

المحاضرة الثالثة

(القسم الأول)

الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

12/11/2022

الصفحة	محتويات المحاضرة	المحاضرة الثالثة
2	1. مقدمة عن أدوات سوق النقد	الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية
3	2 أذونات الخزنة	
4	3 شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول	
5	4. الأوراق التجارية	
5	5. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي	
7	6. اتفاقيات إعادة الشراء	
7	7. قرض اليورو دولار (الدولار الأوروبي)	
7	8. القبولات المصرفية	
8	9. تدريب	
	10. إجابات تدريب المحاضرة الثانية	

المحاضرة الثالثة

الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

1. مقدمة عن أدوات سوق النقد:

_ تنقسم الأسواق المالية -كما سبق الإشارة في المحاضرة السابقة - من حيث أجل استحقاق الورقة المالية إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال. في هذه المحاضرة سوف نتناول أسواق النقد من حيث أنواع الأوراق المالية التي تتداول فيها.

س: هل يمكن - عزيزي الطالب - أن تذكر خصائص السوق النقدية؟ (من المحاضرة السابقة)

ج: أدوات دين قصيرة الأجل - سيولتها مرتفعة - معدل العائد عليها منخفض - مخاطر منخفضة.

س: هل يمكن أن تذكر أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية؟ (من المحاضرة السابقة)

ج: أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية، مثل: أذونات الخزانة (Treasury Bills)، وقرض الاحتياطي الإلزامي (Federal Fund)، واتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements)، والأوراق التجارية (Commercial Papers)، وشهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificated of Deposit)

2. أذونات الخزانة:

- أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض.
- تتراوح فترة استحقاقها ما بين 3 - 12 شهراً.
- لا تحمل سعر فائدة (ذات كوبون صفري) وإنما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الإسمية. على أن يسترد مشتريها قيمتها الإسمية في تاريخ الاستحقاق.
- تتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمناً لها، وبين قيمتها الإسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق.
- أذونات الخزانة قابلة للتداول ومنعدمة المخاطرة لأنها حكومية يصدرها البنك المركزي بشكل دوري لحساب خزينة الدولة، وتباع لصالح كبار المستثمرين.

س: لماذا تصدر الحكومات هذه الأذونات؟

ج: تصدر الحكومات هذه الأذونات بغرض التشجيع على الادخار، كما يتم إصدارها بشروط مغرية كأن تضمن لحاملها عائداً معفي من الضريبة، وميزة الإعفاء هذه لها أهميتها الكبيرة بالنسبة للمستثمرين في البلاد التي تتقاضى حكوماتها ضرائب تصاعديّة على الدخل كالولايات المتحدة.

_ وللحصول على التمويل اللازم لتغطية العجز في الميزانية أو سداد الديون التي استحق سدادها.

❖ عائد أذونات الخزنة:

كما ذكرنا:

_ تباع أذونات الخزنة بخصم من قيمتها الاسمية، ويعني ذلك أنه إذا كانت القيمة المحددة لإذن الخزنة – والمدونة عليه- هي 1000 وحدة نقدية، فقد يباع هذا الإذن بمبلغ 950 وحدة نقدية مثلاً.
_ وفي هذه الحالة يتمثل عائد تلك الأوراق بالنسبة للمشتري: في الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية (أي القيمة التي سوف يحصل عليها عند حلول تاريخ استحقاق هذه الأوراق).
_ وإذا كان الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية يمثل العائد بالنسبة للمشتري، فإنه يمثل تكلفة الحصول على هذه الأموال بالنسبة للحكومة (الجهة المصدرة لأذونات الخزنة)..

_ وتستخدم المعادلة الآتية في تحديد مقدار الخصم وسعر الإصدار، وفق الآتي:

- الخصم الكلي = (عدد الأيام حتى الاستحقاق / 360) × معدل الخصم.
- السعر = (القيمة الاسمية – الخصم الكلي)

_ **مثال رقم (1):** أذن خزنة قيمته الاسمية (100) وحدة نقدية، يستحق بعد 275 يوماً على أساس معدل خصم 8%، والمطلوب: حساب السعر (سعر الشراء)؟

الحل:

$$\text{الخصم الكلي} = (360 / 275) \times 8\% = 6.11\%$$

$$\text{مقدار الخصم الكلي} = (6.11\% \times 100) = 6.11 \text{ وحدة نقدية.}$$

$$\text{بالتالي: السعر} = (100 - 6.11) = 93.890 \text{ وحدة نقدية.}$$

_ **مثال رقم (٢):** بافتراض أن أحد المستثمرين قام بشراء أذونات خزنة 250 يوماً على أساس معدل خصم 10.08%، القيمة الاسمية للأذن 1500 وحدة نقدية، فما هو سعر الشراء؟

الحل:

$$\text{الخصم الكلي} = (360 / 250) \times 10.08\% = 7\%$$

$$\text{مقدار الخصم الكلي} = (7\% \times 1500) = 105 \text{ وحدة نقدية.}$$

$$\text{بالتالي: السعر} = (1500 - 105) = 1395 \text{ وحدة نقدية.}$$

أما معدل الخصم (التكلفة) على أساس 360 يوماً فيحسب كالآتي:

