

## المحور الرابع<sup>1</sup>: استراتيجية الدخول إلى السوق المالي ( الإدراج )

تعد عملية الدخول إلى السوق المالي واحدة من أهم الاستراتيجيات المالية ذات التأثير الكبير على قيمة ومستقبل الشركة وإستراتيجيتها ونموذج أعمالها، فهذا الدخول سوف يترتب عنه مجموعة من القيود والمخاطر التي يجب أن تكون محل مراجعة أو موازنة مع المكاسب والمنافع المتوقعة من وراء هذا الدخول. وبشكل عام تتقاطع هذه الاستراتيجيات المالية مع قرار التمويل، باعتبار الهدف الأساسي من الإدراج والتسعير في السوق المالي هو الحصول على مصادر تمويل مختلفة كليا عن التمويل الداخلي الذاتي أو التمويل الخارجي الكلاسيكي غير المباشر . فمن خلال الدخول إلى السوق المالي سوف تنشأ علاقة مباشرة بين الشركة والمدخرين أو المستثمرين الماليين.

### 1- طرق الادراج (آلية إصدار الأوراق المالية):

تسمى استراتيجية الدخول إلى السوق المالي بإستراتيجية الإدراج أو التسعير أو العرض العمومي الأولي (المبدئي) (IPO: Initial Public Offering)، وتعني إصدار الشركة للأسهم ( أو السندات ) عبر طرحها للاكتتاب العام في السوق المالي من خلال الدعوة العلنية العامة للادخار ( اللجوء العلني للادخار)، ووضعها للتداول والتسعير في السوق المنظم الرسمي، مما يضع الشركة تحت قيد الشفافية المالية. تعتبر هذه العملية معقدة وطويلة ومكلفة وتتطلب تدخل العديد من الأطراف منذ الاعداد للمشروع والحصول على الموافقة، إلى التقييم ، ثم الاستعانة بالوسطاء، إلى انطلاق فترة الاكتتاب. ويتضمن الاكتتاب العام الأولي بيع كمية معينة من سندات الملكية (الاسهم) للجمهور ، حيث تخضع الأوراق المالية المعومة بعد الإصدار لآليات العرض والطلب في تسعيرها. يقصد بالعرض العام ، عرض الأسهم الجديدة للبيع للجمهور المستثمر العام، وتعد هذه هي الطريقة المعتادة لإصدار الأسهم ، إذ يمكن أن يتضمن عرض البيع كلا من :

- بيع الأسهم الحالية (الموجودة والقائمة لشركة تنشط خارج السوق المالي).
- طرح أسهم جديدة في السوق، فتكون الشركة قد حققت تمويلا إضافيا من خلال إصدار أسهم جديدة ورفع رأس المال.

لكل سوق مالي (البورصة والسوق المالي المنظم ) شروط واضحة ومحددة لتمكين الشركات من الإدراج والتسعير في السوق المالي، ويتطلب الأمر الموافقة والاعتماد من قبل الهيئات المنظمة والمراقبة والمشرفة على السوق المالي.

### 1-1- التسجيل في هيئة الاوراق المالية و / أو البورصة :

تشتت الأسواق المالية الأمريكية، على سبيل المثال، أن يكون المصدر للأوراق المالية مسجلا في هيئة الأوراق المالية والبورصة ليتمكن من طرح إصدار عام للأسهم أو للقروض

<sup>1</sup> - المحور مستمد بشكل كلي من : عماني لمياء وبن علي سمية، (2021)، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية : التركيب المالي وإعادة الهيكلة ، الطبعة الأولى ، الدار الجزائرية، الجزائر

