

مبادئ الاستثمار في السندات



إعداد
أحمد سامي
وليد جمعة



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

سلسلة كتب تعريفية
العدد (35)
موجه إلى الفئة العمرية الشابة
في الوطن العربي



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

مبادئ الاستثمار في السندات

سلسلة كتب تعريفية

العدد (35)

موجه إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي



إعداد

أحمد سامي

وليد جمعة

صندوق النقد العربي

2022

صندوق النقد العربي 2022

حقوق الطبع محفوظة

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذا الكتيب أو ترجمته أو إعادة طباعته بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي إلا في حالات الاقتباس القصير، مع وجوب ذكر المصدر.

الآراء الواردة في هذا الإصدار تعبر عن وجهة نظر مُعدي الكتيب، وليس بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي

توجه جميع المراسلات إلى العنوان التالي:

الدائرة الاقتصادية

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818 – أبو ظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة

هاتف: +97126171552

فاكس: +97126326454

البريد الإلكتروني: Economic@amfad.org.ae

الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae>

يستهدف الكتيب غير المختصين في الشأن الاقتصادي والمالي في الدول العربية ويخاطب بشكل عام الفئة العمرية الشابة للتعريف بمبادئ الاستثمار في السندات

قائمة المحتويات:

| | |
|---------|---|
| 5..... | تمهيد..... |
| 7..... | مفاهيم ومصطلحات السندات..... |
| 7..... | فترات الاستحقاق..... |
| 7..... | القيمة الاسمية للسند..... |
| 8..... | معدل الكوبون..... |
| 9..... | الشروط..... |
| 10..... | الأولية..... |
| 10..... | السندات المضمونة..... |
| 10..... | السندات غير المضمونة..... |
| 10..... | السندات التابعة..... |
| 11..... | اهم أنواع السندات..... |
| 11..... | السندات ذات العائد المتغير..... |
| 12..... | السندات ذا الكوبونات الصفرية..... |
| 12..... | السندات القابلة للاستدعاء..... |
| 13..... | السندات القابلة للاسترجاع..... |
| 13..... | السندات المرتبطة بالتضخم..... |
| 15..... | السندات القابلة للتحويل إلى أسهم..... |
| 16..... | تقييم السندات..... |
| 16..... | خطوات تقييم سعر السند..... |
| 17..... | تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للسند..... |
| 18..... | تحديد معدل العائد المطلوب على السند..... |
| 18..... | خصم التدفقات المستقبلية باستخدام معدل الخصم..... |
| 23..... | منحنى العلاقة بين السعر وعائد السند..... |
| 25..... | العائد حتى تاريخ الاستحقاق..... |
| 27..... | المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات..... |
| 27..... | مخاطرة إعادة الاستثمار..... |
| 28..... | مخاطر معدلات الفائدة..... |
| 29..... | مخاطر الائتمان..... |
| 29..... | مخاطرة عدم السداد..... |
| 29..... | مخاطرة الهامش الائتماني..... |
| 30..... | مخاطر خفض التقييم الائتماني..... |

| | |
|----------------|---|
| 30..... | دراسة المؤشرات المالية للمقترضين |
| 30..... | مؤشرات التغطية |
| 31..... | مؤشرات الرافعة المالية |
| 31..... | مؤشرات السيولة |
| 31..... | نسب الربحية |
| 34..... | مخاطر السيولة |
| 35..... | مخاطرة سعر الصرف |
| 35..... | مخاطرة التضخم |
| 36..... | المخاطر السيادية |
| 36..... | دور السندات في المحافظ الاستثمارية |
| 36..... | تحقيق التنوع الاستثماري |
| 38..... | الحفاظ في رأس المال |
| 38..... | توفير مصدر للدخل |
| 39..... | الحماية من التضخم |
| 39..... | خاتمة |
| 40..... | قائمة المراجع |

تمهيد

تتخذ الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية بيعاً وشراءً العديد من الأشكال، فمنها ما هو قائم على الاقتراض مثل السندات، وما هو قائم على المشاركة في الملكية مثل الأسهم.

يُعرّف السند، بكونه "إلتزام مالي يتعهد بمقتضاه المُصدر أو المقترض بأن يرد إلى الدائن أو المُقرض، القيمة المقترضة أو ما يعرف بالقيمة الاسمية للسند إضافة إلى الفوائد الدورية على أصل المبلغ خلال أجل الإلتزام".

يهدف المقترض من إصدار السندات إلى تغطية عجز الموازنة أو تمويل مشروعات البنية التحتية، مثل شبكات الطرق والمرافق العامة، كما هو الحال بالنسبة للحكومات، أو لطرح منتجات جديدة أو إنشاء خطوط إنتاج، كما هو في الشركات.

ويلجأ المقترضين إلى السندات باعتبارها أدوات تمويل متوسطة وطويلة الأجل توفر لهم الحماية من تقلبات معدلات الفائدة في الأجل القصير، وبالتالي تستطيع الحكومات ضبط تكلفة تغطية عجز موازنتها، وتتمكن الشركات من تحديد تكلفة منتجاتها بدقة في الامد الطويل. لهذا الأمر تعنى الشركات في المقام الأول بأن يكون معدل الفائدة على السند المصدر أقل من العائد المنتظر على النشاط الاستثماري.

مؤخراً تزايد لجوء العديد من المقترضين إلى أسواق السندات على حساب التمويلات المصرفية، كون أسواق السندات تتيح للمقترضين الوصول إلى المستثمرين بشكل مباشر، بما يؤدي إلى خفض تكاليف التمويل مقارنة بالقروض البنكية.

يقع التداول في أسواق السندات في كل من السوق الأولى والسوق الثانوي، حيث تصدر السندات لأول مرة في السوق الأولى، وفيه تذهب حصيلة الطرح الى المقترض، ثم يعقبها التداول في السوق الثانوي للسندات التي سبق طرحها في السوق الأولى بين مختلف أنواع البائعين والمشتريين. وللسوق الثانوي أهمية كبيرة حيث عادة ما يرغب أغلب المستثمرين في بيع سنداتهم طويلة الأجل دون انتظار قدوم أجل استحقاقها، وبالتالي يسهم السوق الثانوي في توفير السيولة اللازمة للمتعاملين.

يشارك العديد من المستثمرين بمختلف أهدافهم وتوجهاتهم الاستثمارية في أسواق السندات. فهناك المستثمرون الأفراد، لكن عددهم ضئيل نظراً للمتطلبات الكبيرة للحدود الدنيا للاستثمار وتعقيدات الأسواق، بينما يشكل المستثمرون الرئيسيون من 90 في المائة إلى 95 في المائة من تداولات أسواق السندات¹.

من أهم المستثمرين الرئيسيين في أسواق السندات شركات التأمين، والبنوك التجارية، وصناديق المعاشات الخاصة والحكومية وصناديق الاستثمار.

يحرص المستثمرون الرئيسيون عند اتخاذ القرارات الاستثمارية على الموازنة بين هياكل الأصول والخصوم. فمثلاً، تعمل صناديق المعاشات على الاستثمار في السندات طويلة الأجل لضمان توفير عوائد تغطي التزاماتها طويلة الأجل، بينما تستثمر البنوك التجارية في سندات متوسطة الأجل، حيث إن مراكزها المالية ممولة بخصوم متوسطة الأجل.

من بعض نماذج مصدري السندات، حكومات الدول المختلفة، والهيئات الحكومية والبلديات، والشركات والمنظمات الدولية. تمتلك الشركات خيار إصدار الأسهم أو السندات لأغراض التمويل، بينما الحكومات تصدر فقط السندات².

¹ Reilly, Frank, K., & Brown, K. (n.d.). (2003). *Investment Analysis and Portfolio Management* (Seventh ed.). Thomson Southwestern.

² Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2012). *Financial Markets and Institutions* (Seventh, Ed.) Prentice Hall.

في ضوء ما سبق، يستهدف هذا الكتيب إلقاء الضوء على المفاهيم المتعلقة بالسندات، وأنواعها وأهميتها والمخاطر المرتبطة بها.

