

1 المحور الثالث: اسواق السندات

2 المحتويات

50	المحور الثالث: اسواق السندات
51	1.2 تعريف السند Bonds
52	2.2 أنواع السندات
52	1.2.2 تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار
52	2.2.2 حسب ما تتمتع به من ضمان
52	3.2.2 حسب العائد
52	4.2.2 حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات
53	5.2.2 حسب طريقة تداولها أو تملكها
53	3.2 خصائص السند
54	4.2 مخاطر الاستثمار في السندات
55	5.2 المقارنة بين الأسهم والسندات
56	6.2 تقييم السندات
58	7.2 تقلبات قيم السندات

يتكون سوق السندات من أدوات مالية آجالها طويلة بعكس سوق النقد حيث يتم التداول فيه بالأدوات المالية قصيرة الأجل، ومن أهم الأدوات ذات الأجل الطويلة التي يتم تداولها في هذه السوق السندات، وهي متنوعة منها سندات الخزينة الحكومية وسندات الحكومات المحلية وسندات الشركات والسندات العقارية وغيرها، وغالبا ما يطلق على هذه السوق بسوق أدوات الدخل الثابت، وقد انسحب مصطلح الدخل الثابت الخاص بالأدوات المالية التي تحقق دخلا ثابتا ويحدد بصيغة رياضية. وهناك من أطلق على سوق السندات بسوق رأس المال الدخل الثابت.

إن الواقع العملي للأدوات المالية التي يتم التداول بها في هذه السوق وهي السندات بأنواعها لم تحقق تدفقا نقديا للدخل بشكل ثابت بل إن تسميتها بذات الدخل الثابت ربما تكون غير موفقة ولهذا فمن الأفضل تسميتها بسوق السندات أو سوق القروض طويلة الأجل.

اذن فالسندات هي إحدى أهم وسائل التمويل المتوفرة للشركات والحكومات وأقدمها، والتي عن طريقها تستطيع هذه الجهات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة. فبالنسبة للحكومات فهي عادة تلجأ إلى السندات لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ مالمديها من مشاريع تنموية، ولأن الحكومات لا تستطيع اصدار أسهم لرفع رأس مالها، كما تفعل الشركات، فإن خيار السندات دائما 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، بسبب الأمان المتوقع لرأس المال إذا كانت الجهة المصدرة للسندات جهة حكومية قوية. وكما علمنا أنه كلما قل عامل المخاطرة في الاستثمار قل العائد الممكن منه. السبب الآخر لقبول السندات الحكومية وقوة شعبيتها يعود لميزتها الضريبية، حيث إنه في كثير من الأحيان لا يقوم المستثمر بدفع ضرائب على أرباحه المتحققة من الاستثمار في السندات الحكومية. وبالنسبة للسندات التي تصدرها وزارة المالية (أو الخزينة)، فإن لها مسميات معينة تأتي حسب فترة الاستحقاق الخاصة بكل نوع. فإذا كانت السندات مستحقة خلال عام واحد من تاريخ اصدارها، فإنها تسمى أذونات الخزينة، وإذا كانت المدة بين عام واحد إلى عشرة أعوام، فإنها تسمى أوراق الخزينة، وإذا كانت مدتها أكثر من عشر سنوات فإنها تسمى سندات الخزينة.

1.2. تعريف السند Bonds

- السند هو شهادة دين يتعهد بموجها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند تاريخ الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالاضافة الى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة.
- يمثل السند ورقة مالية تعتبر قرضا طويل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فوائد سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.
- يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الإسمية" إلى حامله عند تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ محدد.
- السندات عبارة عن أوراق مالية تمثل دين وهي يمكن أن تصدر من طرف الشركة أو الحكومة، والسند بالتعريف عبارة عن وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الإسمية) إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معينة.

وعليه فالسندات بشكل عام هي تلك الأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات) أو الحكومة) للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، عندما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع وخاصة المتعلقة منها بتوسيع الشركات وبذلك فإن حملة السندات ما هم في حقيقة الأمر إلا دائنين بالنسبة للشركات على عكس المساهمين الذين يمثلون ملاكا لتلك الشركات.

2.2. أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أساس مختلفة، فهي تقسم إما على أساس جهة الإصدار أو على أساس شكل الإصدار أو على أساس الأجل، أو على أساس القابلية للتحويل والإستدعاء.