معدل الخصم أو (العائد السنوي على أذونات الخزنة) أو (التكلفة) = $\frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{سعر الشراء}}{\text{القيمة الاسمية}} \times \left\{ \frac{360}{\text{الأجل حتى الاستحقاق}} \right\}$ أي:

$$\frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{سعر الشراء}}{\text{القيمة الاسمية}} \times \frac{360}{\text{الأجل حتى الاستحقاق}}$$

مثال (1): بافتراض أن أحد المستثمرين قام بشراء أذونات خزانة 250 يوماً حتى أجل استحقاقها بمبلغ 1395 وحدة نقدية، القيمة الإسمية للأذن 1500 وحدة نقدية، فما هو معدل الخصم؟

الحل: (معدل الخصم) أو (التكلفة) = $\frac{\text{القيمة الإسمية} - \text{سعر الشراء}}{\text{القيمة الإسمية}} \times \frac{360}{\text{الأجل حتى الاستحقاق بالأيام}}$

$$10.08\% = \frac{1500 - 1395}{1500} \times \frac{360}{250}$$

مثال (2): بافتراض أن الحكومة أصدرت أذونات خزانة قيمتها الإسمية 100 مليون وحدة نقدية، وأن الجهات المشترية قد دفعت فعلاً 97 مليون وحدة نقدية، في هذه الحالة ما هو عائد أذونات الخزانة كنسبة مئوية (التكلفة) إذا كانت فترة استحقاق أذونات الخزانة 91 يوماً؟

الحل: (معدل الخصم) أو (التكلفة) = $\frac{100 - 97}{100} \times \frac{360}{91} = 11.87\%$

مثال (3): إذا كانت فترة استحقاق أذونات الخزانة في المثال السابق 3 شهور، فإن معدل الخصم يحسب كالآتي:

الحل: $\frac{\text{القيمة الإسمية} - \text{سعر الشراء}}{\text{القيمة الإسمية}} \times \frac{360}{\text{الأجل حتى الاستحقاق بالشهور}}$
 = نسبة العائد (معدل الخصم) أو (التكلفة) = $\frac{100 - 97}{100} \times \frac{360}{3} = 12\%$

3. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

- شهادة تمثل أداة دين تصدرها البنوك التجارية للمودعين (بقيم إسمية مختلفة ولآجال زمنية متفاوتة)، وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الإسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها.
- أو شهادة تثبت إيداع مبلغاً من المال لدى البنك التجاري بأحد العملات الأجنبية ذات مدة استحقاق وسعر فائدة ثابت يحسب على أساس 360 يوماً.
- تنشأ صفة القابلية للتداول من أن معظم هذه الشهادات تصدر لحاملها، وبالتالي يتم تداولها بمجرد انتقال الشهادة من شخص إلى آخر (المشتري الأصلي ليس بالضرورة أن يكون مالكاً للشهادة في تاريخ الاستحقاق).
- كذلك فإن بعض هذه الشهادات تكون اسمية (أي مسجلة باسم مشتريها)، وبالتالي فإن أول مشتري لهذه الشهادات هو نفسه الذي يجب أن يسترد قيمتها من البنك الذي أصدرها.

س: تعتبر شهادات الإيداع لحاملها هي الغالبة وهي الأكثر رواجاً من الشهادات الاسمية... (لماذا؟)

ج: بسبب سهولة تداولها بين العديد من المستثمرين قبل حلول تاريخ استحقاقها.

- يقوم بإصدار هذه الشهادات البنوك كبيرة الحجم، وتصدر هذه الشهادات بفتات كبيرة نسبياً (الحد الأدنى للشهادات الإسمية هو 25 ألف دولار، وللشهادات لحاملها 100 ألف دولار)، ولذلك لا يقبل على شرائها إلا مؤسسات الأعمال وكبار المستثمرين من الأفراد.

س: يصعب على المستثمر الصغير شراء هذه الشهادات مباشرة من البنك ... (لماذا؟)

ج: بسبب انها تباع بأحجام كبيرة، وغالباً يشتريها المستثمر الصغير من خلال صناديق الاستثمار.

- يتم تحديد سعر الفائدة على هذه الشهادات بالتفاوض بين العميل والبنك المصدر لها.
- تباع على أساس العائد وليس على أساس الخصم كما هو الحال بالنسبة لمعظم أدوات النقد. ويحصل المستثمر عند أجل الاستحقاق على القيمة الإسمية بالإضافة إلى معدل الفائدة.

4. الأوراق التجارية:

- هي كمبيالات أو أوراق دين قصيرة الأجل يتراوح تاريخ استحقاقها من ثلاثة أيام إلى تسعة شهور، تصدرها الشركات والمؤسسات الكبرى المعروفة بمتانة مركزها المالي، وسمعتها الطيبة في السوق.
- تصدرها الشركات في معظم الأحيان بدون ضمان، وهذا يرفع درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها، (الضامن الوحيد هو قدرة المقترض الإيرادية والثقة الائتمانية فيه)، وكلما ارتفع المستوى الائتماني للمصدر كلما انخفضت معدلات الفائدة التي يدفعها على هذه الأوراق.
- وطالما أن المخاطرة عالية فإن العائد المتوقع منها يكون مرتفعاً أيضاً (أعلى من العائد المتحقق على أدوات الخزنة).
- الهدف من إصدار هذه الكمبيالات هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط التجاري للشركة مثل شراء المخزون، دفع أي التزامات أخرى تستحق في غضون فترة قصيرة.

