

سوق الإصدارات الأولية*

د. علي عطية عبدالسلام **

المقدمة :

إن الأوراق المالية تمثل لحمّة ، وسداة الأسواق المالية ، إذ لا يمكن أن تقوم سوق مالية في غياب هذه الأوراق ، وعلى النقيض من ذلك ، فإن وجود مثل هذه الأوراق قد لا يكون مصحوباً بوجود سوق مالية منظمة ، ويمكن تقسيم الأوراق المالية وفقاً لطبيعتها وفترة استحقاقها إلى نوعين هما :

أولاً : أوراق إستمان قصير الأجل . ويتم التعامل بها فيما يعرف بسوق النقد ، وأغلب المتعاملين فيها من القطاع المصرفي . وثانياً : أدوات تمويل طويل الأجل مثل الأسهم والسندات ، يتم التعامل بها في سوق رأس المال . وما السوق المالي إلا سوق ثانوي للأوراق المالية ، ولأسيما النوع الثاني منها ، حيث يتم تداول الأوراق التي سبق إصدارها من قبل . وما يهمنا في هذا المجال هو السوق الأولية للأوراق طويلة الأجل لأنه ، لا يمكن الحديث عن سوق لرأس المال ما لم تتوفر الأدوات اللازمة لقيامه وتطويره ، وسنتناول في هذه الورقة أنواع هذه الأوراق وأهميتها ومتطلبات إصدارها⁽¹⁾

1- أنواع الأوراق المالية :

يقصد بالأوراق المالية هنا الأسهم والسندات ويمكن أن تظهر كإصدار جديد وتباع الأول مرة أو تكون مصدرة من قبل ويعاد بيعها .

1-1 الأسهم :

يمثل السهم حصة أو ملكية في رأس مال الشركة وأصولها ، ويتكون رأس مال الشركة من عدد متساو من الحصص ، وتصدر الأسهم بقيمة اسمية عند الإصدار ، إلا أن قيمتها السوقية قد تتغير بعد ذلك وفقاً لظروف السوق والوضع المالي للشركة المصدرة .

وتصدر أنواع كثيرة من الأسهم ذات مميزات مختلفة بقصد إرضاء الرغبات المختلفة للمستثمرين ، وتهيئة الفرصة لأكثر عدد منهم لاستثمار أموالهم من ناحية ، وضمان سد حاجة الشركات من ناحية أخرى ، وتصدر الأسهم إما لحاملها وتعرف برقم معين ويعتبر حاملها هو مالكها ، أو اسمية وهي التي تحمل اسم صاحبها حيث أن حق الملكية لا يثبت بالحيازة المادية لها فحسب بل بتسجيلها وحيازة شهادة اسمية لها .

* قدمت هذه الورقة في ندوة " قيام سوق مالية في ليبيا : الأسس والأهداف " التي عقدت في طرابلس بتاريخ 12- 14 - 1994

** كلية الاقتصاد ، جامعة قاروينس ، بنغازي ، ليبيا

وتمتاز الأسهم الاسمية بضمان حقوق المستثمر ولاسيما في حالة فقدانها أو سرقتها ، ولكن تداولها يتطلب إجراءات معينة .
وتنقسم الأسهم إلى نوعين رئيسيين ، هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة .
1-1-1 الأسهم العادية :

وهي أبسط أنواع الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة ، وهي تحمل جميع الحقوق العادية للمساهمين قبل الشركة ، ومن أهم هذه الحقوق :
أ. الحق في الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها : إذ يمكن للمساهم أن يحصل على نصيب من أرباح الشركة ، ولكن لا يستطيع المساهمون في العادة إلزام الإدارة بتوزيع الأرباح إلا إذا أعلن عن توزيعها .
ب. حق التصويت : تتيح المساهمة الحق للمساهمين في إدارة الشركة بخصوص اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت على اختيار إدارة الشركة والنظام الأساسي لها ولوائحها الداخلية ، وتغيير هذه الشركة ، ويحق للمساهم كذلك أن يفوض من ينوب عنه في حضور الجمعية والتصويت في حالة غيابه وفقاً للقانون التجاري .
ج. حق الأولوية في الاكتتاب اللاحق : يكون لحاملي الأسهم حق الأولوية في أي اكتتاب لاحق ، وميزة هذا الحق هو المحافظة على ثبات حصة المساهم في الملكية والتصويت ، وتحدد الشركة الكيفية التي يتم بموجبها توزيع وشراء هذه الحقوق بطريقة عادية .