1.2.2. تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار

تقسم السندات على هذا الأساس إلى:

- السندات العامة (الحكومية): هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.
- السندات الخاصة: تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها

2.2.2. حسب ما تتمتع به من ضمان

يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار كما يلي:

- السندات المضمونة: هي تلك السندات التي تعطي حاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عند الوفاء بأصل الدين أو فائدته.
- السندات غير المضمونة: هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين.

3.2.2. حسب العائد

يمكن التمييز هنا بين:

- السندات ذات العائد الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.
- السندات ذات العائد المتغير: هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.

4.2.2. حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات

حسب هذا النوع يمكن تصنيف السندات إلى:

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار.
- السندات غير القابلة للتحويل: هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل حسب أجلها، يمكن التمييز في هذا الصدد بين:
- السندات الدائمة: هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدود وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية بل يبيعه في البورصة.
- سندات ذات تاريخ استحقاق محدد: هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

5.2.2. حسب طريقة تداولها أو تملكها

- حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى:
- سندات اسمية: هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، واثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية النقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كلا من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا أي تسجل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تزرع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.
- سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها موافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها.
- سندات ذات شرط الاستدعاء: يعطى هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء.

3.2. خصائص السند

- إن للسند خصائص مميزة كما هو الحال بالنسبة لبقية الأوراق المالية نذكر أهمها:
- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.
- السندات هي وثائق تمثل إتفاقا بين الشركة المصدرة أو الحكومة وبين المستثمرين المدخرين من جمهور ومؤسسات مالية تلتزم بمقتضاه الشركة أو الحكومة بإرجاع القرض، أي القيمة الإسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند، أي تاريخ استحقاق، فعلى الهيئة المصدرة إدخار لحجز جزء من أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية تلك الفترة من تسديد ما عليها من ديون في شكل سندات مصدرة، كأن تضع لدى البنك المشرف على الإصدار مبلغا سنويا بحيث يمكنها من تسديد قيمة السندات عند تاريخ استحقاقها.

- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار إسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعينة لطمأنتهم على مدخراتهم، كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الإسمية له.
- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الإسمية لها، وذلك تشجيعاً للمكتتبين ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الإسمية بعلاوة الإصدار، كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الإسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة الإصدار.
- حامل السندات ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة.
- للسندات فترة إطفاء محددة إذ يتم إطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الإصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق.
- الميزة الضريبية، تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، حيث يتم خصم فوائد السند قبل احتساب الضريبة، وهذا باعتبار تلك الفوائد التي تدفعها الشركة ضمن التكاليف التي تتحملها.

4.2. مخاطر الاستثمار في السندات

- ان المستثمر في شراء السندات يركز أكثر ما يركز على التدفقات المالية النقدية التي تتولد عن العائد السنوي، ولاسيما أن الفوائد التي يجنيها حامل السند تتأثر بمجموعة من العوامل وتأتي هذه العوامل على عائد السندات بمثابة المخاطر التي تتعرض لها السندات ويمكن توضيح هذه المخاطر فيما يلي:
- مخاطر التضخم أو مخاطر القوة الشرائية: ان وجود حالة التضخم في اقتصاد ما يؤدي الى انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الاستثمار في الاوراق المالية او العائد. ان الاستثمار في الاوراق المالية ذات العائد الثابت مثل السندات تكون أكثر عرضة لمخاطر التضخم ويعود السبب الى ان القيمة السوقية للسندات في سوق الاوراق المالية لا تستجيب بطبيعتها الى التغيرات الحاصلة بسبب الظروف التضخمية.
- مخاطر أسعار الفائدة: وهي المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقعة عن معدلات العائد الفعلية بسبب التغيرات التي تحصل في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار في الورقة المالية (السند).
- مخاطر السيولة: تتمثل السيولة في قدرة حامل السند على التخلص من السند بالبيع في أي وقت شاء وبالسعر المناسب، فكلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه وبسعر سوق عادل كلما زادت وتضاعفت مخاطر سيولة السند.
- مخاطر عدم القدرة على السداد: يحدث ذلك في حالة عدم قدرة المؤسسات المصدرة للسندات على تسديد قيمة السندات او الفوائد في الوقت المناسب والمتفق عليه. ويمكن لمخاطر عدم قدرة السداد أن تنشأ في نوعين من المخاطر في المؤسسات المصدرة للسندات هي مخاطر الاعمال ومخاطر المالية.
- مخاطر إعادة الاستثمار: هي تلك المخاطر التي تنجم عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة الى القيمة الاسمية للسند التي يستردها حامل السند في تاريخ الاستحقاق عن السعر فائدة منخفضة عن سعر الفائدة السائدة في السوق وقت اصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر ولجأ الى شراء السند.