مفاهيم ومصطلحات السندات

فيما يلي عرض مبسط لبعض المصطلحات والمفاهيم المرتبطة بالسندات:

فترة الاستحقاق:

تشير إلى عدد السنوات الذي يظل خلالها السند قائماً، أو الفترة قبل قيام المدين بسداد كافة مبلغ الدين، وتصنف آجال السندات بحسب المتعاملين في الأسواق المالية إلى ثلاثة آجال رئيسية، وهي: آجال قصيرة، عندما يتراوح عمر السند بين عام وخمسة أعوام، ومتوسطة (بين 5 إلى 12 عام)، وطويلة عندما يزيد عمرها عن 12 عام. ولتاريخ الاستحقاق أهمية كبيرة، فعلى أساسه يتحدد العائد على السند، وغالباً ما يكون معدل الفائدة للسندات طويلة الأجل أعلى من معدلات الفائدة على السندات قصيرة الأجل، نظراً لزيادة المخاطر الاستثمارية على الفترات الطويلة. كذلك، يلعب أجل السندات دوراً هاماً في زيادة مستويات حساسية أسعارها لتحركات معدلات الفائدة³.

القيمة الاسمية للسند:

هي القيمة التي يتعهد مُصدر السند (المدين) بردها إلى حامل السند (الدائن) في تاريخ الاستحقاق، وعلى أساسها تُحتسب قيمة "الكوبون" أو العائد. وقد يتداول السند بقيمة أدنى أو أعلى من قيمته الاسمية. فإذا تداول السند بسعر أقل من قيمته الاسمية، فيعرف بكونه يتم تداوله بخصم، أما إذا تم تداوله بسعر أعلى من قيمته الاسمية، فيعرف على أنه يتداول بعلاوة.

³ Fabozzi, F. J. (2007). Fixed Income Analysis: Theory and Practice (Second ed.). John Wiley and Sons.

معدل الكوبون:

هي الفائدة التي يلتزم مصدر السند بدفعها كل عام. وغالباً ما يظل معدل الكوبون ثابتاً خلال عمر السند، ولا يتحرك مع تحركات معدلات الفائدة. وتحتسب قيمة الكوبون كالتالي:

$$\text{قيمة الكوبون} = \text{القيمة الاسمية للسند} * \text{معدل الكوبون}$$

للتوضيح، وباعتبار سند بمعدل كوبون يبلغ 8 في المائة، وبقيمة اسمية تساوي 1000 دولار أمريكي، يعني أن المدين سوف يتحمل فائدة سنوية تساوي 80 دولاراً أمريكياً (0.08*1000).

تتفاوت دورية توزيع "الكوبونات" من سند لآخر، فقد تكون شهرية، أو ربع سنوية، أو نصف سنوية، أو سنوية. ويُذكر أن غالبية الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية تقوم بسداد فوائد إصداراتها من السندات بشكل نصف سنوي.

فعلى سبيل المثال، يوضح الشكل التالي، سند على الحكومة الأمريكية بفائدة سنوية 1.375 في المائة، بتاريخ استحقاق 15 نوفمبر 2031، وبقيمة إسمية مبلغها 61.560 مليار دولار أمريكي، يترتب عليه التزام على الحكومة الأمريكية يحتسب كالتالي (61.560 مليار دولار أمريكي * 1.375 في المائة * 1/2) = 423.225 مليون دولار أمريكي، تدفع بشكل نصف سنوي حتى تاريخ استحقاق السند في 15 نوفمبر 2031، فضلاً عن رد أصل المبلغ وهو 61.560 مليار دولار أمريكي في تاريخ الاستحقاق.

شكل رقم (1)
سند مُصدر من الحكومة الأمريكية

| 25) Bond Description | | 20) Issuer Description | | Identifiers | |
|----------------------|-----------------------------|------------------------|--------------------|--------------|--|
| 11) Bond Info | Name | US TREASURY N/B | ID Number | 91282CDJ7 | |
| 12) Adm. Info | Industry | Treasury (BCLASS) | CUSIP | 91282CDJ7 | |
| 13) Covenants | Security Information | | ISIN | US91282CDJ71 | |
| 14) Guarantors | Issue Date | 11/15/2021 | SEDOL 1 | BMF0Q22 | |
| 15) Bond Ratings | Interest Accrues | 11/15/2021 | FIGI | BBG013BNT3Y4 | |
| 16) Identifiers | 1st Coupon Date | 05/15/2022 | Issuance & Trading | | |
| 17) Exchanges | Maturity Date | 11/15/2031 | Issue Price | 99.359650 | |
| 18) Inv Parties | Floater Formula | N.A. | Risk Factor | 9.207 | |
| 19) Fees, Restrict | Workout Date | 11/15/2031 | Amount Issued | 61560 (MM) | |
| 20) Schedules | Coupon | 1.375 | Amount Outstanding | 61560 (MM) | |
| 21) Coupons | Cpn Frequency | S/A | Security Type | USN | |
| Quick Links | Mty/Refund Type | NORMAL | Type | FIXED | |
| 32) ALLQ Pricing | Calc Type | STREET CONVENTION | Series | | |
| 33) QRD Quote Recap | Day Count | ACT/ACT | Minimum Piece | 100 | |
| 34) CACS Corp Action | Market Sector | US GOVT | Minimum Increment | 100 | |
| 35) CN Sec News | Country/Region | US | SOMA Holdings | 36.65 | |
| 36) HDS Holders | Currency | USD | | | |
| 64) Send Bond | TENDERS ACCEPTED: \$39000MM | | | | |

SN 472696 GST GHT*4:00 H823-4241-3 03-Dec-2021 14:29:01

المصدر: بلومبيرج.

الشروط: تتضمن عقود السندات نوعين من الشروط، أولاً، الشروط الواجبة التنفيذ، وهي شروط يتوجب على المقترض الوفاء بها، مثل ضرورة سداد الفائدة والأصل في مواعيد استحقاقها، وسداد الضرائب والالتزامات الأخرى على الشركة، وكذلك الحفاظ على جميع أصول الشركة في حالة جيدة. وثانياً، الشروط المقيدة، وهي الشروط التي يتوجب على المدين الامتناع عن القيام بها، مثل وضع حدود قصوى على مبالغ الدين التي ينوى المدين اقتراضها في المستقبل، أو وضع قيود على توزيعات الأسهم النقدية للمساهمين.

الأولوية:

كما هو معلوم، في حال عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته، يكون للدائنين الحق في الرجوع على أصوله للوفاء بحقوقهم. وتوضح الأولوية ترتيب المقرضين في حالة إفلاس مصدر السند.

وهناك أنواع متعددة من السندات حسب درجة الأولوية، منها:

- **السندات المضمونة:** يكون السند مقترناً بأصل مرهوناً كضمانة للمستثمرين (المقرضين)، فمثلاً، تُصدر السندات العقارية لتوفير مصدر تمويل لإنشاء العقارات، ويستخدم العقار ذاته كضمان للدين، وفي حال تعثر المدين، يكون لحملة السندات الحق في الرجوع على العقار وتسييله وفاءً للدين. ويعتبر هذا النوع من السندات أقل مخاطرة من السندات الأخرى التي لا تصدر مقترنةً بضمانة مباشرة، ولذلك تمنح المستثمرين معدلات فائدة أقل من مثيلاتها غير المضمونة.
- **السندات غير المضمونة:** هي سندات غير مغطاة بضمانة معينة، ولكن لحملة السندات الحق في الرجوع على باقي الأصول غير المرهونة لاستيفاء حقوقهم.
- **السندات التابعة:** هي سندات تحتل مرتبة لاحقة للسندات الأخرى، في أحقية حاملها في الرجوع على أصول المدين، بمعنى آخر أنه في حال تعثر المدين، يأتي أصحاب السندات المضمونة وغير المضمونة حسب الأولوية لاستيفاء حقوقهم أولاً، يليهم أصحاب السندات التابعة. ويعتبر هذا النوع من السندات أكثر الأنواع تعريضاً للمستثمرين للمخاطر، وعليه يطالب المستثمرون بمعدلات فائدة أعلى من السندات الأخرى.

اهم أنواع السندات

السندات ذات العائد المتغير

هي سندات لا تصدر بمعدل كوبون ثابت، وإنما تحتسب الفائدة عليها وفقاً لمعادلة قائمة على ربط الكوبون بمعدل مرجعي متغير يعبر عن معدلات الفائدة السائدة في السوق، مضافاً إليه هامشاً ثابتاً يعبر عن المتانة المالية لمصدر السند كما موضحة المعادلة التالية:

$$\text{معدل الكوبون} = \text{معدل فائدة مرجعي} + \text{هامش}$$

فمثلاً، إذا كان معدل سعر الفائدة السائد بين البنوك في لندن (الليبور) لمدة 3 أشهر في تاريخ احتساب الكوبون هو 5 في المائة، والهامش الثابت 1 في المائة، فإن معدل الكوبون للثلاثة أشهر التالية سيكون 6 في المائة.