السندية. أما في بريطانيا فيشترط التسجيل في بورصة لندن والسماح بتداول الأسهم فيها لتسجيلها رسميا في بريطانيا، وذلك بعمل الشركات المصدرة للأسهم الجديدة على تداولها في السوق الرئيسي (الأولي) في بورصة لندن أو سوق الاستثمار البديل حتى يتسنى لها تداولها في السوق الثانوي. كما توضع عدة شروط لتسجيل الأوراق المالية - التي سبق إصدارها- في السوق المنظم، وتختلف هذه الشروط من سوق مالي لآخر. وتحدد بورصة نيويورك - على سبيل المثال - خمسة معايير للتسجيل متعلقة ب: تحقيق أرباح صافية، شروط متعلقة بحجم الأصول الملموسة، شروط متعلقة بالقيمة السوقية للأوراق المالية قبل تسجيلها شروط متعلقة بحصة تملك الجمهور العام، وشروط متعلقة بتنوع هيكل الملكية. يتعين على لجنة الأوراق المالية والبورصة (إدارة السوق) التأكد من البيانات المرفقة بطلب التسجيل، وبأنها كافية لتقييم جودة الإصدار، وتشمل البيانات الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع، ووجود مزايا مرفقة مع الإصدارات الجديدة، والقوائم المالية، ووثائق التعاقد مع بنوك الاستثمار.

## 2-1- اختيار وسيط للعملية

يلعب اختيار بنك الاستثمار المسؤول عن عملية الإدراج دورا محوريا في نجاح العملية. وغالبا يتم الاعتماد على "نقابة" من البنوك يتولى فيها بنك أو اثنين القيادة وتبدأ في التحضير والتنسيق لوضع الأوراق المالية محل إصدار. يتعين على هذه البنوك أن تحدد الخصائص التقنية والقانونية والمالية لهذه العملية، إضافة إلى تحرير الوثائق المطلوبة لصالح السلطات المعنية والمستثمرين. يقوم بنك الاستثمار بصفته وسيطا بين الشركة والسوق المالي بأداء مجموعة من الوظائف لصالح الشركة المصدرة، تبدأ ب:

- تقديم الاستشارة والتوجيه والمعلومات الضرورية حول حجم الإصدار ومدى ملائمة توقيت الإصدار وإمكانية توفر بدائل وفرص تمويلية أخرى؛  
- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية التي تعد في صلب مهام بنك الاستثمار واختصاصه من أجل وضع عملية الإصدار محل تنفيذ، بحيث يجري كافة الاتصالات المطلوبة عند هذا المستوى؛

- التعهد بإنجاح عملية الإصدار من حيث الالتزام بتصريف الأوراق المالية المعروضة خلال فترة الاكتتاب، وإن تتطلب الأمر في حالات كثيرة التعهد بشراء المتبقي من تلك الأوراق؛  
- مباشرة البنك التوزيع الفعلي للإصدار وبيعه الجمهور المكتتبين أو لعملاء البنك التقليديين - باعتباره وسيطا يمارس نشاط السمسرة-.  
ويتوقف نجاح العملية ككل على هذه الخطوة الأخيرة المتمثلة في التوزيع بناء على التحضير الجيد خلال المراحل الأولى.

## 3-1- اختيار آلية الإصدار:

فيما يلي نجد عرضا للأشكال المختلفة للعروض (هي الآلية أو التقنية المعتمدة لإصدار الورقة المالية، أو يمكن تسميتها أيضا بإجراءات إصدار أو توظيف الأوراق المالية

بمناسبة الدخول إلى السوق المالي)، التي يمكن للشركة أن تختار - وبالتشاور مع الوسيط - العرض الأنسب من بينها، وهي مقسمة حسب الفئات المستهدفة وحسب شكل الأسعار.