س: هل يمكن استخدام هذه الكمبيالات كمصدر تمويلي طويل الأجل لتمويل الأصول الثابتة مثل الآلات؟

ج: نعم

- وعندما يحين تاريخ استحقاق الكمبيالة، فإن حاملها يقوم بتقديمها إلى البنك الذي حددته الشركة المصدرة للكمبيالة كوكيل لها، ومن ثم يحصل على قيمتها الإسمية في الحال.
- يتم تحديد العائد على هذه الأوراق عن طريق الخصم من قيمتها الإسمية (كما هو الحال بالنسبة لأدوات الخزنة).
- أي أنها تصدر بصيغة لحامله وعلى أساس سعر الخصم مثل أدوات الخزنة.

س: كيف يتمثل العائد بالنسبة للمستثمر؟

ج: من خلال الفرق بين المبلغ الذي يدفع فعلاً والمبلغ الذي يحصل عليه في تاريخ الاستحقاق.

- معظم مشتري هذه الأوراق من المؤسسات المالية وغير المالية، أي أنها تمثل إقراض واقتراض بين مؤسسات الأعمال وبعضها البعض.
- سوق هذه الأوراق حساس أي مشكلات اقتصادية أو مالية خاصة ما يتعلق منها بالمؤسسات المصدرة لها.
- تعتبر من أقدم أدوات الاستثمار القصير الأجل، واستخدامها محدود في معظم الأسواق المالية ما عدا الولايات المتحدة وكندا حيث يتوافر لها سوق واسع نسبياً.

5. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي أو الأرصدة المركزية أو الأموال الفيدرالية:

- تلجأ البنوك التجارية التي يتجمع لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي بإقراض بنوك أخرى تعاني من عجز فيه.
- هذه الأموال التي تقرضها الأولى ذات الفائض للثانية التي تعاني من عجز لا تعد أوراقاً بالمعنى المفهوم.

- ذلك أنها تمثل تعهداً غير مكتوب يضمنه البنك المركزي – الجهة التي تدير الاحتياطي-يلتزم بموجبه البنك المقرض برد الأموال التي اقترضها للبنك المقرض مع الفائدة المستحقة.
 - إن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لأكثر من يوم مع أن الأصل كان الاقتراض لمدة يوم واحد، حيث يطلب تمديد فترة القرض يوماً بيوم.
 - والبنك المركزي يقوم بدور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك المقرضة، وقد يكون الاتصال فيما بين هذه البنوك مباشرة.
 - سوق القروض بين البنوك أو المؤسسات المالية يعتبر سوقاً مرناً ويتميز بالسيولة، خاصة بين البنوك التجارية.
- س:** ما هي الفائدة التي يجنيها البنك المقرض والمقرض من قرض فائض الاحتياطي الإلزامي؟
- ج:** البنك المقرض يستفيد عن طريق استثمار ما لديه من أموال فائضة وذلك عن طريق إقراضه للبنوك التي تعاني من عجز مقابل فائدة يتفق عليها، وبذلك يزيد من طاقته الاستثمارية. كما أن البنك المقرض يستطيع من خلال هذه العملية تغطية ما لديه من عجز حتى يستطيع تسيير عملياته الاستثمارية والبنكية حتى لا يتأثر وضع البنك المالي.

6. اتفاقيات إعادة الشراء:

- هي عبارة عن اتفاق بين طرفين، على بيع أحد الطرفين أوراق مالية إلى الطرف الآخر، مع وعد بإعادة شراء هذه الأوراق المالية بسعر محدد وفي ميعاد محدد في المستقبل.
- تمثل اتفاقية إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض، حيث يلجأ التاجر إلى سمسار متخصص في تلك الاتفاقيات للبحث عن مستثمر لديه فائض من الأموال ويرغب بإقراضها، فيبرم التاجر اتفاقاً مع المستثمر ذاته، وبسعر يفوق قليلاً السعر الذي تباع به هذه الأوراق.
- لاحظ أن صفقة إعادة الشراء ستنفذ في الموعد الذي يحدده التاجر الذي يحتاج إلى الأموال، وبهذا تنتهي الاتفاقية باسترجاع التاجر للأوراق المالية ورد الأموال إلى المستثمر.
- وهنا تعتبر اتفاقية إعادة الشراء متشابهة مع قرض الاحتياطي الإلزامي، قرض قصير الأجل ولكن بضمان الأوراق المالية التي يتم الاتفاق على إعادة شرائها.
- عادة الأوراق المالية التي يجري عليها إعادة الشراء هي الأوراق المالية الحكومية مثل أذونات والسندات الحكومية.
- تحتسب المكاسب على الأموال المقرضة بالفرق بين عقد البيع وعقد الشراء.
- لا يترتب على عقد البيع انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية من الاجر إلى المستثمر، بل تبقى في حوزة التاجر، ولكن ينص في الاتفاق على رهن الأوراق لصالح المستثمر. وفي بعض الحالات يطلب المستثمر أن يتم رهن مخزون التاجر من الأوراق المالية وليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق كضمان سداد الأموال المقرضة.
- جرت العادة أن تكون فترة الاتفاق يوماً واحداً أو بضعة أيام، لكن قد تطول الفترة لتصل إلى شهر أو أكثر.