ومعدل الليبور هو المعدل الذي تستخدمه كبرى البنوك العالمية في إقراض الأموال فيما بينها في الأجل القصير، وهو يشمل 5 عملات مختلفة، هي: الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، والفرنك السويسري. وتتراوح معدلات الليبور على كل عملة من ليلة واحدة حتى 12 شهراً. وكنتيجة للكثير من شبّهات التلاعب التي أحاطت به، سيتوقف استخدام الليبور في الأجل القريب، فعلى سبيل المثال، سيتوقف معدل الليبور على الدولار الأمريكي في 30 يونيو 2023.

تدور الكثير من النقاشات حول أنسب البدائل، ليحل محل معدل الليبور. فعلى سبيل المثال، بالنسبة للدولار الأمريكي، قد يكون معدل السوفر أحد أبرز البدائل على مائدة متخذة القرار، خاصة أنه عائد مشتق من عمليات فعلية منفذة، وغير قائم على تقديرات، كمعدل الليبور، مما يجنبه شبّهات التلاعب.

تستخدم الأسواق المالية غالباً معدل الليبور لمدة ثلاثة أشهر كمعدل فائدة مرجعي، وهو ما يعنى أن معدل الكوبون يتم تعديله كل ثلاثة أشهر وفقاً لأسعار الفائدة في ذلك الوقت، بينما يظل الهامش ثابتاً خلال عمر السند. ويستهدف ذلك النوع من السندات توفير حماية للمستثمرين من مخاطر تقلبات معدلات الفائدة.

السندات ذات الكوبونات الصفرية

ليست كل السندات تقوم بتوزيع كوبونات، فهناك السندات ذات القيمة الصفرية، التي تصدر بخصم تحت قيمتها الإسمية، ويحصل حامل السند على الفوائد المستحقة في تاريخ الاستحقاق، حيث تساوى الفائدة الفرق بين القيمة الإسمية والسعر المدفوع في السند. فعلى سبيل المثال، إذا اشترى أحد المستثمرين سنداً ذا كوبون صفري بمبلغ 70 دولار أمريكي، وبقيمة إسمية تقدر بنحو 100 دولاراً أمريكياً. فإن الفائدة تساوى 30 دولاراً، وهو الفرق بين القيمة الإسمية للسند التي مقدرها 100 دولار والمبلغ المدفوع للاستثمار في السند.

السندات القابلة للاستدعاء

هو سند مضاف إليه خيار، يعطى للمقترض الحق أن يشتري السند مجدداً من الدائن. وتكون هناك فترة بينية بين تاريخ إصدار السند وأحقية المقترض في تفعيل هذا الحق. وعادة ما يكون سعر الاستدعاء مساوياً للقيمة الإسمية للسند أو أعلى بمقدار بسيط.

يستخدم المقترض هذا الحق مع هبوط معدلات الفائدة بالسوق بالمقارنة بمعدل كوبون السند بغرض إعادة تمويل الدين بمعدل فائدة أقل. مما لا شك فيه أن ذلك الخيار يعرض حامل السند لمخاطر إعادة الاستثمار، ولذلك لا بد من تعويض حملة هذا النوع من السندات بمعدل كوبون أعلى من مثيلاتها بدون ذلك الخيار.

السندات القابلة للاسترجاع

هو سند مضاف إليه خيار، يعطى لحامل السند الحق في بيع السند مجدداً إلى المدين بسعر محدد وفي تواريخ محددة سلفاً. ويستخدم الدائن هذا الحق مع ارتفاع معدلات الفائدة بالسوق بالمقارنة بمعدل كوبون السند بغرض إعادة استثمار أمواله بمعدل فائدة أعلى. يعد هذا النوع من السندات غير جذاباً للمصدرين، ولتعويضهم عن منح ذلك الحق لحملة السندات، تصدر السندات القابلة للاسترجاع بمعدلات كوبون أقل من مثيلاتها بدون ذلك الخيار.

السندات المرتبطة بالتضخم

هي سندات تصدر بغرض حماية المستثمرين من مخاطر التضخم، وهي تصدر بمعدلات كوبون ثابتة طوال عمر السند، ولكن تتغير القيمة الاسمية للسند خلال عمره مع تغيرات معدلات التضخم، وكما سبق الإشارة أن القيمة الاسمية للسند هي القيمة التي يحتسب على أساسها قيمة الكوبون، وكذلك هي القيمة التي يستردها المستثمر في نهاية أجل السند، وبذلك تعمل هذه الطريقة على ربط التدفقات النقدية للمستثمر بتغيرات معدلات التضخم.

على الجانب الآخر لحماية المستثمرين من مخاطر انخفاض مستويات التضخم، يسترد المستثمر في نهاية أجل السند القيمة الاسمية للسند أو القيمة المعدلة بمستويات التضخم، أيهما أعلى.

وكمثال توضيحي، نفترض أن القيمة الاسمية لسند ما صدر حديثاً بقيمة إسمية تبلغ 1000 دولار، أجل استحقاقه ثلاثة سنوات، وبمعدل كوبون 4 في المائة يُصرف سنوياً. يوضح الجدول التالي التدفقات النقدية التي يدرها السند أخذاً في الاعتبار معدلات التضخم السنوية:

جدول رقم (1)

| الفترة | التضخم السنوي في نهاية الفترة | القيمة الاسمية المعدلة بالتضخم * | قيمة الكوبون | اصل السند المسترد | اجمالي التدفقات النقدية ** |
|--------|-------------------------------|----------------------------------|--------------|-------------------|----------------------------|
| صفر | - | 1000 | | | |
| 1 | 2% | 1020 | 40.80 | - | 40.80 |
| 2 | 3% | 1050.60 | 42.04 | - | 42.04 |
| 3 | 1% | 1061.11 | 42.44 | 10611.11 | 1103.55 |

* تغطية القيمة الاسمية بمعدل التضخم، فمثلاً تصبح القيمة الاسمية بنهاية السنة الأولى $1000 * 1.02 = 1020$ دولار أمريكي.

** إجمالي التدفقات النقدية يساوي مجموع قيمة الكوبون وأصل السند المسترد.

Source: Fabozzi, F. J. (2007). Fixed Income Analysis: Theory and Practice

ومن العرض السابق، نرى أن السندات المرتبطة بالتضخم تمثل خيار جيد في أوقات حدوث زيادة كبيرة في معدلات التضخم، بخلاف الأدوات المالية الأخرى كالأسهم والسندات التي تتأثر بشكل سلبي من تلك الزيادة، ولذلك يلجأ العديد من مديري المحافظ الاستثمارية إلى إضافة تلك السندات إلى محافظهم بغرض التنويع وإدارة المخاطر.

عليه، فإن السندات المرتبطة بالتضخم تعد من أفضل الأدوات الاستثمارية للحماية من التضخم، حيث تزداد قيمتها الإسمية تلقائياً مع ارتفاع مستويات التضخم، مما يحافظ على القدرة الشرائية للمستثمر، وبالقطع كلما زادت مستويات التضخم، كلما زادت أهمية تلك السندات في المحفظة.

السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

تمنح هذه السندات الحق في تمويلها إلى عدد محدد من أسهم الشركة المصدرة، ويتم تحديد عدد الأسهم مقابل السند الواحد بالاستناد إلى ما يُعرف بنسبة التحويل، وبالتالي تعطى فرصة للمستثمرين للاستفادة في حال تحقيق الشركة معدلات نمو وربحية جيدة وصعوداً سهمها في المستقبل، ومقابل ذلك الحق، تصدر السندات القابلة للتحويل بمعدل "كوبون" أقل من السندات التقليدية.

وكمثال توضيحي لذلك، نفترض أن القيمة الإسمية لسند ما صدر حديثاً بمبلغ 1000 دولار أمريكي، ونسبة التحويل 40 سهماً للسند الواحد، وبافتراض حالتين لتحركات سعر سهم الشركة المصدرة في السوق، كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول رقم (2)

| الحالة | سعر السهم في السوق (بالدولار الأمريكي) | نسبة التحويل | قيمة الأسهم (سعر السهم :نسبة التحويل) | جدوى تحويل السند الى اسهم |
|---------|---|--------------|--|--|
| الأولى | 20 دولار | 40 | 800 | غير مجدي لان قيمة الأسهم اقل من القيمة الاسمية للسند |
| الثانية | 30 دولار | 40 | 1200 | مجدي لان قيمة الأسهم اعلى من القيمة الاسمية للسند |

Source: Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, E. J. (2003).

