة سواء حققت الأرباح أو لم تحقق؛

- لا يوجد للأسهم تاريخ إستحقاق معين وبالتالي لا تلتزم الشركة بتخصيص مبالغ إطفاء كما تفعل في السندات التي لها تاريخ إستحقاق معين؛

- تعتبر الأسهم عامل أمان وضمن للدائنين وبالتالي تستطيع الشركة الإقتراض إذا لزم الأمر؛

- سهولة التعامل بالأسهم من حيث البيع والشراء، كما يمكن تداول الأسهم بأعداد قليلة؛

- تستطيع الشركة الناجحة بيع أسهم جديدة وتقاضي ما يسمى "بعلاوة الإصدار" أو "الضميمة" وهي القيمة الزائدة عن القيمة الإسمية.

أما مساوئ الأسهم العادية بالنسبة للشركة المُصدرة لها فهي:

- إحتمال فقدان السيطرة على إدارة الشركة وذلك بسبب التبادل السريع للأسهم حيث تستطيع أية جهة شراء الأسهم المتداولة وبالتالي ممارسة ضغوط على الإدارة الحالية، وهذا الأمر يعتبر خطير، خاصةً في الشركات صغيرة الحجم؛

- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة لأنها لا تعتبر نفقات؛ وبالتالي فهي لا تؤدي إلى وفر ضريبي؛

- تكاليف إصدار الأسهم أكبر من تكاليف إصدار السندات.

## أ-2- الأسهم الممتازة

تُعرف الأسهم الممتازة بأنها أوراق مالية ذات طبيعة هجينة (Hybrid)، أي أنها تملك صفات من الأسهم العادية والسندات.

وتتميز الأسهم الممتازة بعدة خصائص:

- في العادة لا يوجد لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت؛

- يتم وعد حاملي الأسهم الممتازة من قبل الشركات بتوزيعات أرباح ثابتة؛

- لا يوجد للأسهم الممتازة فترة إستحقاق، لكنها غالباً ما يتم إستدعاءها؛

- تستطيع إدارة الشركة أن توقف توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة لكن بعد وقف توزيعات الأرباح على الأسهم العادية؛

- إذا تم وقف توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، فعادة ما تصبح جميع هذه التوزيعات ديون متراكمة يجب على الشركة إعادة دفعها قبل أن يتم توزيع أية أرباح على أصحاب الأسهم العادية؛

- بعض إصدارات الأسهم الممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية؛

وتتمثل أسباب إصدار الأسهم الممتازة فيما يلي:

- زيادة موارد الشركة المالية من خلال ملائمة هذا النوع من الإستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر Risk Averse؛

- المتاجرة بالملكية (إستعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة)؛

- إستعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.

وتتمثل مزايا الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المُصدرة فيما يلي:

- نظراً لعدم إشراك حملة الأسهم الممتازة في التصويت فإن إصدار تلك الأسهم يُبقي السيطرة في يد الإدارة دون أن تخشى تدخل الآخرين؛

- لا تحتاج الشركة إلى رهن عقاراتها أو موجوداتها عند إصدار الأسهم الممتازة لأنها لا تتطلب أية ضمانات كما

هو الحال في السندات، وبالتالي فإن ذلك يتيح للشركة حرية إصدار السندات ورهن موجوداتها مقابل ذلك؛

- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخصيص مبالغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد إستحقاق معيناً، وهي بذلك مثل الأسهم العادية؛

- عوائد الأسهم الممتازة محددة بنسبة معينة، لذلك ففي حالة تنامي (زيادة) أرباح الشركة لا تشارك في هذه الأرباح المتنامية وتقتصر أرباحها على النسبة المحددة والتي تكون نسبة من قيمتها الإسمية؛

- في حالة إنخفاض تكلفة التمويل على السندات والقروض طويلة الأجل يمكن إستدعاء هذه الأسهم وإستبدالها بأدوات تمويلية أخرى مثل الإقتراض طويل الأجل وإصدار السندات؛

- تحسين الصورة الإئتمانية للشركة المُصدرة في حالة رغبتها في الحصول على القروض؛

أما عيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المُصدرة فتتمثل فيما يلي:

- إرتفاع تكلفتها بالمقارنة مع السندات نظراً لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية؛

- إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها يؤدي ذلك إلى إرتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل؛

- ربما تقرض قيوداً على الشركة.

ومن وجهة نظر المستثمر، فإن مزايا الأسهم الممتازة تتمثل فيما يلي:

- تحقق عائداً ثابتاً؛

- لها الأولوية بالحصول على قيمتها عند التصفية؛

أما عيوبها من وجهة نظر المستثمر فتتمثل فيما يلي:

- إن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون للمخاطر في الوقت الذي يتسلمون أرباحاً محدودة لا تتناسب مع مستوى المخاطر؛

- تميل أسعار الأسهم الممتازة إلى التذبذب أكثر بكثير من أسعار السندات؛

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التدخل في شؤون الشركة أو الإلتخاب.

## ب- التمويل بالدين Debt financing

يأخذ التمويل بالدين عدة أشكال من أبرزها الإقتراض غير المباشر من خلال إصدار السندات.

## السندات:

يُعرّف السند بأنه "ورقة مالية تصدرها الشركات المساهمة أو المنظمات الحكومية وتعبّر عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير، وتلتزم المنشأة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الإستحقاق، بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً أو كل ستة شهور أو حسب ما يتفق عليه." وتُقسم السندات التي تصدرها الشركات المساهمة إلى عدة أنواع، منها:

- السندات لحاملها (Coupon Bonds): وهي السندات الإعتيادية التي تقوم على دفع فائدة دورية لحامل السند، مع إرجاع القيمة الإسمية في نهاية عمر السند. وهذه السندات يمكن تداولها في السوق المالي وبيعها من مستثمر لآخر.