7. قرض اليورو دولار (الدولار الأوروبي):

- يستخدم اصطلاح اليورو دولار للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوروبية.
- ويتكون سوق اليورو دولار من عدد من البنوك الكبيرة التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح قروض بالدولار الأمريكي.
- وتتسم هذه القروض بضخامة القيمة وقصر فترة الاستحقاق، وتتجمع الدولارات الأمريكية لدى البنوك الأوروبية نتيجة لقيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكا بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها، أو بسبب القيود أو الإجراءات التنظيمية المفروضة على البنوك الأمريكية.

8. القبولات المصرفية (الكمبيالات):

- عبارة عن أوامر دفع مؤجلة مسحوبة على بنك معين من طرف عميل. فإن قبل البنك دفع قيمة أمر الدفع فإنه يختمه بعبارة (مقبول). وذلك يعني أن البنك سوف يدفع هذه القيمة في تاريخ الاستحقاق بدون شروط.
- إن القبولات المصرفية تعتبر إحدى الأدوات المالية الدولية، والتي نشأت لتسهيل عمليات التجارة الخارجية بين الدول ذات العملات المختلفة. يستعين بها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب، وهي عبارة عن نوع من أنواع الاعتمادات المستندية.
- حيث يفضل المصدر الخارجي أن يكون البنك ضامناً لدفع قيمة البضاعة التي يصدرها قبل أن يشحنها إلى المستورد المحلي، وذلك إذا تعذر المستورد المحلي عن السداد في الميعاد المتفق عليه.
- وإذا كان المصدر الأجنبي بحاجة إلى سيولة قبل ميعاد استحقاق الكمبيالة المصرفية، يمكنه بيع هذه الكمبيالة لأي مشتري في سوق النقد أو للبنك على أساس معدل الخصم.
- يتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الإسمية كما هو الحال بالنسبة لكل من أذونات الخزنة والأوراق التجارية، وغالبيتها تستحق خلال 90 يوماً.
- وتعتبر من الأدوات المالية ذات المخاطر المحدودة. فإن العائد عليها يزيد قليلاً عن العائد على أذونات الخزنة، ويكاد يتساوى مع العائد على شهادات الإيداع القابلة للتداول.

❖ نتيجة:

_ تختلف أدوات سوق النقد من حيث درجة السيولة: فمثلاً السوق الثانوي بالنسبة لأذونات الخزنة تعتبر سوق نشط ومن الممكن تحويلها بسرعة إلى نقدية مع انخفاض بسيط في قيمتها. من ناحية أخرى تعتبر السوق الثانوي سوق غير نشط بالنسبة للأوراق التجارية ولا يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة. أما قرض الاحتياطي الإلزامي فليس لديه سوقاً ثانوياً لأنها تعاملات خلال فترات قصيرة جداً لا تتعدى اليوم وبين البنوك فقط والغرض منها التمويل وليس الاستثمار. أما

شهادات الإيداع القابلة للتداول يمكن تداولها في السوق الثانوي، وغن كان تداولها ليس كبيراً بسبب شراء المستثمر لها والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، وكذلك الحال بالنسبة للكبيالات المصرفية.

9. تدريب:

■ أجب بـ نعم أو لا

- أ. تصدر الأوراق التجارية بأجال قصيرة ويتم التعامل بها في سوق النقد الثانوي. (نعم)
- ب. اتفاق إعادة الشراء هو قرض طويل الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق. (لا...قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق)
- ت. يتم تداول شهادات الإيداع المصرفية في الأسواق الثانوية للأوراق المالية وتباع على أساس الخصم. (لا...تباع على أساس العائد وليس على أساس الخصم)

■ ما المقصود باتفاقيات إعادة الشراء؟

ج: (من أدوات سوق النقد، وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين، على بيع أحد الطرفين أوراق مالية إلى الطرف الآخر، مع وعد بإعادة شراء هذه الأوراق المالية بسعر محدد وفي ميعاد محدد في المستقبل).

10. إجابات تدريب المحاضرة الثانية:

_السؤال الأول:

1. اكمل ما يلي: تنقسم السوق الثانوية إلى سوق منظمة (رسمية) وسوق غير منظمة (غير الرسمية).
2. جميع الالتزامات التي يتم تداولها في سوق النقد تتمتع بدرجة عالية من الأمان. باعتبار أن الأوراق المتداولة في سوق النقد تصدرها مؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية فإن احتمالات الديون المعدومة منخفضة جداً أو شبه مستحيلة، أي تتميز سوق النقد بتدني درجة مخاطرة الدين ذاته.

_السؤال الثاني:

1. اذكر دون أن تشرح أهم تصنيفات السوق المالي. ج: أكثر التقسيمات شيوعاً، هو التقسيم الذي يقوم على أن السوق المالي يتكون من فرعين رئيسيين هما سوق رأس المال والسوق النقدية، وما يتفرع عن كل واحد منهما... (وضح ذلك).
2. عدد الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في سوق النقد. ج: أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية، مثل: أذونات الخزنة، وقرض الاحتياطي الإلزامي، واتفاقيات إعادة الشراء، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول...
3. اذكر باختصار مراحل نشأة وتطور البورصة. (للاطلاع) ج: البورصة كلمة فرنسية تعني (كيس النقود)، ويقال أن كلمة البورصة (Stock Exchange) مشتقة أصلاً من أحد المصدرين التاليين:

1. فندق في مدينة بروج (Bruge) ببلجيكا، كانت على واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس نقود، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أموالهم.
2. نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج (Bruge) ببلجيكا، معروفة بـ (Van Der Burse) حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون للإتجار في أعمالهم.