يتضح من الجدول السابق أنه في حالة ارتفاع سعر السهم في السوق إلى 30 دولار كما هو مبين في الحالة الثانية، وبما أن نسبة التحويل تعادل 40 سهم للسند الواحد، وبافتراض ثبات سعر تداول السند عند قيمته الإسمية البالغة 1000 دولار أمريكي، وفي صورة اتخاذ المستثمر قرار التحويل، تصبح قيمة أصوله 1200

دولار (40 سهم * 30 دولار للسهم الواحد)، بزيادة مقدارها 200 دولار، وهو ما يجعل قرار التحويل مجدداً من الناحية الاستثمارية.

تقييم السندات:

تعد طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية من أبرز طرق تقييم الأصول المالية، ومن خلالها يتم تقييم السندات استناداً إلى خصم التدفقات النقدية حتى موعد الاستحقاق، ذلك على النحو التالي:

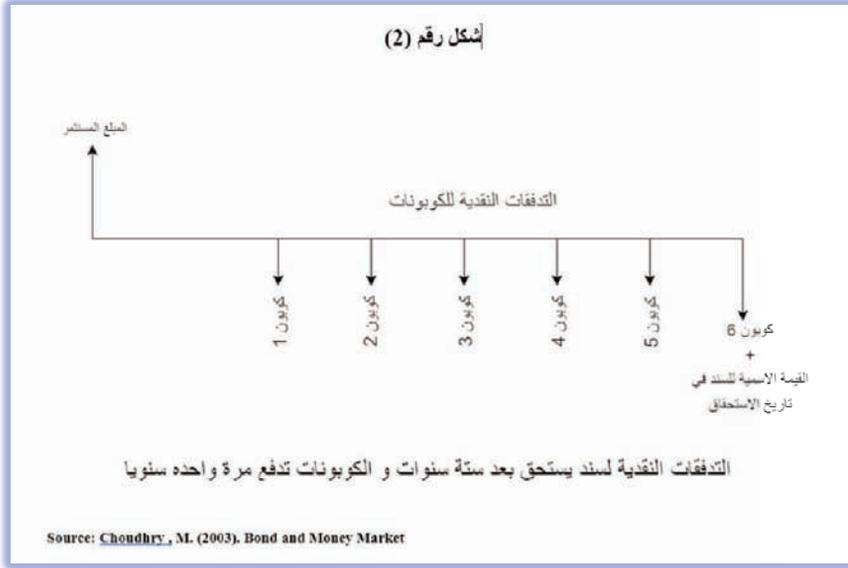
خطوات تقييم سعر السند

تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للسند:

لأغراض التبسيط، سوف يتم هنا فقط الإشارة إلى سند ذي عائد ثابت، غير مضاف إليه أي خيارات. وتنقسم التدفقات النقدية التي يدرها السند إلى نوعين رئيسيين كما هو موضح في الشكل التالي هما:

الكوبونات: تصرف في صورة دفعات دورية في المستقبل، عادة ما تكون نصف سنوية أو سنوية حتى تاريخ الاستحقاق كما سبق الإشارة.

القيمة الإسمية للسند: تصرف مرة واحدة في تاريخ الاستحقاق.



عليه، فإن سعر السند هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتأدية من السند، والتي تتكون من مجموع القيم الحالية "لكوبونات" المنتظرة من السند، إضافة إلى القيمة الحالية للقيمة الإسمية والتي تستحق بنهاية أجل السند. لكن، ما هو معدل الخصم اللازم لإيجاد القيم الحالية؟

تحديد معدل العائد المطلوب على السند (معدل الخصم):

هو الحد الأدنى المطلوب من جانب المستثمر لاتخاذ قراره بالمضي قدماً في الاستثمار. يغطي معدل العائد المطلوب عدد من المكونات، حيث يغطي توقعات المستثمر للعائد الخالي من المخاطر، وتوقعات التضخم، كما يتضمن مكون خاص بمخاطرة مصدر السند ذاته.

وبما أن جميع خصائص السند الأساسية متاحة ومعلومة مثل معدل الكوبون، وأجل السند، والقيمة الإسمية، فإن معدل الخصم يعد المحدد الرئيس لسعر السند في السوق.

ولأغراض التبسيط، سوف يتم التطرق هنا فقط إلى الطريقة الأساسية، وهي: استخدام معدل خصم واحد لخصم جميع التدفقات النقدية الناتجة عن السند، وهو ما يعرف بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار، وهو ما يمثل الحد الأدنى لسعر الفائدة الذي يقبل به المستثمر للاستثمار في السند، ويشتمل معدل العائد المطلوب على المكونات التالية، العائد الخالي من المخاطرة، معدل التضخم المتوقع، فضلاً عن هامش يغطي مخاطرة الاستثمار في السند ذاته.

خصم التدفقات المستقبلية باستخدام معدل الخصم:

وكما تم التوضيح في الخطوتين السابقتين، تم تحديد كافة التدفقات النقدية المنتظر أن يدرّها السند، بالإضافة إلى معدل الخصم اللازم، وهنا نأتي إلى الخطوة الثالثة وهي استخدام معدل الخصم لخصم تلك التدفقات طبقاً لقواعد القيمة الحالية.

علماً بأن القاعدة الأساسية لتقييم السند تتم باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحالية للسند} = \text{القيمة الحالية للكوبونات} + \text{القيمة الحالية للمبلغ الإسمي للسند}$$

$$\text{قيمة السند} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{الكوبون}}{(1+r)^t} + \frac{\text{القيمة الاسمية}}{(1+r)^T}$$

- معدل الخصم = r
- المدة الزمنية = T

يمكن احتساب القيمة الحالية (Present Value - PV) لتدفق مستقبلي واحد من خلال المعادلة التالية:

$$PV = \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

- القيمة الحالية = PV
- معدل الخصم = r
- التدفق النقدي المستقبلي = C

ولحساب القيمة الحالية لتدفقات نقدية مستقبلية متعددة، يتم خصم كل تدفق مستقبلي على حدة باستخدام المعادلة أعلاه، ثم إيجاد مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية كما هو موضح أدناه:

$$\text{Not Present Value (NPV)} = \text{Present Value}_1 + \text{Present Value}_2 + \dots + \text{Present Value}_n$$

or

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1-r)^t}$$

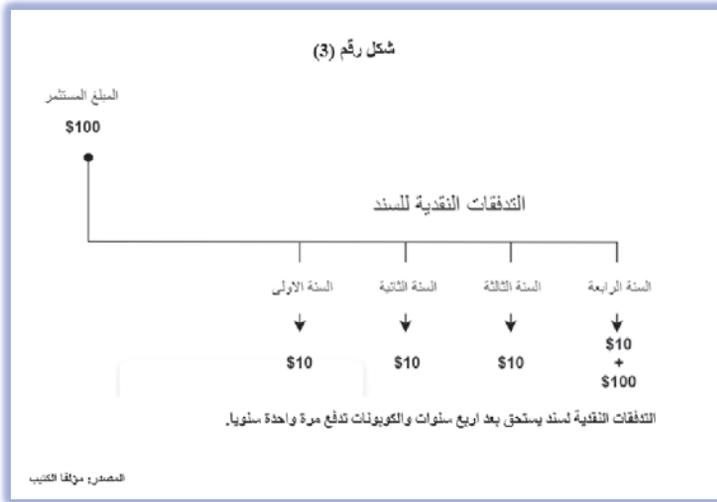
NPV = صافي القيمة الحالية

C = التدفق النقدي

r = معدل الخصم

وكمثال بسيط، نفترض أن أحد الشركات أصدرت سند لمدة أربعة سنوات بقيمة إسمية 100 دولار أمريكي، بمعدل كوبون 10 في المائة سنوياً، علماً بأن معدل الفائدة المطلوب هو 8 في المائة.

يوضح الرسم التالي التدفقات النقدية المستقبلية للسند:



وتحتسب القيمة الحالية للتدفقات النقدية كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية في السنة الأولى} = \frac{\$10}{(1.08)^1} = 9.2593 \text{ دولاراً.}$$

$$\text{القيمة الحالية في السنة الثانية} = \frac{\$10}{(1.08)^2} = 8.5734 \text{ دولاراً.}$$

$$\text{القيمة الحالية في السنة الثالثة} = \frac{\$10}{(1.08)^3} = 7.9383 \text{ دولاراً.}$$

$$\text{القيمة الحالية في السنة الرابعة} = \frac{\$110}{(1.08)^4} = 80.8533 \text{ دولاراً.}$$

نحصل على قيمة السند بجمع القيم الحالية للتدفقات النقدية:

$$\text{قيمة السند} = 9.2593 + 8.5734 + 7.9383 + 80.8533 = 106.6243 \text{ دولاراً.}$$

بغرض التوضيح أكثر، نستعرض مثال توضيحي لسند بقيمه إسمية 1000 دولار، ومعدل كوبون 8 في المائة، وبأجل استحقاق 30 عاماً، وتصرف الكوبونات نصف سنوياً بقيمة 40 دولار، ومن ثم يتضح أن عائد الكوبون يبلغ 40 دولاراً محسوبة كالتالي:

$$(1000 * 8\% \text{ في المائة} * 2/1).$$

يشير الجدول أدناه إلى القيم الحالية للسند في ضوء تصورات لفرضيات مختلفة لمعدلات خصم تتراوح بين 4 في المائة و12 في المائة، وأجال مختلفة لفترات استحقاق تتراوح بين سنة وثلاثين سنة.