د. حق نقل ملكية الأسهم : يحق للمساهم نقل ملكية ما بحوزته من الأسهم سواء بالبيع أم بالهبه دون الحصول على إذن مسبق من الشركة .
هـ .حق اقتسام ممتلكات الشركة عند تصفيتها : ويمكن للمساهمين اقتسام ممتلكات الشركة عند انتهاء أعمالها سواء بسبب الإفلاس أم عن طريق التصفية ، ولهم الحق فيما يتبقى بعد تسوية الديون والأوراق المالية الأخرى .

1-1-2 الأسهم الممتازة :

وتمتاز هذه الأسهم عن الأسهم العادية في التقدم عليها في الحصول على النسبة المقررة لها من الأرباح ، وكذلك في الحصول على نصيبها من صافي ممتلكات الشركة عند تصفيتها ، ولتلبية رغبات المستثمرين المتجددة ، فقد تم استحداث أنواع أخرى من الأسهم الممتازة ومن بينها :

- أ. الأسهم متقاسمة الأرباح : وهذه لها الحق في مبلغ محدد من الأرباح قبل الأسهم العادية ، ولكنها تشارك الأسهم العادية أيضاً في الأرباح الإضافية الموزعة .
- ب. الأسهم مجمعة الأرباح : وهذا النوع من الأسهم يحفظ حقها في الأرباح في حالة عدم توزيع هذه الأرباح في سنة معينة ، ويمكنها من الحصول عليها عند توزيعها في فترة لاحقة .
- ج. الأسهم القابلة للاستبدال : يحق للمساهم برغبته واختياره استبدال هذا النوع من الأسهم بأسهم عادية.
- د. الأسهم القابلة للاستدعاء : ويكون للشركة الحق في استدعاء الأسهم ورد قيمتها لأصحابها عند سعر محدد ، وهذا مكفول للشركة دون حملة الأسهم . وبالرغم من هذه الامتيازات إلا أن الأسهم الممتازة غالباً لا يكون لحملتها الحق في التصويت، وليس لها حق الأولوية في الإصدارات الجديدة .

1-3 محتويات الأسهم

ينبغي أن يحتوي السهم على الأقل على المعلومات التالية:

1. اسم الشركة ومقرها ومدتها .
2. تاريخ عقد التأسيس وتاريخ قيده ، واسم مكتب السجل التجاري المقيدة به الشركة.
3. قيمة الأسهم الاسمية ورأس مال الشركة .
4. قيمة الأقساط المدفوعة إذا لم تكن الأسهم قد دفعت بالكامل .
5. الحقوق والواجبات الخاصة .
6. توقيع المفوضين عن الشركة .

1-2 السندات :

السند عبارة عن وثيقة تمثل جزءاً من قرض طرح للاكتتاب بواسطة الدولة أو الهيئة العامة أو الشركة ، وهذا يعني أن السندات هي التزامات أو ديون على المقترضين لحامل السند تمنح ضماناً كاملاً على كل ما يملكه المدين . وتحمل السندات سعر فائدة معلوم ولها فترة استحقاق محددة . وتتراوح مدة السند ما بين سنة و 25 سنة، وتدفع الفوائد على فترات معينة ، أما الأصل فيستحق في نهاية الفترة وتصدر إما اسمية أو لحاملها .

وغالباً ما تصدر الشركات المساهمة سندات عادية لا يكون لها سوى الحقوق العادية للدائنين ، وهي الحصول على الفائدة المقررة في المواعيد المحددة لها، فضلاً عن استعادة قيمتها في ميعاد الاستحقاق . وعادة ما يطلب حملة هذه السندات امتيازات

أو ضمانات خاصة على أصول الشركة المقترضة . وقد تصدر الشركات المساهمة في بعض الأحيان أنواعاً أخرى من السندات ، وذلك لجذب المدخرين لاستثمار أموالهم فيها ، والحصول بالتالي على المبالغ اللازمة ببسر وسهولة . ومن بين هذه الأنواع ، السندات المضمونة بأصول أو بعض أصول الشركات ، والسندات المتقاسمة الأرباح ، والسندات القابلة للاستبدال ، والسندات القابلة للاستهلاك ، والسندات ذات الاحتياطي الخاص . كما أن الدول يمكن أن تصدر سندات لتمويل بعض المشروعات ، أو ربما لأي غرض آخر ، وتكون عائداتها في العادة معفاة من الضرائب .