المحاضرة الثالثة

القسم الثاني

الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

(السندات)

الصفحة	محتويات المحاضرة	المحاضرة الثالثة
11	أولاً: مقدمة عن أدوات سوق رأس المال	الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال (السندات)
11	ثانياً: السندات	
11	1. تعريف السندات	
12	2. الخلفية التاريخية للسند (للاطلاع)	
12	3. خصائص السندات	
13	عوائد السندات	

المحاضرة الثالثة

الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال (السندات)

أولاً: مقدمة عن أدوات سوق رأس المال

_ تنقسم الأسواق المالية - كما سبق الإشارة في المحاضرات السابقة - من حيث أجل استحقاق الورقة المالية إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال. في هذه المحاضرة سوف نتناول أسواق رأس المال من حيث أنواع الأوراق المالية التي تتداول فيها.

س: هل يمكن - عزيزي الطالب - أن تذكر ما هي سوق رأس المال؟ (من المحاضرة السابقة)

ج: هي أسواق يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل، والتي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة، حيث تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم والسندات.

ثانياً: السندات: (للاطلاع)

_ تعتبر إحدى أهم وسائل التمويل المالي المتوفرة للشركات والحكومات وأقدمها. والتي عن طريقها تستطيع هذه الجهات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة.

_ بالنسبة للحكومات فهي عادة تلجأ إلى السندات لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ ما لديها من مشاريع تنموية. ولأن الحكومات لا تستطيع إصدار أسهم لرفع رأس مالها، كما تفعل الشركات، فإن خيار السندات دائماً هو المفضل لدى الحكومات.

_ علاوة على ذلك وبسبب قوة الحكومات ككيان سياسي واقتصادي يمكن الاعتماد عليه، فإنها تستطيع عادة أن تصدر سندات بتكلفة أقل من التكلفة التي تدفعها الشركات. أي أن الحكومات تستطيع أن تبيع سندات تعطي عائداً أقل من السندات التي تصدرها الشركات، والسبب الأمان المتوقع لرأس المال إذا كانت الجهة المصدرة للسندات جهة حكومية قوية (كحكومة المتحدة الأمريكية).

_ وكما نعلم فإنه كلما قل عامل المخاطرة في الاستثمار قل العائد الممكن من الاستثمار.

_ السبب الآخر لقبول السندات الحكومية وقوة شعبيتها يعود لميزتها الضريبية، حيث أنه في كثير من الأحيان لا يقوم المستثمر بدفع ضرائب على أرباحه المتحققة من الاستثمار في السندات الحكومية.¹

1. تعريف السندات:

(¹) بالنسبة للسندات التي تصدرها وزارة المالية (أو الخزينة) الأمريكية، فإن لها مسميات معينة تأتي حسب فترة الاستحقاق الخاصة بكل نوع. فإذا كانت السندات مستحقة خلال عام واحد من تاريخ إصدارها، فإنها تسمى أذونات الخزينة (Treasury Bills). وإذا كانت المدة بين عام إلى عشرة أعوام، فإنها تسمى أوراق الخزينة (Treasury Notes). وإذا كانت مدتها أكثر من عشر سنوات فإنها تسمى سندات الخزينة (Treasury Bonds).

- السند "أداة مالية تعبر عن فرض ممثل في أوراق مالية متساوية القيمة. قابلة للتداول تمثل ديناً على مصدرها وحقاً لمالكها في الحصول على دفعات مالية محددة (في الزمن والقيمة)، وله في نهاية المدة الحصول على قيمة القرض".
- السند أداة مالية، تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد اقتراض مقدار كبير من المال، يتعذر في العادة أن تحصل عليه الشركة من فرد واحد، أو مؤسسة واحدة.
- فتجزئ القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتصدر في مقابل كل جزء صكاً، يحمل قيمة اسمية مساوية لذلك الجزء.
- بحيث يكون مجموع قيم هذه الصكوك مجموع المال الذي تريد اقتراضه، ثم تعرض هذه الصكوك على الراغبين في الإقراض من الأفراد والمؤسسات، ليشاركوا جميعاً في تقديم القرض، كل بحسب قدرته ورغبته. بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منهم سنداً، يثبت كونه دائناً للشركة بالقدر الذي أقرضه، ولهذا اصطلح على تسمية هذه الصكوك بالسندات.
- فالسند إذاً بالنسبة للحكومات والشركات أداة للاقتراض، وبالنسبة للمقرض ورقة أو صك، يثبت كونه دائناً للمقرض بالقيمة المدونة عليه.
- ويلتزم مصدر السند – بالإضافة إلى التزامه بتسديد قيمته في التاريخ المحدد – بأن يدفع لحامله على فترات زمنية محددة (سنوية أو نصف سنوية في الغالب) فائدة على القرض، يتم تحديدها عادة بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للقرض.
- ولا يتوقف دفع هذه الفائدة على حصول الربح في المشروع الذي أصدرت السندات لتمويله مثلاً، بل يلزم دفعها على أي حال.
- وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.
- ونظراً لأن المستثمر الفرد عادة ما يكون واحداً من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات، وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد، لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون مصرفاً تجارياً، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين.