### 1-3-1- آلية الإصدار حسب الفئات المستهدفة:

**العرض العام :** العرض العام (أو العرض المضمون) هو عرض للاكتتاب في إصدار جديد من الأوراق المالية بسعر عرض ثابت يطرح على عامة المستثمرين، مع الاستعانة بوكيل إصدار (مؤسسة أوراق مالية متخصصة أو بنك استثماري أو مؤسسة مالية أخرى) لإدارة الإصدار بالنيابة عن الجهة المصدرة. غالباً تأخذ الإصدارات الضخمة التي تغطي تملك الشركات بشكل علني عن طريق طرح الأسهم في الأسواق المفتوحة شكل العرض العام. تحدد الجهة المصدرة سعر العرض العام بعد الاستشارة (مكاتب الخبرة المتخصصة). وسوف يتولى المكلف بالإصدار تغطية الاكتتاب من خلال التعهد بشراء الأسهم التي لم يتم بيعها خلال فترة الإصدار بسعر العرض المعلن عنه للجمهور العام. يتم استقبال أوامر السوق بشكل مركزي من قبل إدارة البورصة.

**التسويق للإصدار ( العرض الخاص) :** يمكن تسويق الأوراق المالية بطريقة انتقائية باستهداف فئات معينة من المستثمرين (شركات الاستثمار المالي المؤسساتي بمختلف أشكالها، وفي حالات معينة للإصدار كالمحاسبة والتوريد) بعرض سعر إصدار ثابت أو (مفتوح). وتعمل الجهة المكلفة بالإصدار على إظهار أهمية الإصدار والترويج له في إطار ضيق خارج السوق الرسمي (خارج البورصة)، ثم يتم تداول تلك الأوراق لاحقاً في السوق الثانوي. ويلائم هذا النوع من الإصدارات القروض السندية ذات الطبيعة الخاصة كما يستخدم للإصدارات صغيرة الحجم من الأسهم (من قبل الشركات الصغيرة بالأساس). تحدث عملية استشارة وتفاوض مع العملاء المستهدفين قبل الإصدار لتحديد السعر المناسب كما أن التكلفة تكون نسبياً منخفضة للتركيز على جزء من العملاء المستثمرين. تقرر الجهة المسؤولة الجهة المسؤولة على الإصدار أو التوظيف المضمون - وهي غالباً نقابة بنكية - تخصيص هذا الإصدار بشكل انتقائي لضمان كلفة مساهمية مستقرة ولضمان نجاح العملية كما ترفقه بإجراء آخر للدخول (الجزء من الأسهم) كالإصدار بالسعر المغلق أو السعر المفتوح (يعطي الإصدار سيولة للأوراق المالية وتقييماً أفضل أو التسعير المباشر، وتخصسه غالباً للمستثمرين المحترفين، كما تتعهد بشراء المتبقي من العرض عند الضرورة مع تحميل الشركة أعباء إضافية نتيجة ضمان النهاية الجيدة للإصدار. أما بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين فيمكنهم هذا النوع من الإصدارات من حيازة نسب ملكية مرتفعة مقارنة بالأفراد من 85 إلى 90% من المعروض) وهو ما يشجع طاقاتهم الاستثمارية المعتبرة، غير أنهم يتحملون أعباء أكبر.

**الإصدار المرفق بأفضلية للمساهمين الحاليين:** يتم إعطاء حقوق الأولوية في الاكتتاب للمساهمين الحاليين لعدم الإضرار بمواقعهم في الشركة، وهي حقوق قابلة للتنازل وبالتالي فهي قابلة للمتاجرة والتفاوض.

### 1-3-2 - آلية الإصدار حسب السعر المطروح:

يمكن إصدار الأوراق المالية من خلال الاكتتاب العام والدعوة العلنية للاذخار بعدة صيغ متعلقة بالسعر، وهي معروضة فيما يلي:

**العرض بالسعر الثابت (OPF):** يكون سعر إصدار الأوراق المالية محددًا ومثبتًا مسبقًا بشكل أحادي من قبل الشركة (سعر مغلق)، وتعالج كل أوامر السوق بنفس الطريقة. ويتم تلبية الطلب وتوزيع الأسهم - إذا كان هناك فائض - من خلال الأولوية أو الأسبقية في تقديم الطلبات، وبالتالي فالسعر ثابت ولا يتأثر بحجم الطلب (عدد الأوراق المعروضة يجب أن يتناسب مع حجم الطلب). يتم الإعلان عن السعر أيما قبل الدخول ويمكن إلغاء أوامر السوق إذا لم يكن السعر مقبولاً.