1-2-1 محتويات السندات :

ينبغي أن يحتوي السند على الأقل المعلومات التالية :

- 1- اسم الشركة ومقرها الرئيسي ، وغرضها ، وبيان مكتب السجل التجاري المقيدة فيه .
- 2- رأس مال الشركة المصرح به والمدفوع والموجود وقت إصدار سندات القرض .
- 3- تاريخ قرار الجمعية العمومية بإصدار سندات القرض ، وتاريخ قيده في السجل الاشتراكي .
- 4- مجموع السندات الصادرة والقيمة الاسمية لكل سند وسعر الفائدة ، وطريقة الدفع والاستهلاك .
- 5- الضمانات التي تستند إليها السندات .

2- إصدارات السوق الأولية (2)

إن إنشاء شركات مساهمة جديدة أو زيادة رأس مال الشركات القائمة يتطلب إصدار أوراق مالية سواء عن طريق الطرح العام أو الطرح الخاص ، فقد تكون المدخرات الذاتية لهذه الشركات غير كافية لتنفيذ عمليات التوسع والتجديد وتسديد القروض ، وهذا التوسع يتيح للشركات سوقاً أشمل ، ووضعاً تنافسياً أفضل كما يفسح أمامها فرص الاقتراض من المؤسسات المالية في المستقبل ، كما أن هذه الإصدارات تفسح المجال أمام الأفراد والمؤسسات المالية لاستثمار المدخرات الكامنة في المجتمع مما يزيد من الإنتاج وفرص العمل .

ويتطلب التعامل في سوق الإصدارات الأولية وجود مؤسسات مالية تساعد على تسويق الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات . وتعرف هذه المؤسسات بمصارف الاستثمار أو متعهدي التغطية underwriters .

2-1 مؤسسات الاستثمار :

وتعمل هذه المؤسسات كوسيط بين المدخرين والمستثمرين ، فهي تقوم بشراء الأوراق المالية من الشركات المصدرة وتبيعها للمستثمرين ، وذلك بهدف الحصول على عائد مجزي من هذه العملية . وتمول مؤسسات الاستثمار مخزونها من الأوراق المالية باستخدام ما يتجمع لديها من مدخرات أو بالاقتراض من المصارف التجارية . ومن بين المؤسسات التي تعمل في هذا المجال بعض المصارف المتخصصة ، وشركات الاستثمار ، وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وصناديق التوفير وغيرها . وتقوم مؤسسات الاستثمار بالوظائف التالية :

أ. الفحص والتحليل :

ويتمثل ذلك في قيام هذه المؤسسات بالتحقق من غرضين هما :

1. التأكد من مدى قابلية الأوراق المزمع إصدارها للتسويق .
- 2- تحديد سعر بيع الأوراق المالية المقرر إصدارها بما يسمح للشركة المصدرة الحصول على التمويل المطلوب ويمكن في نفس الوقت المؤسسة الاستثمارية من تحقيق دخل مناسب يعوضها عن المجهود الذي تبذله في تسويق هذه الإصدارات . وبصفة عامة ينبغي على مؤسسة الاستثمار أن تفحص بدقة ، وتحلل الوضع المالي للشركة المصدرة ، وكذلك الأوراق المالية . وينبغي أن يكون هذا الفحص والتحليل شاملا وبعناية .

ب. تغطية الإصدارات الجديدة :

ويعني ذلك أن مؤسسة الاستثمار تأخذ على عاتقها ضمان تغطية وتصريف الإصدارات الجديدة إما بنفسها أو بالاشتراك مع مجموعة أخرى من المؤسسات المالية . وعند قيامها بهذه الوظيفة فهي تحمي الشركة المصدرة للأوراق المالية ضد التقلبات التي يمكن أن تطرأ على الأسعار ، وتضمن أيضاً للشركة الحصول على المبالغ اللازمة في الوقت المحدد بغض النظر عما إذا قامت المؤسسة الاستثمارية بتصريف هذه الأوراق من عدمه .