2. الخلفية التاريخية للسند: (للاطلاع)

- إن تاريخ السندات قديم، ولكن مرحلة أو تاريخ ظهورها الواسع كان في القرن السادس عشر – حين أخذت الحكومة تقترض من الجماهير ولجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات.
- وكانت الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض عندما أصدر (وليم الثالث) في عام 1693 م، قراراً حول سندات القرض ومنح فيها مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه، وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات.

3. خصائص السندات:

- _ تتميز السندات بعدة خصائص، منها:
- قرض السندات قرض جماعي، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدة، ولكن مع مجموع المقرضين.
 - للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيراً أو متوسطاً أو طويلاً.
 - يعطي السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة، وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق. إضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقاً للأحكام القانونية.
 - يمثل السند ديناً على الجهة المصدرة له (حكومة – شركة)، فإذا أفلست الشركة يسقط أجل الدين واشترك حامل السند مع باقي الدائنين.
 - لحامل السند حق الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل السهم.
 - يستوفي حامل السند فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت.
 - يحق لحامل السند المطالبة بإشهار إفلاس الشركة إذا توقفت عن دفع الدين مع فائدته في موعد الوفاء المحدد.
 - لا يشترك حامل السند في الجمعية العمومية للمساهمين، ولا يجوز للجمعية العمومية أن تعدل التعاقد، ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد.
 - يكون السند قابلاً للتداول.

4. عوائد السندات:

- _ يعتبر معدل الفائدة الإسمي: معدل فائدة تعاقدية يتعهد مصدر السند بدفعه خلال مدة صلاحية السند.
- _ فإذا أصدرت منشأة أعمال سند بقيمة إسمية 1000 وحدة نقدية، ومعدل فائدة 9%، فإن قيمة الفوائد السنوية لمشتري هذا السند (المستثمر) هي 90 وحدة نقدية.
- ولكن معدل الفائدة غير كافياً لإظهار عائد مشتريه** (إلا في حالة تساوي القيمة الإسمية مع القيمة السوقية (قيمة البيع))، وبخلافه فإن فرق القيمة ما بين الشراء والبيع (تغيرات القيمة الرأسمالية للأصل) قد يضيف عائداً أو يقلل منه للمشتري.

_ إذا ما هي قيم السندات؟

- _ تقوّم السندات بشكل عام بالقيم الآتية:
- _ **القيمة الإسمية للسند (Par Value):** هي القيمة التي تثبت على السند المصدر، والذي يحسب على أساسه معدل الفائدة (معدل القسيمة أو معدل الكوبون Coupon Rate) الدورية المدفوعة لحامله. والقيمة الإسمية عادة تساوي 1000 وحدة نقدية ومضاعفاتها.
- _ **القيمة السوقية (Market Value):** وتدعى أيضاً بالقيمة الشرائية: وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول، وتعبّر عن القيمة الحقيقية للسندات.

بناء على ما سبق نجد أن:

العائد من الاستثمار في سند معين يتمثل في قيمة الفوائد التي يحصل عليها المستثمر سواء كانت الجهة المصدرة للسند تقوم بدفع الفوائد كل سنة أو نصف سنة (عادة ما يتم حساب هذه الفوائد على أساس سنوي)، وبالإضافة إلى الفوائد فإن المستثمر قد يحقق أرباحاً رأسمالية متمثلة في الزيادة التي قد تطرأ على سعر السند في السوق. وبالطبع فإنه إذا انخفض سعر السند في السوق فسوف يحقق المستثمر خسائر رأسمالية.

ونظراً لاختلاف سعر السند من وقت لآخر، حسب قوى العرض والطلب وتغير معدل الفائدة العام، فإن العائد على السند يتغير من وقت لآخر.

وهنا يمكن التفرقة بين نوعين من العائد، هما: **العائد السنوي (الجاري)، والعائد حتى تاريخ الاستحقاق.**

1-4. العائد الجاري (Current Yield):

يتمثل العائد الجاري للسند في الفوائد التي يحصل عليها المستثمر سنوياً، ويتم حساب هذا العائد كما يلي:

عائد السند = (قيمة الفوائد المدفوعة / سعر السند في السوق)

مثال: فإذا كان سعر السند في السوق 100 وحدة نقدية والفوائد السنوية (الكوبون السنوي) 13 وحدة نقدية، فإن:

$$\text{عائد السند} = (100/13) = 0.13 = 13\%$$

س: قد يقال إن عائد السند محدد سلفاً وقت إصدار هذا السند في صورة الكوبون المصاحب للسند، وبالتالي فإن العائد معروف مقدماً.

ج: والرد على ذلك أن نسبة الفائدة (الكوبون) المحددة وقت إصدار السند تحسب بناء على القيمة الإسمية (القيمة المدونة على السند نفسه)، وليس بناء على القيمة السوقية.

فمثلاً: قد يصدر سند معين بقيمة اسمية 100 وحدة نقدية وبسعر فائدة 15%، وهنا لا تتغير هذه النسبة طوال فترة استحقاق السند، في هذه الحالة نجد أن قيمة الفوائد السنوية (الكوبون السنوي) تحسب كما يلي:

الفوائد السنوية للسند = القيمة الاسمية للسند × سعر الفائدة على هذا السند = $100 \times 0.15 = 15$ وحدة نقدية سنوياً.