جدول رقم (3)

| سعر السند يتغير بتغير سعر الفائدة | | | | | الاستحقاق |
|-----------------------------------|--------|----------|----------|----------|-----------|
| 12% | 10% | 8% | 6% | 4% | |
| 963.33 | 981.41 | 1,000.00 | 1,029.13 | 1,038.83 | سنة |
| 770.60 | 875.35 | 1,000.00 | 1,148.77 | 1,327.03 | 10 سنوات |
| 699.07 | 828.41 | 1,000.00 | 1,231.15 | 1,547.11 | 20 سنة |
| 676.77 | 810.71 | 1,000.00 | 1,276.76 | 1,695.22 | 30 سنة |

Source: Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, E.J. (2003). Investment.

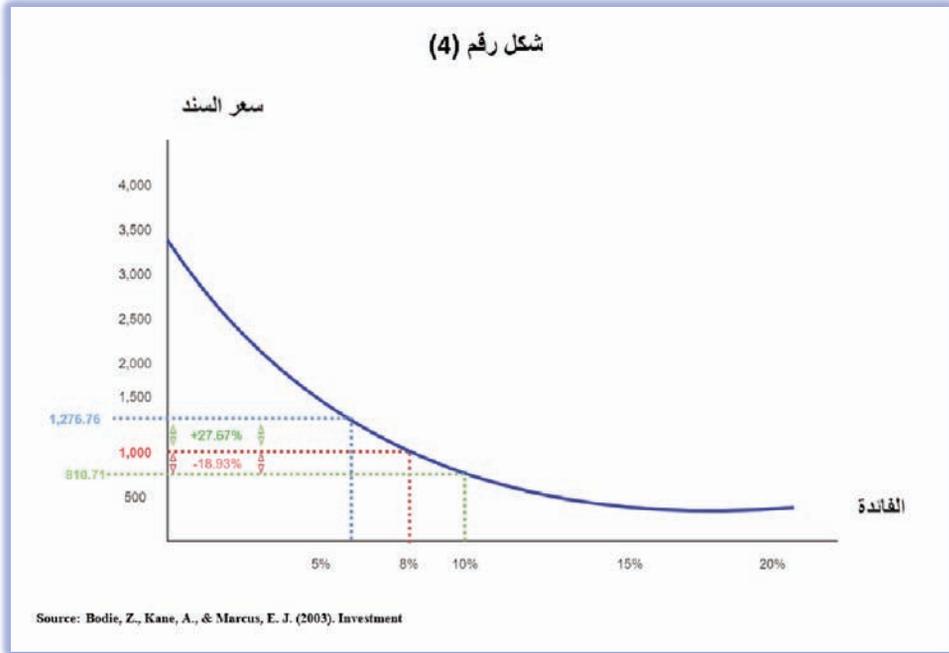
إشارة إلى الجدول أعلاه، وبالنظر إلى معدل الخصم 8%، وهو المعدل المساوي لمعدل كوبون السند، نجد أن سعر السند يتداول دائماً بقيمته الإسمية وهي: 1000 دولار، بصرف النظر عن الفترة المتبقية من عمر السند، ومع زيادة معدل الخصم عن معدل الكوبون كما نرى في عمود معدل الخصم البالغ 10%، تتخفض قيمة السند السوقية عن قيمته الإسمية، ويلاحظ أن الانخفاض عن القيمة الإسمية يزداد بشكل تدريجي مع زيادة أجل السند. فمثلاً، تبلغ القيمة السوقية لسند أجله عشرون عاماً 828.41 دولار وهي قيمة تقل بشكل متواصل عن القيم السوقية للسندات الأقصر أجلاً، و تزداد وتيرة الانخفاضات إذا انتقلنا إلى العمود الأخير على اليسار ذو معدل الخصم 12%. يبلغ الانخفاض في القيمة السوقية مداه الأقصى عند خصم سند مدته ثلاثون عاماً، حيث يتداول ذلك السند بقيمة 676.77 دولار أمريكي.

من ناحية أخرى، نرى الجانب الآخر من العلاقة إذا انتقلنا إلى استخدام معدلات خصم تقل عن معدل الكوبون، فمثلاً مع انخفاض معدل الخصم عن معدل الكوبون كما نرى في عمود معدل الخصم البالغ 6%، تزداد قيمة السند السوقية عن قيمته الإسمية، ويلاحظ أن تلك الزيادة عن القيمة الإسمية تتزايد بشكل تدريجي مع زيادة أجل السند، فمثلاً تبلغ القيمة السوقية لسند أجله عشرون عاماً 1231 دولار، وهي قيمة تستمر في الزيادة بالمقارنة مع السندات الأقصر أجلاً، و تزداد وتيرة الارتفاعات إذا انتقلنا إلى معدل الخصم 4%، حيث تبلغ الزيادة في القيمة السوقية

أقصى قدر عند خصم سند مدته 30 سنة، حيث يتداول ذلك السند بقيمة 1695.22 دولار أمريكي.

منحنى العلاقة بين السعر وعائد السند

يشير المنحنى التالي إلى العلاقة بين سعر السند والعائد خلال فترة أجل السند لمدة 30 سنة باستخدام معدلات خصم مختلفة.



يوضح هذا المنحنى بعض الخصائص المهمة للسندات كما يلي:

- يتداول السند بعلاوة، أي بسعر يزيد عن القيمة الاسمية، عندما ينخفض معدل العائد المطلوب عن معدل الكوبون، وهو ما يتبين أيضاً من الشكل

رقم (4). فعلى سبيل المثال، مع انخفاض معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم من 8% إلى 6%، يتداول السند لمدة 30 عاماً بسعر 1276.76 دولار.

- يتداول السند بخصم، أي بسعر يقل عن القيمة الإسمية، عندما يرتفع معدل العائد المطلوب عن معدل الكوبون، وهو ما يتبين أيضاً من الشكل رقم (4). فعلى سبيل المثال، مع ارتفاع معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم من 8% إلى 10%، يتداول السند لمدة 30 عاماً بسعر 810.71 دولار.

- نرى أن العلاقة بين السعر والعائد ليست علاقة خطية، ولكنها تأخذ شكلاً محدباً، ينتج عنها زيادة السعر بشكل متزايد، حينما ينخفض العائد، وحينما يرتفع العائد ينخفض السعر بشكل متباطئ، و لمزيد من التوضيح وبالرجوع أيضاً إلى الشكل رقم (4) ، فمع افتراض تحرك معدل الفائدة هبوطاً من 8% إلى 6%، يرتفع سعر السند لمدة 30 عاماً إلى 1276.76 دولار، أي بنسبة زيادة مقدارها 27.67%، على الجانب الآخر، مع ارتفاع معدل الفائدة من 6% إلى 10%، ينخفض سعر السند لمدة 30 عاماً إلى 810.71 دولار أمريكي ، أي بنسبة انخفاض 18.93%، وهذا ما يعرف بخاصية التحدب .

العائد حتى تاريخ الاستحقاق

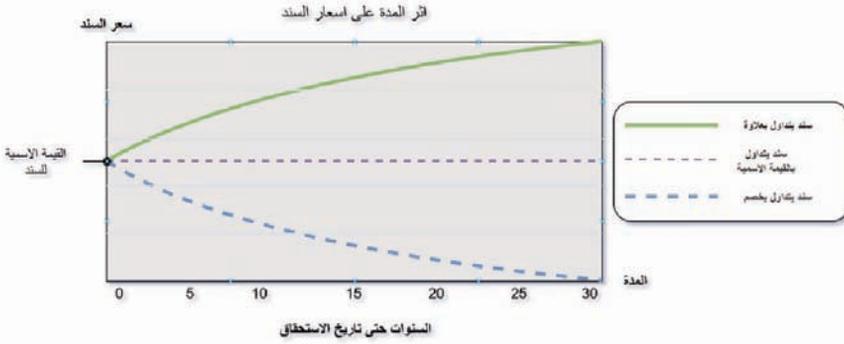
تطرقنا إلى معدل العائد المطلوب، وهو عائد يتحدد وفقاً لحسابات المستثمر، ولكن ما هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر عند قيامه بشراء السند بسعر السوق الحالي؟

يعرف ذلك بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق، وهو أكثر أنواع العوائد شيوعاً، وهو العائد المركب الذي يحصل عليه المستثمر بشراؤه السند بسعر السوق الحالي، ولاتخاذ القرار بالاستثمار في السند من عدمه، يقوم المستثمر بالمقارنة بين معدل العائد المطلوب بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق، ويتخذ القرار في المضي في الاستثمار إذا ما كان العائد حتى تاريخ الاستحقاق مساوياً أو أعلى من معدل العائد المطلوب، وبالتالي يتمتع المستثمر عن شراء السند إن كان العائد حتى تاريخ الاستحقاق أقل من معدل العائد المطلوب.