ج. التوزيع :

تقوم المؤسسات الاستثمارية بتوزيع الإصدارات الجديدة على المستثمرين مقابل عمولة تتقاضاها نظير هذه العملية .

د. تقديم المشورة والنصح :
يمكن للمؤسسات الاستثمارية أن تقدم المشورة والنصح فيما يتعلق بالأوراق المالية نظراً لما قد تتمتع به من خبرة في شؤون المال وخصائص الأوراق المالية ، وتكون هذه المشورة عاملاً مهماً في نجاح هذه الأوراق في المستقبل.
وفي ليبيا يمكن أن يقوم بمهمة المؤسسات الاستثمارية كل من مصرف التنمية لاسيما وأن قانون إنشائه يتيح له ذلك ، وشركة ليبيا للتأمين ، وصندوق الضمان الاجتماعي ، ويمكن أيضاً إنشاء شركة مساهمة مستقلة للقيام بهذه الوظائف وتعمل على أسس تجارية . كما يمكن أن تسند هذه الوظائف إلى ثلاثة وسطاء مستقلين وهم :

1. وسيط مغطى للإصدارات الأولية .
 2. وسيط بائع للأوراق المالية الجديدة .
 3. وسيط مستشار مالي في الأوراق المالية الجديدة .
- وتجدر الملاحظة أنه قبل طرح الإصدارات الجديدة تتم دراسة للسوق ودراسة للجدوى الاقتصادية ، ويمكن أن تقوم بهذه المهمة الشركة نفسها إذا كان لديها خبراء في هذا المجال ، أو تكلف بها إحدى مؤسسات الاستثمار أو أي جهة ذات اختصاص في هذا المجال . والغرض من هذه الدراسات هو تحديد قيمة الأوراق المالية وخصائص هذه الأوراق وإمكانات تصريفها أو تسويقها .
- وتعد الشركة المصدرة نشرة إصدار تبين وضع الشركة ، وتكشف فيها عن معلومات كافية ودقيقة لتمكين المستثمرين من اتخاذ قرار سليم فيما يتعلق بقيمة الاستثمار . ومن أمثلة هذه المعلومات اسم الشركة ، ورأس مالها ، ونوع الأسهم المطروحة للاكتتاب ، والقيمة الاسمية للسهم وعدد الأسهم .، وتاريخ وطريقة توزيع شهادات الملكية ، وشروط الاكتتاب ، واسم الشركة وتسجيلها وأغراضها ، ووصف كامل للأسهم المطروحة للاكتتاب العام ، والغاية من إصدار ، وودف الشركة ونشاطها ، وإدارة الشركة ، وتوزيع ملكية اسهم الشركة ، وإجراءات الاكتتاب والتغطية .

2-2 طرح الأسهم للاكتتاب⁽³⁾:

ويتم الإعلان عن الأوراق المالية للاكتتاب في الجرائد المحلية طبقاً للقانون . وهناك طريقتان أساسيتان يمكن أن تستخدم في طرح الأوراق المالية الجديدة ، وهما الطرح العام والطرح الخاص .

2-1-2 الطرح العام :

وتستخدم طريقة الطرح العام عند توزيع الأوراق المالية للجمهور بصفة عامة، ويمكن أن تتخذ هذه الطريقة عدة أشكال من بينها ما يلي :

1. قد تقوم الشركة المصدرة مباشرة بطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام وفقاً لنموذج معين معد لهذا الغرض يمكن الحصول عليه من المصارف أو من أية جهة أخرى .

2. يمكن أن يغطي الإصدار كله عن طريق مؤسسة استثمارية ، وميزة هذه الطريقة أن الشركة المصدرة تتحصل على أموالها مباشرة ودون التعرض لخسائر عدم بيع الأوراق المالية . وتحصل المؤسسة الاستثمارية على فرق التغطية بين السعر الذي تباع به الأوراق المالية للجمهور وبين السعر الذي تدفعه للمصرف .