5.2. المقارنة بين الأسهم والسندات

تختلف الأسهم بشكل جذري عن السندات من عدة جوانب نذكرها فيما يلي:

- السندات دين على الشركة المصدرة، بينما الأسهم جزء من رأسمالها، وبالتالي فإن حاملي السندات هم دائنوا الشركة المصدرة بينما حاملوا الأسهم أصحابها.
- يحصل أصحاب السندات على فائدة محددة مسبقا في نظام إصدار السندات، بينما يحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح.
- عند تصفية الشركة المصدرة يستوفي حملة السندات حقوقهم قبل أن يحصل حملة الأسهم على أي جزء من حقوقهم.
- للسندات أجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها، بينما الأسهم ليس لها أجل محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة.
- ليس لأصحاب السندات الحق في المساهمة بإدارة الشركة، لكن نظام إصدار السندات قد يلزم الشركة أحيانا ببعض النصوص أو القواعد المعينة حول حقوق حملة السندات في هذا المجال، أما أصحاب الأسهم فإنهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
- إن ضمان حقوق المساهمين ينص على موجودات أو أصول الشركة ككل، أما السندات فقط يكون ضمنها بعض أصول الشركة أو جزء من إجمالي هذه الأصول.
- بالإضافة إلى العوامل الأخرى، فإن القيمة الجارية للسهم (القيمة السوقية)، تحدد إنطلاقا من عاملين أساسيين هما: مقدار العائد الذي يدره السهم وسعر الفائدة، أما بالنسبة للسندات فتتحدد قيمتها إنطلاقا من سعر الفائدة الإسمي وسعر الفائدة الجاري (إنطلاقا من القيمة الإسمية).

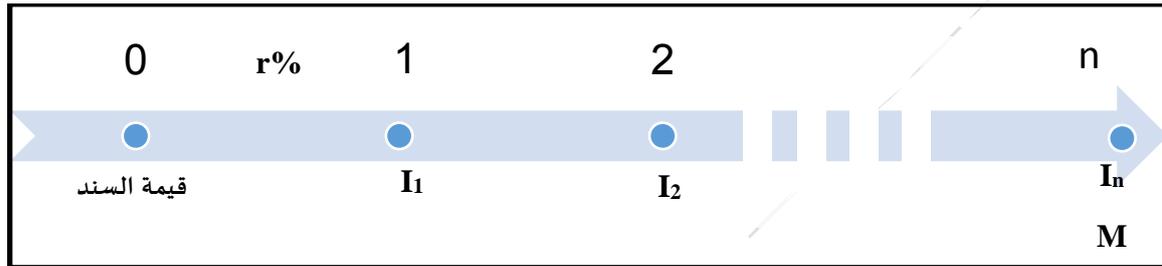
والجدول التالي يلخص أهم الفروقات بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات.

الجدول رقم (3-1): المقارنة بين الأوراق المالية

عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً: الحق في الحصول على دخل	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية.	المرتبة الثالثة.
من حيث مبلغ الدخل أو العائد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية.	المرتبة الأولى.	المرتبة الثانية.	المرتبة الثالثة.
المبلغ	محدد	محدد	غير محدد
ثالثاً: الحق في استرداد القيمة	إجباري.	القيمة الاسمية (غير ملزم).	المتبقي، غير ملزم.
درجة الإستحقاق	محدد مسبقا وله تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق
رابعاً: المفهوم	تمثل جزء من قرض طويل الأجل	تمثل جزء من رأس المال وان كانت تجمع بين خصائص رأس المال والقرض	تمثل جزء من رأس المال

6.2. تقييم السندات

إن قيمة أي أصل مالي بما في ذلك الأسهم والسندات وحتى الأصول المادية (كالمباني والآلات)، هي ببساطة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الأصل. عليه فان السندات تولد تدفقات نقدية دورية وثابتة اضافة الى دفع قيمته الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وعليه فان القيمة السوقية للسند يمكن حسابها من خلال خصم هذه التدفقات النقدية باستخدام معدل خصم مناسب لدرجة مخاطر هذا السند، ويمكن تمثيل التدفقات النقدية للسند على خط الزمن كالتالي:



حيث أن r : وهو معدل الخصم الذي سنستخدمه لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية للسند. وهو يختلف عن سعر فائدة الكوبون، وهما لا يتساويان الا اذا كان سعر السند في السوق يساوي قيمته الاسمية.
 n : عدد السنوات المتبقية حتى استحقاق السند. حيث تتناقص قيمة n كلما اقتربنا من تاريخ الاستحقاق، حيث تكون مساوية لأجل الاستحقاق عند الإصدار. وتجدر الإشارة هنا إلى أننا نفترض حتى الآن أن الفوائد توزع مرة واحدة في السنة لذلك تقاس n بالسنوات، وهذا الأمر سيتغير عندما نتعامل مع السندات التي يتم توزيع الفوائد على حملتها مرتين أو أكثر في السنة.
 I : مبلغ الفائدة الموزع سنويا ويساوي حاصل جداء سعر فائدة الكوبون بالقيمة الاسمية للسند.
 M : القيمة الاسمية للسند.

ويمكن حساب القيمة الحقيقية للسند P_0 نستخدم المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{I}{(1+r)^1} + \frac{I}{(1+r)^2} + \dots + \frac{I}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n I \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^t}}{r} \right) + \frac{M}{(1+r)^n}$$

مثال: أصدرت شركة سند بقيمة اسمية تبلغ 100 دولار وبسعر فائدة مقداره 10% سنوياً، ما هي القيمة الحقيقية التي يمكن أن تعطى لهذا السند إذا كان معدل العائد في السوق هو 12% علماً بأن فترة استحقاق السند تبلغ 5 سنوات.

الحل: كون أن الفائدة تدفع سنوياً، فإن حامل هذا السند سيحصل على مبلغ 10 دولار سنوياً لمدة 5 سنوات بالإضافة إلى مبلغ 100 دولار في نهاية السنة الخامسة. ولمعرفة القيمة الحقيقية لهذه التدفقات يتم استخدام المعادلة السابقة.

$$P_0 = I \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right) + \frac{M}{(1+r)^n} = 10 \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+0.12)^5}}{0.12} \right) + \frac{100}{(1+0.12)^5} = 92.79\$$$

أما لو كان سعر الفائدة تدفع كل ستة أشهر فإنه يتم احتساب القيمة الحالية وذلك بمضاعفة المدة ويتم استخدام نصف العائد على السند، وتكون المعادلة بالشكل التالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I}{2} \left(\frac{1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^t}}{\frac{r}{2}} \right) + \frac{M}{\left(1 + \frac{r}{2}\right)^{2n}}$$

في مثالنا السابق لو افترضنا ان الفائدة تدفع كل ستة أشهر ستكون المدة هنا عشرة فترات بدل من 5 فترات ويتم استخدام نصف العائد على السند أي نسبة 5% بدلاً من 10%.

$$P_0 = I \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right) + \frac{M}{(1+r)^n} = 5 \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+0.06)^{10}}}{0.06} \right) + \frac{100}{(1+0.06)^{10}} = 92.64\$$$

مثال 2: أوجد القيمة الحالية لسند معدل الكوبون 10% والقيمة الاسمية له تساوي 1000 دولار وان الفائدة تدفع سنوياً ويستحق السند بعد 15 سنوات ومعدل العائد المطلوب على السند 10%.

الحل:

$$P_0 = I \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right) + \frac{M}{(1+r)^n} = 100 \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+0.1)^{15}}}{0.1} \right) + \frac{1000}{(1+0.1)^{15}} = 1000\$$$

نلاحظ هنا ان القيمة الحقيقية للسند تساوي القيمة الاسمية له وهذا راجع لكون معدل الكوبون مساو لمعدل العائد المطلوب على السند وهو 10%.