**العرض بالسعر المفتوح (OPO):** لا يتم تحديد أي سعر للإصدار مسبقاً قبل الدخول إلى السوق المالي، ويتم الاكتفاء بتحديد مجال سعري مرجعي. يحدد مجال السعر والسعر النهائي بالتوازي مع التوظيف المضمون من خلال المستثمرين المؤسسيين، يمكن تعديل السعر في ظروف معينة، ويمكن أن يتم ذلك في فترة عرض أخرى عندما يتعدى التعديل المجال السعري المحدد في البداية. يجب على المستثمرين المهتمين بهذا الإصدار أن يقدموا طلباتهم محددين الكمية المطلوبة والسعر. بعد تجميع كل طلبات الشراء يتحدد سعر الإصدار - وهو سعر واحد لكل الأسهم - من قبل الشركة والبنك الوسيط في العملية من خلال التقارب بين العرض والطلب، وسوف يكون هذا السعر بالضرورة متضمناً في المجال السعري السابق. تعد هذه التقنية الأكثر استخداماً عندما يتعلق الأمر بعرض (إصدار) يستهدف فئات معينة. وتسمح هذه الآلية أو التقنية القائمة على عدم تثبيت السعر من قبل السوق للمستثمرين باتباع سلوك استراتيجي عندما يقومون بطلب كمية أكبر من التي يرغبون في الحصول عليها عندما يتوقعون زيادة في الاكتتاب.

لا تختلف تقنية السعر المفتوح من حيث الإجراءات والأطراف المعنية عن تقنية السعر المغلق الثابت إلا من حيث تثبيت السعر في هذه الأخيرة.

**العرض بالسعر الأدنى (OPM):** تعلن الشركة عن الحد الأدنى للسعر، ثم يقوم المستثمرون بتحرير أوامر السوق التي يحددون فيها الكميات المطلوبة والأسعار، ويتم معالجة الأوامر بشكل مركزي على مستوى إدارة السوق المالي. هذه الأخيرة تقوم بإلغاء الأوامر التي تحتوي على الأسعار الأكثر ارتفاعاً وتحدد مجالاً سعرياً واسعاً تضمن من خلاله أن يكون الطلب على الأوراق المالية أكبر من العرض بشكل كافٍ. يتم تنفيذ الأوامر داخل هذا المجال السعري عند كل سعر مرغوب فيه. إذا لم توفّق الشركة في عملية الإصدار بأدنى سعر، يمكن تأجيل العملية وإعادة الإعلان عن سعر أكبر أو تغيير تقنية الإصدار تماماً، كما تعد هذه التقنية من التقنيات الأقل استخداماً.

**التسعير المباشر:** يتم إصدار الأوراق المالية وفق مبدأ بسيط وهو إدخال تلك الأوراق إلى العرض في السوق المالي لأول مرة بنفس الشروط الخاصة بالتفاوض والتسعير المطبقة عادة في السوق الثانوي. ومع ذلك يتم تحديد سعر أدنى للبيع دون تسقيف سعر الشراء ويمكن للمكتتبين إصدار أوامر دون أسعار محددة، غير أن أوامر الشراء لا يتم تجميعها مركزياً على مستوى إدارة السوق. وإذا لم تنجح العملية تؤجل أو يتم تغيير تقنية التسعير أيضاً. وتعد هذه التقنية أيضاً من بين التقنيات الأقل استخداماً، وغالباً ما تلائم الشركات التي تنتقل من سوق إلى آخر.