3. يمكن أن تعهد الشركة المصدرة إلى مؤسسة الاستثمار بالقيام بتوزيع إصدارات الأوراق المالية الجديدة نيابة عنها مقابل عمولة وذلك دون تغطيتها، وفي هذه الحالة تتحمل الشركة المصدرة مسؤولية أية خسائر ناجمة عن عدم بيع الأوراق المالية ، وقد تتعهد مؤسسة الاستثمار بشراء ما يتبقى من هذه الأوراق ، بالإضافة إلى قيامها بعملية توزيع هذه الإصدارات .

4. وقد تغطي الإصدارات عن طريق مجموعة من المؤسسات الاستثمارية فيما بينها ، وذلك عن طريق تكوين مجموعات بيع وتغطية Syndicate ويكون على مجموعة متعهدي التغطية إلزام بشراء جميع الإصدارات . وتدار هذه المجموعة عن طريق إحدى مؤسسات الاستثمار التي قامت بالتغطية وفقاً لاتفاقية فيما بينها ووفق الاجراءات واللوائح المنظمة لذلك .

ومن الجدير بالملاحظة أنه في حالة زيادة الأسهم المكتتب بها عن قيمة الأسهم المطروحة للاكتتاب العام ، تتم عملية تخصيص الأسهم المطروحة على المكتتبين وفقاً للقانون التجاري والمادة (33) من قرار اللجنة الشعبية العامة ، بشأن تملك المنشآت والشركات والوحدات الاقتصادية العامة . وتقوم الشركة بإعادة المبالغ الزائدة عن الاكتتاب لأصحابها خلال مدة ثلاثين يوماً من تاريخ إعلان الاكتتاب . أما إذا تم الاكتتاب بأقل من الأسهم المطروحة للاكتتاب فيطبق في ذلك القانون التجاري . وقوم الشركة بإعلان المكتتب برسالة إخطار وتأكيد تخصيص وفقاً لقسيمة معدة لهذا الغرض.

وفي جميع الأحوال تتحصل الشركة على المبالغ المكتتب بها في حسابها الخاص بالمصارف ، وتتم تسوية العمولات المترتبة على ذلك بين الشركة والمكلفين بتوزيع الأسهم المصدرة وفقا للاتفاق المعقود بينهما بعد الانتهاء من عملية الاكتتاب ، ويعتبر إخطار التأكيد والتخصيص بمثابة شهادة ملكية مؤقتة يمكن التصرف عن طريقها بالبيع والشراء إلى أن تقوم الشركة بإصدار شهادات بديلة ، وعند إصدار شهادات الأسهم تسحب الإخطارات وتلغى .

2-2-2 الطرح الخاص :

يستخدم الطرح الخاص عند بيع الأوراق المالية مباشرة لأحد أو بعض المستثمرين الكبار ، مثل شركات التأمين أو صناديق الضمان ، وميزة هذه الطريقة أنها توفر على المصدر فترة الانتظار قبل أن تباع الأوراق المالية وتريحه من إصدار عرض لكل مستثمر محتمل ، وقد تتم هذه العملية بين الشركة المصدرة والمستثمر مباشرة أو عن طريق وسيط مثل مؤسسة الاستثمار . ويعتمد مدى اختيار طريقة الطرح العام أو الطرح الخاص على نوع الأوراق المالية المعروضة ، فبعضها قد يفضلها الجمهور ، بينما البعض الآخر قد ترغب فيه المؤسسات المالية .

3- العلاقة بالمتعاملين :