7.2. تقلبات قيم السندات

عند إصدار السند المدر للفائدة يتم تحديد قيمة كوبون الفائدة (أو سعر فائدة الكوبون عند مستوى يجعل القيمة السوقية للسند مساوية لقيمته الاسمية. وإذا تم تحديد قيمة الكوبون عند مستوى أدنى من ذلك المستوى فلن يقدم المستثمرون على دفع كامل القيمة الاسمية لشراء السند وبالعكس إذا تم تحديدها عند مستوى أعلى فسيكون المستثمرون مستعدين لدفع سعر أعلى من القيمة الاسمية لشراء السند إذا يكون السعر الجاري للسند عموماً مساوياً لقيمته الاسمية عند إصداره، ولكن مع مرور الوقت تتغير قيمة السند ذي سعر الفائدة الثابت تبعاً لعدة عوامل تأتي الظروف الاقتصادية في مقدمتها ما يجعلها أعلى أو أدنى من القيمة الاسمية له. بالعودة إلى سندات في المثال 02: المذكورة سابقاً نجد أنها أصدرت بسعر مساوٍ لقيمتها الاسمية. هنا يطرح السؤال التالي نفسه: إذا بقي سعر الفائدة الجاري على سندات، عند مستوى 10% كم ستكون قيمة السند (السعر الجاري له) بعد سنة على إصداره؟ للإجابة على هذا التساؤل نعود إلى المعادلة السابقة ونعوض n بـ 14 بدلاً عن 15 حيث نجد بالحل أن قيمة سند ستكون 1,000 دولار. الأمر ذاته يتحقق عند القيم المختلفة لا طالما بقي سعر الفائدة الجاري على السند (r) مساوياً لسعر فائدة الكوبون.

لنفترض الآن أن أسعار الفائدة في الاقتصاد انخفضت بعد سنة على إصدار الشركة لسنداتها ($n = 14$)، مما أدى إلى انخفاض سعر الجاري أي معدل العائد على هذه السندات من 10% إلى 5%. في هذه الحالة سنجد أن قيمة السند قد ارتفعت من 1,000 دولار إلى 1,494.93 دولار، نحسبها كما يلي:

$$P_0 = I \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right) + \frac{M}{(1+r)^n} = 100 \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+0.05)^{14}}}{0.05} \right) + \frac{1000}{(1+0.05)^{14}} = 1494.93.88\$$$

من الواضح حسابياً أن قيمة السند ترتفع، لكن ما تبرير ذلك من الناحية الاقتصادية؟ يعني انخفاض سعر الفائدة الجاري إلى 5% أنه إذا أراد أحد المستثمرين استثمار مبلغ 1,000 دولار بشراء سند مماثل لسند هذه الشركة فإنه سيحصل على فائدة سنوية قدرها 50 دولار في الوقت الذي يحصل فيه على 100 دولار إذا استمر ذات المبلغ بشراء سند هذه الشركة، بالطبع يفضل المستثمر الـ 100 دولار على الـ 50 دولار لذلك سيكون مستعداً لدفع مبلغ يزيد عن 1,000 دولار لشراء سند هذه الشركة، وهذا ما سيفعل المستثمرون الآخرون مما يؤدي إلى زيادة الطلب على سند هذه الشركة وبالتالي ارتفاع سعره، ويستمر هذا حتى يصل سعر سندها إلى 1,494.93 دولار وهو السعر الذي يتساوى عنده معدل العائد الفعلي على سند هذه الشركة مع سعر الفائدة الجاري عليه (أي 5%).

قد يخطر بالبال هنا التساؤل التالي: إذا استقر سعر الفائدة الجاري على سند هذه الشركة عند مستوى 5% خلال السنوات الـ 15 التالية، ما الذي سيطرأ على سعر هذا السند؟ في الواقع سينخفض سعر السند تدريجياً من 1,494.93 دولار إلى 1,000 دولار وهي قيمته في تاريخ الاستحقاق، ويمكننا إثبات ذلك بحساب السند بعد سنة من انخفاض سعر الفائدة، أي عندما يبقى 13 سنة على استحقاقه، باستخدام المعادلة السابقة حيث سنجد أنها 1,469.68 وهي أقل بمقدار 25.25 دولار عن قيمة السند في السنة السابقة عند انخفاض سعر الفائدة الجاري على السند من 10% إلى 5% (أي 1,494.93 دولار).