**4-1- الإعلان:** ربما يختلف شكل وتوقيت الإعلان إلا أنّ الأسواق المالية الرسمية تعلن من خلال إدارة السوق وقبل الإصدار مباشرة عن: -

- الجزء المستهدف من السوق المالي؛
- عدد الأوراق المالية المصدرة؛
- هوية المصدر (كل المعلومات الضرورية المرتبطة بالجهة المصدرة)؛
- هوية الوسطاء الماليين المكلفين بعملية الإدراج وإدخال الشركة إلى السوق؛
- الأسعار المعلن عنها من قبل المصدر ؛
- إجراءات التسعير المعمول بها؛
- كل المعلومات الخاصة التي قدمها المصدر وتكون ضرورية لإعلام الجمهور.

## **2- اللجوء الى السوق المالي من أجل إصدار القروض السندية :**

القروض السندية هي قروض غير تقليدية يتم تجزئتها إلى سندات متساوية القيمة عند الإصدار لتعنية أموال الادخار مباشرة من السوق المالي. وبالتالي فإن السندات تمثل جزءا من الأموال المقترضة التي تستخدم في التمويل طويل الأجل .

### **2-1- مدخل إلى السندات:**

السندات هي أدوات دين وأصول مالية قابلة للتداول، تسمح لحاملها بتحقيق فوائد أو كوبونات، ويمكن سداد قيمتها وفق عدة أشكال، لعل أكثرها شيوعا السداد نهاية المدة ( in fine ) وبالتالي تعد السندات المسددة من خلال الأقساط الثابتة أو من خلال الاهتلاك الخطي قليلة الاستخدام. وتمثل السندات جزءا من القرض السندي الذي يتم طرحه للاكتتاب العام أو المؤسسي (الخاص) في شكل سندات متساوية القيمة عند الاصدار ، هذه السندات هي أوراق مالية ذات دخل ثابت بالنسبة لحاملها (السندات ذات معدل الفائدة الثابت)، وبالتالي فهي - بالنسبة للشركة المصدرة- مصدر تمويل متوسط وطويل الأجل وبتكلفة ثابتة ومنخفضة، ولكن في ظل الأخذ بعين الاعتبار لمستوى المخاطر المالية التي يمكن ان يتعرض لها المصدر.

تتعرض السندات ذات الدخل الثابت لمخاطر معدلات الفائدة وتقلب القيمة السوقية، ويزداد هذا الخطر إذا كانت السندات ذات حساسية مرتفعة أو إذا كانت تتميز بأمد طويل، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة في السوق تراجعت القيمة السوقية للسندات، وتعرض المستثمرون لخسائر في القيمة. من أهم أسباب اللجوء إلى طرح السندات بغرض التمويل نجد:

- إمكانية استخدام أموال الغير في التمويل دون إشراكهم في القرار والإدارة (لا توجد إمكانية للتصويت، رغم وجود الدور الرقابي الفعال للدائنين في حالة القرارات الاستراتيجية ذات التأثير على مستقبل الأطراف الفاعلة في الشركة)؛

- المتاجرة بالملكية والاستفادة من الرفع المالي عندما تستطيع الشركة استثمار أموال السندات بمردودية تفوق تكلفة الحصول على تلك الأموال (زيادة مردودية الأسهم عند التمويل خلال السندات مقارنة مع التمويل من خلال إصدار أسهم جديدة، يمكن لهذا الإصدار يخلق القيمة في ظل إدارة جيدة للمخاطر المالية)؛

- انخفاض تكلفة التمويل باعتبار تكلفة السندات تكلفة تعاقدية ثابتة تناسب مستوى الخطر الذي تتعرض له هذه السندات (وكما كانت الشركة ذات تصنيف أفضل كلما استطاعت تقليل هذه التكلفة بشكل أكبر)؛
- الميزة الضريبية التي يتمتع بها التمويل من خلال الدين باعتبار الفوائد والمصاريف المالية تكلفة تحتسب قبل الاقتطاع الضريبي فهي توفر للشركات المصدرة وفرات ضريبية (معياري) مهم في اتخاذ القرار)؛
- الوصول إلى فئات خاصة من المستثمرين والاستفادة من مدخراتهم وإعادة ضخ تلك الأموال في دائرة الاقتصاد الحقيقي (فئة المستثمرين الأكثر كراهية للمخاطر) ؛
- من وجهة نظر نظرية الوكالة تسهم السندات (والاستدانة عموماً) في حل بعض مشاكل الوكالة وبالتالي تسهم في التخفيف من تكاليف الوكالة؛
- من وجهة نظر نظرية الإشارة تعد عملية إصدار السندات وتسويقها بشكل ناجح إشارة إيجابية في الأسواق المالية.