حصول المستثمر على معدل العائد المطلوب يتطلب تحقق شرطين، وهما:

- أن يحتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، ومن هنا جاءت التسمية بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق.
- أن يقوم المستثمر بإعادة استثمار كافة التدفقات - المتحصلة من السند بذلك العائد.

شكل رقم (5)



Source: Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, E. J. (2003). Investment.

ومن الخصائص الهامة للسندات خاصية انجذاب سعر السند إلى القيمة الاسمية مع اقتراب تاريخ الاستحقاق، ويعنى ذلك أن السندات التي تتداول بعلاوة سوف يستمر سعرها في التناقص نحو قيمتها الاسمية مع اقتراب أجلها، وبالعكس، السندات التي تتداول بخصم، سوف يستمر سعرها في التزايد نحو القيمة الاسمية مع اقتراب أجل استحقاقها.

لتوضيح العلاقة بشكل أفضل، فبالرجوع الى الجدول رقم (3)، نجد أنه مع انقضاء أجل السند، وتقلص عمره من الأجل الطويل إلى الأجل القصير، لمدة عام على سبيل المثال ، تقترب القيم السوقية للسند من قيمته الاسمية، وهي: 1000 دولار، فمثلاً عند معدل خصم 6% تقلص سعر السند لأجل ثلاثون عاماً من 1276.76 دولار إلى 1029.13 دولار عند بلوغ أجله عام واحد، وأيضاً عن معدل خصم 8% زاد سعر السند من 810.71 دولار إلى 981.41 دولار، عند بلوغ أجله عام واحد، وعليه فإن سعر السند ينجذب إلى القيمة الاسمية مع

اقترب تاريخ الاستحقاق بصرف النظر عن معدل الخصم المستخدم، وبغض النظر أيضاً عما إذا كان السند يتداول بعلاوة أو بخصم.

بالتالي، بغض النظر عن السعر الذي دفعه المستثمر في اقتناء السند، سواءً كان ذلك السعر يعادل قيمته الإسمية، أو يزيد أو يقل عنها، فسوف تسترد فقط القيمة الإسمية للسند في تاريخ الاستحقاق.

المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات

1. مخاطر إعادة الاستثمار

المخاطرة المرتبطة باضطراب المستثمر حامل السند على إعادة استثمار التدفقات النقدية الداخلة من السند كالفائدة، وأصل قيمة السند، ومبالغ السداد المعجل إن وجدت بمعدل عائد أقل من المعدل الجاري الذي يحصل عليه من السند المستثمر فيه حالياً نتيجة انخفاض معدلات الفائدة السائدة في السوق عند استلام تلك التدفقات.

من أبرز أنواع السندات التي يتجسد فيها هذا النوع من المخاطرة السندات القابلة للاستدعاء والتي عادة ما يستغل المقترض حالة انخفاض معدل الفائدة في السوق عن معدل فائدة إصدار السند، ويقوم باستخدام خيار استدعاء السند، مما يضع حامل السند في مأزق إعادة استثمار الأموال المستردة في مناخ تغلب عليه معدلات الفائدة المنخفضة.

ويتشابه الأمر ذاته مع السندات القابلة للاستهلاك، وهي تلك النوع من السندات التي يتم بإطارها استهلاك جزء من الأصل، وسداد الفوائد المستحقة على دفعات شهرية دورية، وفقاً لجدول سداد موضوع مسبقاً، وهو ما يعظم من مخاطرة إعادة الاستثمار لحامل السند خاصة مع انخفاض معدلات الفائدة.

على الجانب الآخر، نجد أن السندات ذات الكوبون الصفري هي أقل أنواع السندات تعرضاً لمخاطر إعادة الاستثمار، حيث لا ينتج عنها أي تدفقات نقدية خلال عمر السند، تتطلب إعادة استثمارها بمعدلات الفائدة السائدة في السوق.

2. مخاطر معدلات الفائدة

تعتبر مخاطرة معدل الفائدة الخطر الرئيس لمستثمري السندات، وكما سبق الإشارة ترتبط أسعار السندات بعلاقة عكسية بتحركات معدلات الفائدة، بمعنى آخر أنه كلما زادت معدلات الفائدة، كلما انخفضت أسعار السندات والعكس صحيح.

و لتوضيح سبب هذه العلاقة، فلنفترض أن أحد المستثمرين قام بشراء سند بمعدل كوبون 6% لمدة 20 سنة بقيمة إسمية تبلغ 100 دولار أمريكي، و بعد إتمام عملية الشراء مباشرة، ارتفعت أسعار الفائدة في السوق إلى 6.50% ، وعليه اذا أراد ذلك المستثمر بيع هذا السند الذي حصل عليه للتو، فإنه يتوجب عليه عرضه بمعدل فائدة 6.5%، ذلك حتى يتمكن من جذب احد المشتريين الجدد، بمعنى آخر انه لن يستطيع عرضه بالقيمة التي سبق وأن دفعها، وإنما عليه عرضه بسعر 94.48 دولار أمريكي، مما يتسبب بخسارة قدرها 5.52 دولار للسند الواحد.

وإذا نظرنا إلى نفس الحالة السابقة، وبفرضية أن معدل الفائدة في السوق انخفض إلى 5.5% بعد الشراء مباشرة، سيرتفع سعر السند في السوق إلى 106.02 دولار أمريكي، محققاً بذلك مكسب للمستثمر مقداره 6.02 دولار أمريكي.

وبناء على ما سبق، نستخلص العلاقة الهامة التالية: سعر تداول السند في السوق يختلف عن قيمته الإسمية، عند تغير معدل كوبون السند عن معدل الفائدة السائد في السوق.

تتأثر حساسية أسعار السندات مع تحركات معدلات الفائدة بعدة عوامل من أهمها:

أجل استحقاق السند: كلما طال أجل استحقاق السند، كلما زادت حساسيته لتحركات معدلات الفائدة والعكس صحيح.

معدل كوبون السند: كلما قل معدل كوبون السند، كلما زادت حساسيته لتحركات معدلات الفائدة، وبناءً عليه، نخلص إلى أن السندات ذات الكوبونات الصفرية هي الأكثر حساسية للتقلبات السعرية.

3. مخاطر الائتمان

يتعرض المستثمر في السندات إلى مخاطر ائتمانية، يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع رئيسية على النحو التالي:

- مخاطر عدم السداد.
- مخاطر الهامش الائتماني.
- مخاطر خفض التقييم الائتماني.

مخاطر عدم السداد: تتمثل في مخاطر عدم التزام المقترض بسداد الفوائد والأصل في مواعيد استحقاقها. تجدر الإشارة، أنه حتى في حال تعثر المقترض، لا يعني ذلك ضياع مبلغ الاستثمار بالكامل، حيث يتوقع المستثمر استرداد جزء أو نسبة من أمواله المستثمرة في السند بعد الرجوع على أصول المدين فيما يعرف بنسبة الاسترداد.

مخاطر الهامش الائتماني: يتكون العائد الذي يحصل عليه المستثمر من السند من جزئين، أولهما العائد الخالي من المخاطرة الائتمانية (ويساوي العائد الموازي على سند الخزانة الأمريكية، مماثل لأجل السند المراد الاستثمار فيه)، والجزء الثاني يتمثل في هامش ائتماني مضاف للتعويض عن مخاطر الاستثمار.

يتحرك الجزء الثاني أو الهامش الائتماني صعوداً أو هبوطاً خلال عمر السندات وفقاً لتقديرات المستثمرين للمخاطر الائتمانية للمقترضين. فمثلاً خلال فترات الركود الاقتصادي، تزداد مخاوف المستثمرين من عدم قدرة الشركات المقترضة على توليد التدفقات النقدية اللازمة لسداد التزاماتهم المالية، ومن ثم تزداد متطلباتهم للهامش المطلوب. وبالتالي كلما زاد الهامش الائتماني المطلوب على سند ما، كلما انخفضت قيمته السوقية والعكس صحيح.