لابد من الإشارة هنا إلى أنك إذا اشترت السند بسعر 1,494.93 دولار ثم قمت ببيعه بعد سنة مع بقاء سعر الفائدة الجاري عند مستواه الجديد (5%)، فإنك ستتكدب خسارة رأسمالية قدرها 25.25 دولار أو أنك ستحصل على عائد قدره 74.75 دولار (100 - 25.25)، وهذا يؤدي إلى جعل المردود الذي ستحققه مساويا لذلك الجاري في السوق، ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

المردود الجاري = $1494.93/100 = 0.669 = 6.69\%$
مردود المكسب الرأسمالي = $1494.93/25.25 - 1 = -0.0169 = -0.169\%$
المردود الكلي = $1494.93/74.75 = 0.05 = 0.5\%$

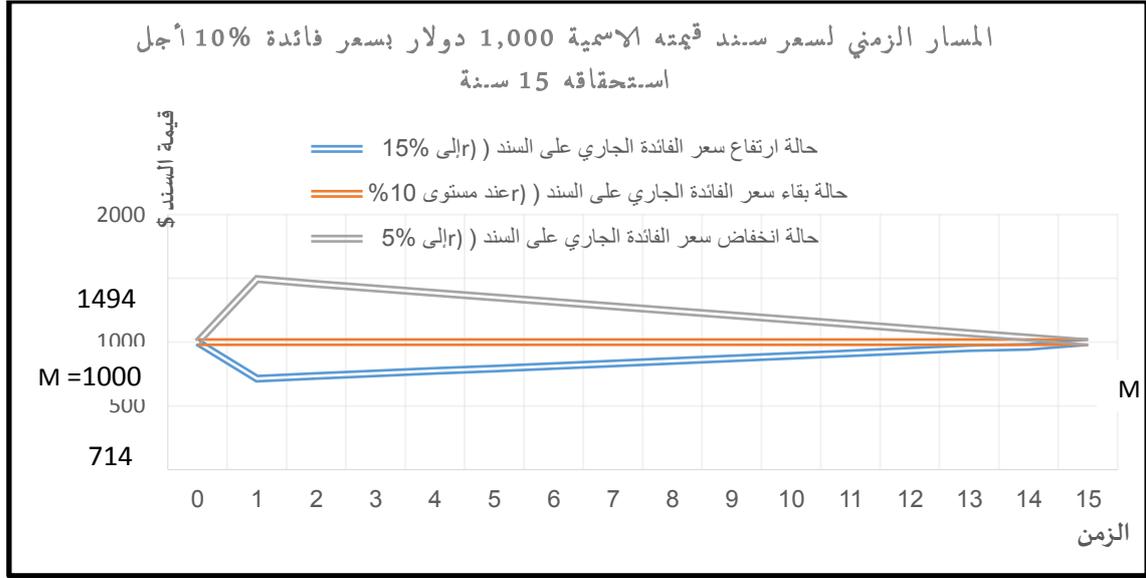
أما الآن لنفترض أن سعر الفائدة الجاري على سند هذه الشركة قد ارتفع إلى 15% (بدلاً من أن ينخفض إلى 5%) بعد سنة على إصدار الشركة لسنداتهما، هنا نجد بتعويض $n = 14$ و $r = 15\%$ في المعادلة السابقة أن قيمة سند هذه الشركة قد انخفضت إلى 713.78 دولار. وإذا افترضنا (كما فعلنا قبل قليل) ثبات سعر الفائدة الجاري عند مستواه الجديد حتى استحقاق السند، فسيعايش سعر السند حالة من التزايد التدريجي ليصل إلى 1,000 دولار في تاريخ الاستحقاق. ويمكن التحقق من ذلك بحساب سعر السنة بعد سنة على ارتفاع سعر الفائدة الجاري إلى 15% (أي عندما $n = 13$) حيث ستجد أنه 720.84 دولار، وعلى ذلك إذا اشترت السند بسعر 713.78 واحتفظت به لسنة فستحقق مكسباً رأسمالية قدره 7.06 بشكل يجعل المردود الذي تحصل عليه مساويا لذلك الجاري في السوق، ويمكن توضيح هذا الأمر بنفس المنطق الذي استخدمناه في سابقاً:

المردود الجاري = $713.78/100 = 0.1404 = 14.04\%$
مردود المكسب الرأسمالي = $713.78/7.06 = 0.0099 = 0.99\%$
المردود الكلي = $713.78/107.06 = 0.15 = 15\%$

هذا ويوضح الشكل التالي تطور قيمة (سعر) هذا السند مع الزمن في الحالات الثلاث التي ناقشناها هنا وهي:

- بقاء سعر الفائدة الجاري r عند مستوى 10%.
- انخفاض سعر الفائدة الجاري r إلى 5% وبقاؤه عند ذلك المستوى حتى استحقاق السند،
- ارتفاع سعر الفائدة الجاري r إلى 15% وبقاؤه عند ذلك المستوى حتى استحقاق السند.