ولكن قد تختلف قيمة السند في السوق عن قيمته الإسمية سواء ارتفاعاً أو انخفاضاً، مما قد يؤثر على العائد الفعلي (الحقيقي) الذي يحصل عليه المستثمر.

فإذا ارتفعت قيمة السند في السوق إلى 120 وحدة نقدية، فإن العائد على الاستثمار في هذا السند سوف يختلف، لأن قيمة الفوائد السنوية ثابتة وهي 15 وحدة نقدية للسند الواحد.

في هذه الحالة نجد أن العائد من هذا السند يحسب كما يلي:

$$\text{عائد السند} = 120/15 = 12.5\%$$

ومن ناحية أخرى فإنه إذا انخفض سعر السند في السوق (مع ثبات الفائدة السنوية بالطبع) إلى 80 وحدة نقدية، فإن عائدته يصبح كما يلي:

عائد السند = $80/15 = 18.75\%$

و معنى ما تقدم أنه: مع ثبات قيمة الفوائد السنوية، فإن ارتفاع سعر السند في السوق يترتب عليه انخفاض في العائد منه، والعكس صحيح.

أي أن هناك تناسب عكسي بين سعر السند في السوق والعائد منه، طالما أن قيمة الفوائد السنوية ثابتة.

إلا أن: العائد الجاري المحسوب على أساس التوزيعات (معدل الفوائد) لا يعكس هو الآخر ما يحصل عليه المشتري للسند بسبب فروقات القيمة الرأسمالية للورقة المالية. لذلك قد يكون أهم عائد ينظر إليه هو عائد الاستحقاق (Yield – to -Maturity).

2-4. العائد حتى تاريخ الاستحقاق (Yield to Maturity):

العائد الكلي المتحقق عند الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، أي يمثل معدل مردود السند بالنسبة لمن يشتريه اليوم ويحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق.^٢

وفي المثال السابق لو قام مستثمر آخر – في وقت لاحق- بشراء نفس السند بمبلغ 170 وحدة نقدية (مع أن قيمته الإسمية 200 وحدة نقدية)، وهو ينوي الاحتفاظ به بهذا السند حتى تاريخ استحقاقه، في هذه الحالة يجب ملاحظة ما يلي:

(a) إن قيمة الكوبون (20 وحدة نقدية) لن تتغير.
(b) إن المشتري (المستثمر الجديد) سوف يحقق أرباحاً رأسمالية قيمتها 30 وحدة نقدية، لأنه سوف يسترد القيمة الإسمية للسند وهي 200 وحدة نقدية في تاريخ الاستحقاق، في حين أن ما دفعه فعلاً فقط 170 وحدة نقدية.

ويحسب العائد حتى تاريخ الاستحقاق (Yield To Maturity) بالعلاقة:

$$YTM = \frac{I + (M - P) / n}{\frac{(M + P)}{2}}$$

أي أن:

العائد حتى تاريخ الاستحقاق = {(الكوبون السنوي ± متوسط الأرباح أو الخسائر الرأسمالية السنوية) / متوسط

الاستثمار}

حيث أن:

- قيمة الكوبون السنوي (I) = القيمة الاسمية للسند × نسبة الكوبون (الفائدة)
- الأرباح الرأسمالية = القيمة الاسمية للسند (M) – القيمة السوقية (P)
- متوسط الأرباح الرأسمالية السنوية = الأرباح الرأسمالية ÷ عدد السنوات المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق (n)

^٢ إذا قام أحد المستثمرين بشراء سند معين وقت إصداره، وكان ثمن الشراء هو نفسه القيمة الإسمية للسند (200 وحدة نقدية)، وأن هذا المستثمر ينوي الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه. فإن العائد حتى تاريخ الاستحقاق يكون هو نفسه العائد الجاري، والعائد (الكوبون) السنوي 10% (أي أن قيمة الكوبون 20 وحدة نقدية). إن هذا العائد سوف يظل ثابتاً عند 10% طوال فترة استحقاق السند. والسبب في ذلك أن المستثمر قد دفع مبلغ 200 وحدة نقدية ثمناً للسند، وسوف يسترد نفس المبلغ عندما يحين تاريخ الاستحقاق، مع استمرار حصوله على قيمة الكوبون السنوي (20 وحدة نقدية سنوياً) طوال فترة الاستحقاق.

ويظهر الاختلاف في الحسابات عند اختلاف القيمة السوقية للسند عن قيمته الإسمية، مع عزم المستثمر على الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق.

▪ متوسط الاستثمار = (القيمة السوقية + القيمة الاسمية) ÷ 2

ولحساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق في المثال السابق:

$$YTM = \frac{I + (M - P) / n}{\frac{(M + P)}{2}}$$

✓ قيمة الكوبون السنوي (I) = القيمة الاسمية للسند × نسبة الكوبون (الفائدة) = 0.10 × 200 = 20 وحدة نقدية سنوياً.

✓ الأرباح الرأسمالية = القيمة الاسمية للسند (M) – القيمة السوقية (P) = 200 – 170 = 30 وحدة نقدية.