- السندات المسجلة (Registered Bonds): وهي السندات التي يتم فيها دفع الفائدة دورياً والقيمة في نهاية عمر السند للشخص المسجل إسمه في السند. ولا يتم تداول هذه السندات في السوق المالي لأنها باسم شخص واحد فقط، ولا يمكن تحويلها لشخص آخر.

- السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds): وهي عبارة عن السندات التي يمكن تحويلها إلى عدد محدد من الأسهم العادية بناءً على رغبة حاملها، حيث يكون خيار التحويل موجود على السند، بما في ذلك نسبة التحويل وتوقيت التحويل الممكن. وبموجب هذا الخيار يتحول حامل السند من مقرض إلى مساهم في الشركة عند تنفيذه للخيار وتحويل السند إلى أسهم.

- سندات الدخل (Income Bonds): هي السندات التي لا تُدفع فوائدها إلا إذا تحقق للشركة المقترضة دخل يكفي لتسديد الفوائد، أما فيما يتعلق بتسديد قيمة السند نفسه فيتم في تاريخ محدد، وعلى الشركة المصدرة للسند الإلتزام بهذا التاريخ بغض النظر عن أي اعتبار للدخل. ومعظم سندات الدخل لها طبيعة تراكمية حيث تتراكم فوائدها غير المدفوعة من سنة لأخرى حتى يتحقق الدخل الكافي لها.

- السندات ذات الفائدة الصفرية (Zero Coupon Bonds): وهي سندات لا تحمل فائدة ولكن يتم إصدارها بخصم عن قيمتها الإسمية، وفي تاريخ إستحقاقها تقوم الشركة بدفع كامل القيمة الإسمية لحامل السند، أي أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يتمثل في الفرق بين سعر شراء السند وبين القيمة الإسمية في تاريخ الإستحقاق.

- السندات الرديئة (Junk Bonds): وهي سندات تتميز بإرتفاع مخاطرتها وإرتفاع الفوائد عليها كتعويض عن إرتفاع المخاطرة.

- السندات ذات الفائدة المعومة (Floating Rate Bonds): وهي السندات التي يكون سعر فوائدها متغير وفقاً لتحركات الفائدة في السوق، وليس سعر فائدة ثابت كما في السندات الإعتيادية. وقد ظهرت هذه السندات كرد فعل على إرتفاع معدلات التضخم وتأثيرها على معدل الفائدة الفعلي.

ويُمكن تصنيف السندات من حيث الضمان إلى نوعين:

- سندات مضمونة برهن أصول الشركة أو أية أصول أخرى؛

- سندات غير مضمونة بأصول معينة: وتعتمد على المركز الإئتماني للشركة المُصدرة.

وعادة تكون أسعار الفائدة على السندات غير المضمونة أعلى من أسعار الفائدة على السندات المضمونة.

وتتمثل مزايا السندات بالنسبة للشركة المُصدرة لها فيما يلي:

- حرية الشركة بالحركة والتصرف دون قيود لأن حملة السندات لا يتدخلون في الإدارة؛
- الكلفة القليلة والثابتة على الشركة، فإذا كانت أرباح الشركة كبيرة فإن ذلك لا يعطي لحملة السندات الحق في الحصول على عوائد أعلى، ومن هنا فإن الشركات التي تحقق عوائد مرتفعة على الأموال المستثمرة تفضل إصدار السندات بدلاً من إصدار الأسهم؛
- الوفر الضريبي: تحقق السندات وفراً ضريبياً لأن الفوائد المدفوعة تنزل من الدخل الخاضع للضريبة، وبذلك فإن الشركات التي تدفع نسبة ضريبة مرتفعة تفضل إصدار السندات بدلاً من إصدار الأسهم.
- أما عيوب السندات بالنسبة للشركة المُصدرة لها فتتمثل فيما يلي:
  - تمثل السندات إلتزاماً ثابتاً وبالتالي فهذا الإلتزام يشكل عبء على الشركة خصوصاً إذا لم تحقق الشركة الأرباح، كما أن هذا الإلتزام يشكل مخاطر خصوصاً إذا كانت هناك تقلبات كبيرة في إيرادات الشركة؛
  - عند قيام الشركة برهن موجوداتها لحملة السندات فإن ذلك يعتبر تقييداً لحركة الشركة في التصرف بموجوداتها؛
  - تخصيص مبالغ كبيرة سنوياً لدفع الفوائد لحملة السندات وتخصيص مبالغ كذلك لإطفاء هذه السندات؛
  - مدة الإستحقاق عادةً تكون طويلة وبالتالي تزيد المخاطر على الشركة، فقد تمر الشركة بظروف سيئة لا يمكن التنبؤ بها للإحتياط لها.
- وتتمثل مزايا السندات بالنسبة لحاملها فيما يلي:
  - المخاطرة: يعتبر السند من أقل الإستثمارات مخاطرة وذلك لأن حامله يتمتع بحق الأولوية في إسترجاع أمواله المستثمرة في حالة تصفية الشركة؛
  - الدخل: يحصل حامل السند على دخل ثابت ومستقر وفي أوقات محددة لأن الفوائد المدفوعة لحملة السندات لا تتأثر بتحقيق أو عدم تحقيق الشركة مصدره هذه السندات للأرباح.
- أما عيوب السندات بالنسبة لحاملها فتتمثل فيما يلي:
  - لا تعطي السندات مالكة الحق في التصويت أو التدخل في الشؤون الداخلية للمنشأة إلا في حالة الإفلاس؛
  - قد يتأثر الدخل الثابت الذي يحصل عليه المستثمر بعوامل التضخم مما يقلل من القوة الشرائية لذلك الدخل.