مخاطر خفض التقييم الائتماني: تعد مراقبة التقييمات الائتمانية لمصدري السندات من أهم الطرق التي يلجأ إليها المستثمرون لتقييم المخاطر الائتمانية للمقترضين. وتعتبر مؤسسات التصنيف الائتماني المختلفة مثل موديز، وستاندرد أند بورز، وفيتش، من أهم وأبرز مؤسسات التصنيف الائتماني.

يعطي التقييم الائتماني مؤشر لاحتمال تعثر المدين، وهو يشير في صورة رموز أو حروف مبسطة لتقدير مؤسسة التصنيف لمدى قدرة مُصدر السند على الوفاء بالتزاماته من سداد فوائد وأصل الدين في مواعيد الاستحقاق.

دراسة المؤشرات المالية للمقترضين

تعتمد مؤسسات التصنيف في عملها على دراسة وتحليل العديد من المؤشرات المالية للمقترضين، ومن أهم تلك المؤشرات ما يلي:

مؤشرات التغطية:

تقيس مدى قدرة الشركة المدينة على سداد الفوائد على ديونها القائمة. فمثلاً، تحتسب نسبة تغطية الدين من خلال تقسيم إيرادات الشركة قبل الفوائد والضرائب، على الفوائد المستحقة على إصدارات الدين الصادرة عنها، أو بمعنى آخر، عدد مرات كفاية إيرادات الشركة لتغطية عبء الفوائد.

مؤشرات الرافعة المالية:

من أهم تلك المؤشرات نسبة الدين إلى حقوق الملكية، وارتفاع تلك النسبة يعني إفراط الشركة في الاقتراض الخارجي، مما يعني مزيد من المخاطرة لكل من الشركة والمستثمرين.

مؤشرات السيولة:

تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، ولعل من أبرز تلك المؤشرات نسبة التداول (الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة)، ونسبة التداول السريعة (الأصول المتداولة مخصوماً منها المخزون/ الخصوم المتداولة).

نسب الربحية:

تقيس معدل العائد على الأصول أو حقوق الملكية. فالشركات ذات العوائد الجاذبة، على الأصول، تكون في وضعية مواتية للجوء إلى أسواق رأس المال، حيث يكون بمقدورها تحقيق عوائد جيدة للمستثمرين على استثماراتهم.

يشير الجدول التالي إلى الرموز المستخدمة من جانب مؤسسات التصنيف الائتماني ودلالاتها على مدى متانة الوضع الائتماني للمقترض.

جدول رقم (4)

الرموز المستخدمة من جانب مؤسسات التصنيف الائتماني ودلالاتها

التصنيفات الائتمانية فيتش ستاندر & بورز موديز

جدارة استثمارية - جدارة ائتمانية مرتفعة

| الوصف | درجة | درجة | درجة |
|---|------|------|------|
| اعلى درجات الجدارة الائتمانية | AAA | AAA | Aaa |
| جدارة ائتمانية مرتفعة | AA+ | AA+ | Aa1 |
| | AA | AA | Aa2 |
| | AA- | AA- | Aa3 |
| جدارة ائتمانية متوسطة الى مرتفعة | A+ | A+ | A+1 |
| | A | A | A2 |
| | A- | A- | A3 |
| جدارة ائتمانية منخفضة الى متوسطة - مضاربة | BBB+ | BBB+ | Baa1 |
| | BBB | BBB | Baa2 |
| | BBB- | BBB- | Baa3 |

جدارة ائتمانية منخفضة

| | | | |
|-----------------------------|-----|-----|-----|
| درجة ائتمانية منخفضة | BB+ | BB+ | Ba1 |
| | BB | BB | Ba2 |
| | BB- | BB- | Ba3 |
| درجة ائتمانية متدنية للغاية | B+ | B+ | B1 |
| | B | B | B2 |
| | B- | B- | B3 |

خطورة جسيمة - في درجة الإفلاس

| | | | |
|---|------|------|-----|
| مخاطر عالية | CCC+ | CCC+ | Caa |
| | CCC | CCC | |
| على وشك الإفلاس | CC | CC | Ca |
| | C | C | C |
| استثمار يغلب عليه طابع المضاربة سندات لا ينتج عنها عوائد | CI | | |
| | D | DDD | |
| | | DD | |
| افلاس | | D | |

Source: Fabozzi, F. J. (2007). Fixed Income Analysis: Theory and Practice

بناء على الجدول أعلاه، فإذا نظرنا إلى تقييمات مؤسسة ستاندرد أند بورز، فالسندات التي تحمل تقييم AAA، تشير إلى رؤية المؤسسة أن المقترض لديه أدنى درجة مخاطرة في الالتزام بسداد الفائدة وأصل الدين على مدار عمر السند، بينما السندات ذات المخاطر الأكبر تُمنح تصنيفات ائتمانية أقل مثل AA، A، BBB وهكذا.

مما لا شك فيه، كلما انخفض التقييم الائتماني للسند، كلما ارتفع معدل العائد المطلوب عليه من جانب المستثمرين، تعويضاً لهم عن تحملهم قدر أكبر من مخاطر التعثر، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسند، وبالطبع العكس صحيح في حال ارتفاع التقييم الائتماني للسند.

بحسب الشكل التالي، فإن متوسط الفرق بين تكلفة تمويل الشركات التي تحمل تصنيف ائتماني AAA وتلك التي تحمل BBB يبلغ حوالي 1.15% خلال العشرين سنة الأخيرة، واتسع هذا الفارق ليصل إلى 3.38% خلال الأزمة المالية العالمية في 2008، كدلالة على تفضيل المستثمرين اللجوء إلى الاستثمارات الآمنة في أوقات الأزمات.

شكل رقم (6)



مخاطر السيولة

في كثير من الأحيان قد يرغب المستثمر في بيع السند قبل نهاية أجل استحقاقه، وهنا تتمثل مخاطر السيولة في مخاطر اضطراب المستثمر ببيع السند بقيمة أقل من القيمة السوقية المتداولة وقت اتخاذ لقراره بالبيع.

يعد الهامش أو الفرق بين سعر البيع والشراء لأي ورقة مالية محدداً رئيساً لمدى سيولة تلك الورقة، فكلما ازداد ذلك الهامش، كلما دل ذلك على افتقار السند

للسيولة الكافية. تجدر الإشارة إلى أن مخاطر نقص السيولة لا تشكل خطراً فقط على المستثمر الراغب في تسييل ما بحوزته من السندات، ولكنها تمثل أيضاً مخاطر بالنسبة لكبار المستثمرين و صناديق التحوط الذين يتوجب عليهم تقييم محافظهم من السندات وفقاً لأسعار السوق بشكل دوري عادة ما يكون يومياً، وبالتالي كلما تقلصت سيولة تلك السندات، كلما زادت التقلبات الحادة في أسعار تقييم محافظهم.

4. مخاطرة سعر الصرف

في كثير من الأحيان، يلجأ المستثمرون إلى شراء سندات بعملة أخرى بخلاف عملاتهم المحلية. فعلى سبيل المثال، إذا قام مستثمر بريطاني (عملته المحلية هي الجنيه الإسترليني) بشراء سند مقوماً بالدولار الأمريكي، فسند أن المستثمر يصبح لديه تخوفاً من انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني حين تسلمه التدفقات النقدية الخاصة بالسند، حيث أن هذا الانخفاض معناه حصوله على مبلغ أقل من الجنيه الإسترليني، وهو ما يعرف بمخاطر سعر الصرف.

5. مخاطر التضخم

يتعرض المستثمر في السندات إلى مخاطرة انخفاض قيمة التدفقات النقدية التي تدرها السندات نتيجة التضخم، حيث أن السندات تدر عوائد ثابتة خلال أجلها في الوقت، الذي يشهد فيه المستوى العام للأسعار تغيرات خلال نفس الفترة. فعلى سبيل، إذا قام مستثمر بشراء سند بمعدل كوبون 5%، في ظل معدل تضخم 3%، فإن القدرة الشرائية للمستثمر لم تزد بنسبة 5%، ولكنها زادت فقط بمعدل 2%.

سبق الإشارة إلى أن هناك نوعية من السندات تعرف بالسندات المرتبطة بالتضخم توفر الحماية للمستثمرين من تلك المخاطرة من خلال ربط التدفقات النقدية بالسند بتغيرات مستويات التضخم صعوداً أو هبوطاً.