وإذا لم يبقى سعر الفائدة الجاري ثابتاً كما نفترض في الحالتين الثانية والثالثة، فإن سعر السند سيتقلب صعوداً وهبوطاً حسب الحالة. لكن وبغض النظر عما ستكون عليه أسعار الفائدة المستقبلية سيكون سعر السند 1,000 دولار في تاريخ الاستحقاق وذلك فيما عدا حالات الإفلاس التي تؤدي إلى انخفاض قيمة السندات بشكل واضح.



يمكننا من خلال الشكل ملاحظة النقاط التالية :

- عندما يكون سعر الفائدة الجاري (العائد المطلوب) مساوياً لسعر فائدة الكوبون على سند غير معوم، فسيتم تداول هذا السند بسعر مساو لقيمته الاسمية. وهذا يتحقق عند إصدار السند أو بالأحرى يتم تحقيقه بغرض إصدار السند بسعر مساو لقيمته الاسمية.
- يتقلب سعر الفائدة الجاري على السند (العائد المطلوب) مع تقلب أسعار الفائدة في الاقتصاد، في الوقت الذي يبقى فيه سعر فائدة الكوبون ثابتاً. وعندما يصل سعر الفائدة الجاري إلى مستوى أعلى من سعر فائدة الكوبون يصبح سعر السند أقل من قيمته الاسمية.
- أما عندما يكون سعر الفائدة الجاري (العائد المطلوب) أقل من سعر فائدة الكوبون فإن سعر السند يكون أكبر من قيمته الاسمية.
- بالنتيجة يؤدي ارتفاع المستوى العام لأسعار الفائدة في الاقتصاد إلى انخفاض أسعار السندات في السوق في حين يؤدي انخفاضه إلى ارتفاع تلك الأسعار.
- يكون سعر السند (قيمه السوقية) مساوياً لقيمته الاسمية في تاريخ الاستحقاق مهما تكن ظروف السوق. على فرض أن مصدر السند لم يفلس.

تعد هذه النقاط شديدة الأهمية لأنها تبين إمكانية تحقيق حملة السندات المكاسب رأسمالية أو تعرضهم لخسائر رأسمالية وذلك حسب تقلبات سعر الفائدة بعد شراء السند.

وكخلاصة عن تقييم السندات، يستند التقييم على مقارنة بين السعر والقيمة، فقيمة السند تحدد بسعره، ولكن ليس كل من يملك سندا يعرف أساسياته ومنها التعرض للخسارة وفي الوقت نفسه هناك من تحقق الأرباح، وقبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع لا بد من تقدير القيمة الحالية والحقيقية والاقتصادية، ولغرض فهم كيف يمكن للقيمة أن تقدر السعر المحدد للسند لا بد من إتباع ما يلي:

- قاعدة الشراء، إذا كان سعر السند أقل من قيمته فهو في حالة تقع تحت السعر ولا بد من الشراء لمسكه لغرض تحقيق الربح الرأسمالي في المستقبل.
- قاعدة البيع، إذا كان سعر السند في السوق أكبر من قيمته، فهنا لا بد من بيع السند لتجنب الخسارة عندما تنخفض الأسعار لتصل مستوى القيمة.
- قاعدة لا شراء ولا بيع، عندما يكون سعر السند مساو لقيمته وهذه حالة التوازن ومن غير المتوقع حدوث اي تغيير وهذا يعني ان السند قد قيم تقييما صحيحا.

مراجع المحور الثالث

1. بلعزوز بن علي، دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب، مطبعة الخلدونية، 2008، الجزائر.
2. حنفي عبد مزبود ابراهيم، سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في البلدان العربية -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة الماجستير، جامعة الجزائر، 2006/2007.
3. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية، سوريا، 1998.
4. الغفار، البورصات، أسهم وسندات، صناديق الإستثمار، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1995.
5. Broutin, Les valeurs mobilières, cotation et stratégies financières, Dunod, 1991.
6. Amenc-veronique le sourd, théorie du portefeuille et analyse de sa performance, Economica, 2002.
7. Bernard laget, " Les nouveaux outils financiers", Top édition, France, 1990.
8. Josette Peyrard, "La bourse", 2ème édition, vuibert entreprise, France, 1993.
9. M.Donis, Valeurs mobiliers et gestion du portefeuille, québec, SMG, 1993.
10. B.LAGET, les nouveaux outils financiers, TOP édition ,Paris, 1990.
11. J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993.