عندما تعلن الشركة عن طرح أسهمها ونشرة إصدارها ستخضع لتمحيص دقيق من قبل المستثمرين سواء كانوا أفرادا أم مؤسسات ، والمستثمرون ينظرون لوضع الصناعة بصفة عامة ، واحتمالات النمو فيها ، ودورها في الاقتصاد ، كما ينظرون على وجه التحديد إلى مركز الشركة المعنية بالنسبة للمنافسة ، وعلى سمعتها ، والقيمة الدفترية كدليل للاستثمار . ويهتم المستثمرون كذلك بتحليل هيكل رأس مال الشركة وما إذا كانت هناك زيادة في ديونها وقدرتها على دفع التزامات الدائنين ، وما هو وضع التدفق النقدي فيها ؟ وما معدل الربح فيها ومدى إستراتيجيته ، ومقارنته مع أرباح المنافسين ، لها كما أن المستثمرين قد يقومون بحساب وتحليل بعض المعدلات المالية لمعرفة أداء الشركة ومن بين هذه ما يلي : المعدلات الجارية ، ومعدلات التشغيل ، ومعدل صافي المقبوضات إلى المبيعات ، ومعدل المخزون إلى المبيعات ، ومعدل صافي الربح إلى صافي حساب رأس المال ، ومعدل هامش إجمالي الربح ، ومعدل السيولة ، ومعدل رأس المال ، ومعدل المبيعات إلى الأصول الثابتة ، ومعدل الأرباح الموزعة وغيرها من النسب والأمور الأخرى .

فالأفراد يقدمون على شراء الأوراق المالية وهم ينشدون الأمان لأصولهم المالية ويتوقعون تحقيق عائد عليها في المستقبل ، أما المؤسسات فتشتري الأوراق المالية بغرض الاحتفاظ بها لفترة طويلة ، ولاسيما ما يتصف منها باحتمالات النمو، ولذلك يهتم المستثمرون بسياسة توزيع الأرباح في الشركة المصدرة ، فبينما يرغب البعض في معرفة نسب توزيع الأرباح وتوقيتها ، فإن البعض الآخر يركز على احتمالات النمو والتوسع في أعمال الشركة .

4- تداول الأوراق المالية :

بعد الانتهاء من عملية الاكتتاب بفترة محددة يمكن للمستثمرين تداول الأوراق المالية . وعمليات البيع والشراء ، وقد تتم بشكل مبدئي في سوق غير نظامية عن طريق التفاوض المباشر فيما يعرف بالسوق الجانبي Over the Counter Market . وذلك لأن عملية تسجيل وإدراج الأوراق المالية في السوق النظامية تتطلب شروطا وتكاليف قد لا ترغب أو تستطيع الشركة تلبيتها . إذ أن هناك شروطا تتعلق بحجم رأس مال الشركة ، وعدد المساهمين بها ، وتاريخ عملها ، ومدى التزامها بالقوانين واللوائح السائدة ، وغير ذلك من الشروط ، وعلى أية حال عندما يتم بيع الأوراق المالية من قبل مالكيها الأصليين فتصبح من ضمن أدوات السوق الثانوية ، ويتم تداولها في سوق الأوراق المالية ، بل أنها ستمثل عصب هذه السوق .

الخلاصة

إن وجود الأوراق المالية ولاسيما الأسهم والسندات يعتبر شرطاً ضرورياً لقيام السوق المالية ، وتظهر هذه الأوراق عند إنشاء شركات جديدة ، أو زيادة رأس المال القائم منها ، وعند تداول هذه الأوراق عن طريق البيع والشراء تصبح من أدوات السوق المالي ، لذلك فإن إفساح المجال أمام قيام الشركات المساهمة سيعمل على توجيه المدخرات في المجتمع نحو الاستثمار ومن ثم زيادة الإنتاج . إن وجود المؤسسات المالية والسوق المالية سيساعد على تخفيض تكاليف التمويل من ناحية ، وزيادة ورفاهية المجتمع من ناحية أخرى ، لذلك ينبغي العمل على تطوير التشريعات بحيث تساعد على سهولة انسياب المدخرات نحو الاستثمار، وتذليل العقبات أمام دخول مؤسسات مالية جديدة ، والعمل على توفير الظروف المناسبة لقيام سوق مالي في البلاد .

الهوامش

1) سالم القماطي – ابو القاسم الطبولي – علي عطية " مقترح بإنشاء سوق مالي في ليبيا أسسه وهياكله " الهيئة القومية للبحث العلمي، مركز بحوث العلوم الاقتصادية ، بنغازي 1993

- 2) Willett E.R., Fundamentals of Securities markets Appleton - century -Crofts New York 1968
- 3) Winter E.L, Complete Guide to Marking a pub offering , printice-Hall ,Inc , Englewood cliffs 1972