6. المخاطر السيادية

يغلب هذا النوع من المخاطر على استثمارات السندات في الأسواق النامية حيث قد تؤدي بعض قرارات حكومات تلك الدول إلى انخفاض في أسعار أمن السندات أو حتى إفلاسها وتوقفها عن السداد، مما قد يعرض المستثمرين في هذه السندات إلى خسائر.

دور السندات في المحافظ الاستثمارية

تلعب السندات دوراً مهماً في تكوين المحافظ الاستثمارية حيث تساعد مدير محفظة الاستثمار على تحقيق عدد من الأهداف والفوائد الاستثمارية كما يلي:

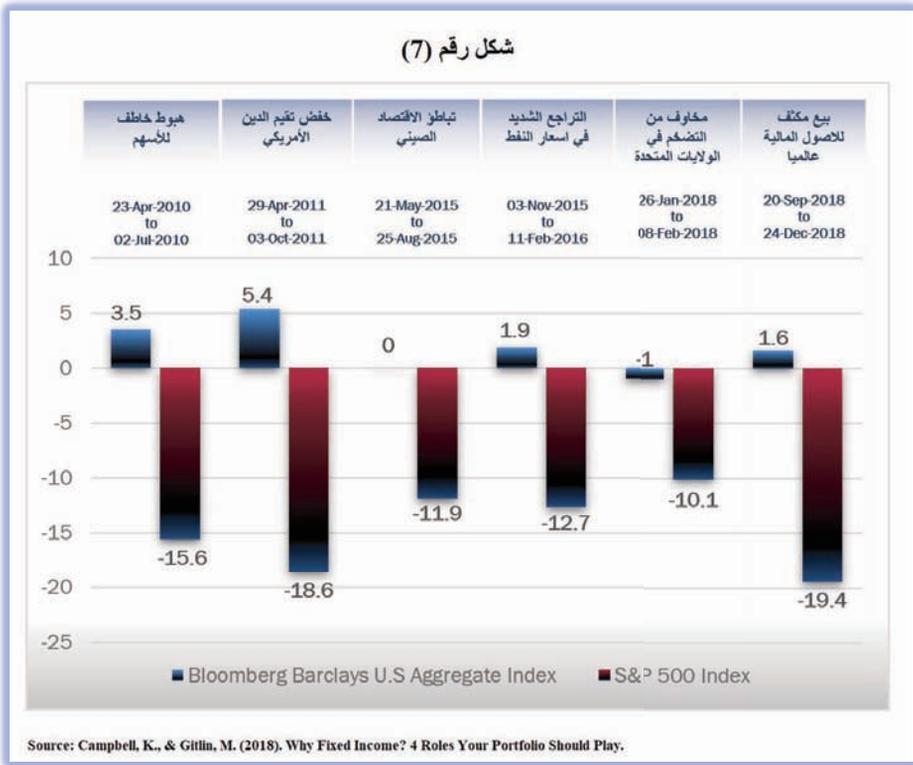
- تحقيق التنوع الاستثماري.
- الحفاظ على رأس المال.
- توفير مصدر للدخل.
- الحماية من التضخم.

تحقيق التنوع الاستثماري

يعمل المستثمر على بناء محافظ استثمارية متوازنة ومتنوعة، لتوفير الحماية من التقلبات الحادة لبعض الأدوات الاستثمارية. فمن المعلوم أن استثمارات الأسهم قد تشهد هزات شديدة، و عليه يتم تدعيم المحافظ بأدوات أكثر استقراراً كالسندات الحكومية لتوفير الحماية من تلك التقلبات.

يوضح الشكل التالي، كيف أدت محفظة السندات بشكل مرضي في بعض الفترات التي تراجعت فيها مؤشرات الأسهم الأمريكية. فعلى سبيل المثال، تراجع مؤشر

ستاندرد أند بورز لأهم 500 ورقة مالية مدرجة (S&P 500) للأسهم الأمريكية في أبريل 2011 بما يقرب من 19% جراء خفض التصنيف الائتماني للسندات السيادية الأمريكية، في حين أبلى مؤشر باركليز للسندات الأمريكية ذات الجودة الاستثمارية المرتفعة بلائاً حسناً، وحقق عائداً إيجابياً في نفس الفترة مقداره 5.4%، مما يؤكد ضرورة تحقيق التوازن والتنوع الاستثماري.



الحفاظ على رأس المال

تعتبر السندات المُصدرة من الحكومات المستقرة والشركات ذات المراكز المالية القوية عنصراً مهماً للحفاظ على رأس المال المستثمر.

على الرغم من أن بعض الخسائر قد تقع في الأجل القصير لحاملي السندات ذات الجودة الاستثمارية المرتفعة، إلا أن تلك الخسائر تكون محدودة مقارنة بخسائر الأسهم ذات التقلبات الشديدة، التي قد تعرض المستثمر لخسائر يصعب تعويضها خاصة لبعض المستثمرين. من جانب آخر، تعتبر السندات أكثر قدرة على توفير الحماية للمحفظة الاستثمارية والمحافظة على رأس المال المُستثمر.

توفير مصدر للدخل

من أبرز أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات، قدرة السندات على توليد مصدر مستقر للدخل، طالما ظل المدين قادراً على الوفاء بما عليه من التزامات مالية.

يشكل الدخل المستقر المتأتي من الاستثمار في السندات عنصراً مهماً لبعض المستثمرين خاصة المتقاعدين للمساهمة في تكاليف المعيشة الشهرية، ويتميز ذلك الدخل بالاستقرار حتى وإن حدثت تقلبات في أسعار السندات.

من جانب آخر، نجد أن العديد من الأسهم العادية تدفع عوائد أرباح سنوية، إلا أن تلك الأرباح قد تتأرجح صعوداً أو هبوطاً حسب نتائج الأعمال.

الحماية من التضخم

لعل الحدث الأبرز حالياً هو ارتفاع مستويات التضخم على المستوى العالمي إلى مستويات غير مسبوقة، حيث سجل مستوى التضخم السنوي في الولايات المتحدة الأمريكية 7% في ديسمبر 2021، وهو الأعلى منذ ما يقرب من 40 عاماً.⁴

ومع الإقرار أن تلك المستويات قد تكون مؤقتة، لارتباطها بآثار التعافي من الجائحة، ولكن حتى بالنظر إلى مستهدفات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لنسبة التضخم في الأجل المتوسط البالغة 2% سنوياً، فإن ذلك المستهدف في حد ذاته يقلص من القدرة الشرائية لمحفظة الاستثمار بمقدار 18% على مدار 10 سنوات.⁵

خاتمة

يهدف الكتيب إلى إلقاء الضوء على المفاهيم الأساسية للسندات، حيث بدأ باستعراض بعض المصطلحات الأساسية للسندات، ثم تطرق إلى بعض أنواع السندات المختلفة، وأعطى الكتيب لمحة مبدئية عن منهجية تقييم السندات من خلال خصم التدفقات المستقبلية. كما تعرض إلى بعض المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات، واختتم الكتيب بالإشارة إلى دور السندات في المحفظة الاستثمارية، وأهميتها في تحقيق التنوع الاستثماري، والحفاظ على رأس المال المستثمر، وتزويد المستثمر بمصدر للدخل الدوري، وتوفير آلية للحماية من مخاطر التضخم.

مما لا شك في أن الكتيب يعد بمثابة مقدمة تمهيدية، وبإمكان القارئ المهتم التعمق أكثر في مجال السندات الرجوع إلى المراجع المرفقة في نهاية الكتيب.

⁴ Bloomberg.

⁵ Campbell, K., & Gittlen, M. (2018). Why Fixed income? 4 Roles your Portfolio should play.

المراجع:

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, E. J. (2003). *Investment* (Fifth ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Campbell, K., & Gitlin, M. (2018). *Why Fixed Income? 4 Roles Your Portfolio Should Play*.
- Choudhry, M. (2003). *Bond and Money Market* (Fifth ed.). Butter Worth Heinemann.
- Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed Income Analysis: Theory and Practice* (Second ed.). John Wiley and Sons.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2012). *Financial Markets and Institutions* (Seventh ed.). (Seventh, Ed.) Prentice Hall.
- Reilly, Frank, K., & Brown, K. (2003). *Investment Analysis and Portfolio Management* (Seventh ed.). Thomson Southwestern.

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

شبكة المعرفة

ص.ب. 2818

أبوظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (+9712)

فاكس رقم: 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني: Publications@amfad.org.ae

متوفرة إلكترونياً بموقع الصندوق على الإنترنت:

<https://www.amf.org.ae>



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

Arab Monetary Fund Building
Corniche Street
Abu Dhabi, United Arab Emirates
P.O Box 2818
www.amf.org.ae