✓ إذا كانت الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق (n) هي 6 سنوات، فإن متوسط الأرباح الرأسمالية السنوية = (الأرباح الرأسمالية / عدد السنوات المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق) = (30 / 6) = 5 وحدة نقدية بالمتوسط.

✓ متوسط الاستثمار = (القيمة السوقية + القيمة الاسمية) / 2 = (200 + 170) / 2 = 185.

✓ العائد حتى تاريخ الاستحقاق = (185) / (5 + 20) = 0.135 = 13.5% سنوياً.

– وبالطبع إذا تم شراء السند بأكبر من قيمته الاسمية فإن المشتري سوف يحقق خسائر رأسمالية، طالما أنه ينوي الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه، لأنه لن يسترد إلا القيمة الاسمية فقط في هذا التاريخ.

– بالعودة إلى المثال السابق:

إذا قام المستثمر الجديد بشراء السند بمبلغ 230 وحدة نقدية، احسب العائد حتى تاريخ الاستحقاق؟

✓ قيمة الكوبون السنوي (I) = القيمة الاسمية للسند × نسبة الكوبون (الفائدة) = 0.10 × 200 = 20 وحدة نقدية سنوياً.

✓ الخسائر الرأسمالية = القيمة الاسمية للسند (M) – القيمة السوقية (P) = 200 – 230 = 30 وحدة نقدية.

✓ إذا كانت الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق (n) هي 6 سنوات، فإن متوسط الخسائر الرأسمالية السنوية = (الأرباح الرأسمالية / عدد السنوات المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق) = (30 / 6) = 5 وحدة نقدية بالمتوسط.

✓ متوسط الاستثمار = (القيمة السوقية + القيمة الاسمية) / 2 = (200 + 230) / 2 = 215.

✓ العائد حتى تاريخ الاستحقاق = (215) / (5 - 20) = 0.0698 = 6.98% سنوياً.

نتيجة: بصفة عامة إذا كان ثمن شراء السند أقل من قيمته الاسمية، فإن العائد حتى تاريخ الاستحقاق سوف يكون أكبر من نسبة الكوبون، والعكس صحيح.

– والسبب في ذلك هو ما يتحقق للمستثمر من أرباح أو خسائر رأسمالية نتيجة اختلاف القيمة السوقية للسند عن قيمته الاسمية.

مثال آخر عن كيفية حساب عائد الاستحقاق (YTM):

_ في نهاية عام 2000 م كانت السندات 30 عاماً حكومية صادرة بقيمة إسمية 1000 دولار، وبفائدة اسمية تساوي 6.25%، تباع بسعر 1100 دولار للسند الواحد. وهي سندات مستحقة بعد حوالي 29 عاماً ونصف، ما هو العائد الجاري لهذه السندات؟

_ **الحل:** يحسب العائد الجاري بقسمة مبلغ الفائدة الإسمية على السعر الحالي للسند، كما يلي:

_ مبلغ الفائدة الاسمية = 6.25% × 1000 دولار = 62.5 دولار.

_ العائد الجاري = 62.5 دولار / 1100 دولار = 5.68%.

_ نلاحظ أن العائد الجاري قد انخفض، بينما سعر السند قد ارتفع.

_ **كم هو عائد الاستحقاق لهذه السندات؟**

$$YTM = \frac{I + (M - P) / n}{\frac{(M + P)}{2}}$$

$$YTM = \frac{62.5 + \frac{1000 - 1100}{29.5}}{\frac{(1000 + 1100)}{2}}$$

$$YTM = 5.63\%$$

حيث أن: I = 62.50 (مبلغ الفائدة الإسمي)، M=1000 (القيمة الإسمية للسند)، P = 1100 (السعر الحالي للسند)، n=29.50 (المدة المتبقية للاستحقاق).

_ لاحظ أن عائد الاستحقاق انخفض من 6.25% عند إصدار السندات، إلى 5.63% حالياً، وأن سعر السند قد ارتفع من 1000 وحدة نقدية عند إصداره إلى 1100 حالياً.

_ وهذه التغيرات هي التي تحدث يومياً في سوق السندات نتيجة التقلبات الاقتصادية المختلفة. وكلما قام المصرف المركزي برفع سعر الفائدة، فإن النتيجة هي أن تنخفض أسعار السندات، ويزيد عائد الاستحقاق، والعكس صحيح.

_ **ملاحظة: (للاطلاع)**

أن ما يتابعه المستثمرون في الواقع هو عائد الاستحقاق (YTM) على السندات في أي وقت من الأوقات. فنجد أن عائد الاستحقاق للسندات الحكومية لـ 30 عاماً (30-Years Treasury Bonds)، والذي يعرف بالسند الطويل، ينشر عائدته يومياً في الصحف العالمية، ويتابع باهتمام من قبل كافة المستثمرين.

يبين الشكل الآتي عائد الاستحقاق على سندات (30 عاماً) الحكومية منذ عام 1977 م وحتى 2005 م، والذي يشير إلى أن العائد في حالة هبوط مستمر. معنى ذلك أن شراء السندات خلال السنوات الماضية كان مجدداً نظراً لارتفاع أسعارها، حيث كما ذكرنا أن سعر السند يعاكس اتجاه عائد استحقاقه.



الشكل ١٧-١: عائد الاستحقاق لسندات الخزينة الأمريكية لمدة ٣٠ عاماً.