## 2-2 طريقة طرح السندات:

يمكن للشركات إصدار السندات من خلال السوق المالي بطريقتين:

**الطريقة الأولى:** تكون من خلال الإصدار الخاص، وهو أسلوب بسيط ينطوي على التوجه لفئات محددة ودون اللجوء العلني العام للدخار، وبالتالي تكون الإجراءات أقل تعقيداً وتكون العملية أقل تكلفة، خاصة أنها لا تتطلب التسجيل في هيئة الأوراق المالية.

**الطريقة الثانية:** تكون من خلال الإصدار العام أي اللجوء العلني للدخار عبر السوق المالي المنظم، وسوف تكون العملية شبيهة بعملية إصدار الأسهم من حيث الإجراءات والتقييم والاستعانة بالوسطاء وخدماتهم والتسجيل وتحمل المصاريف ذات الصلة. يتطلب الأمر القدر الكافي من الشفافية والإعلان عن تأشيرة قبول الملف من قبل الهيئات المخولة، تتضمن كافة المعلومات التقنية ذات الصلة بالإصدار كخصائص الأوراق المالية وما يترتب عنها، طريقة المكافأة والتوقيت، المخاطر المرتبطة وغيرها من المعلومات الضرورية بالنسبة للدائنين. هؤلاء سوف يكون لديهم ممثل في الجمعيات العامة، ليس من حقه التصويت والمشاركة في القرار ولكن من بين حقوقه الحصول على المعلومات، خاصة إذا قررت الشركة الإقدام على إصدارات جديدة ذات تأثير.

سواء تعلق الأمر بالطريقة الأولى أو الثانية لإصدار السندات فالإصدار يجب أن يفصح عن البيانات التالية :

- عدد السندات المصدرة: يختلف العدد حسب حجم وأهمية القرض السندي (التسويق أيضاً يؤثر على عدد السندات من خلال تحديد القيمة الاسمية للسند).
- مدة القرض السندي: من سنة إلى 20 سنة (وقد تتعدى مدة الاستحقاق العشرين عاماً).
- القيمة الاسمية: القيمة التعاقدية الثابتة للسند، تشكل قاعدة لحساب الفوائد.

- سعر الإصدار: القيمة التي تتطلع الشركة لتجميعها من خلال القرض السندي (عن كل السندات)، يمكن أن تختلف القيمة الاسمية عن سعر الإصدار بوجود علاوة أو خصم إصدار.
- سعر السداد: القيمة التي تدفعها الشركة للمستثمرين في تاريخ الاستحقاق والتي يمكن أن تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية.
- تاريخ الاكتتاب: تاريخ الدفع من أجل الحصول على السندات.
- تاريخ الانتفاع: التاريخ الذي يبدأ عنده حساب الفوائد.
- معدل الفائدة: معدل الفائدة الاسمي الذي يمكن من خلاله حساب الفوائد (الكوبونات) كنسبة مئوية من القيمة الاسمية.
- سداد أصل الدين: في تاريخ الاستحقاق . سنويا (أقساط ثابتة أو اهتلاك ثابت).

#### وتتمثل أنواع السندات التي تصدرها الشركات:

- السندات ذات معدل الفائدة الثابت؛
- السندات ذات معدل الفائدة المتغير؛
- السندات القابلة للاستدعاء؛
- السندات القابلة للتحويل؛
- السندات صفرية الكوبون؛
- السندات حسب رتبة الأولوية؛
- السندات ذات الدخل.