

## المحاضرة 05:

الأدوات المالية والعقود المشتقة: الأدوات المالية الأساسية (السندات)

### المرجع الأساسي:

- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2006). *Financial markets and institutions*. Pearson Education India.
- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2011). EBOOK: *Financial Markets and Corporate Strategy*: European Edition. McGraw Hill.

### الأهداف:

- التعرف على تعريف السندات (Bonds) ودورها في الأسواق المالية.
- دراسة الخصائص الرئيسية للسندات.
- التعرف على الأنواع المختلفة من السندات المتداولة في الأسواق المالية.

### الكلمات المفتاحية:

- السندات (Bonds)
- السندات الحكومية (Government Bonds)
- سندات الشركات (Corporate Bonds)
- العائد (Yield)
- فترة الاستحقاق (Maturity)
- الكوبون (Coupon)
- القيمة الاسمية (Face Value)

### 1. تعريف السندات:

السندات (Bonds) هي أدوات مالية تمثل دينًا على الجهة المصدرة تجاه المستثمر الذي يشتري السند. عندما تصدر شركة أو حكومة سندًا، فهي تقترض أموالًا من المستثمرين مقابل وعد بدفع هذه الأموال في المستقبل بفائدة محددة. بعبارة أخرى، السند هو تعهد من الجهة المصدرة بالدفع لحامل السند مبلغًا معينًا عند استحقاق السند بالإضافة إلى دفع الفائدة بشكل دوري طوال فترة السند.

بحسب "Mishkin & Eakins" في كتاب "Financial Markets and Institutions"، تُعتبر السندات أداة مهمة لتمويل المشاريع الحكومية والتجارية. فهي توفر وسيلة لجمع رأس المال بتكلفة منخفضة نسبيًا مقارنة بطرق التمويل الأخرى مثل الأسهم (صفحة 281).

## 2. الخصائص الرئيسية للسندات:

### الجدول 1. خصائص السندات

الخصائص	التفاصيل
عهود السندات (وتعرف أيضًا بـ عقود السندات) (bond indentures/ Bond covenants)	القواعد التي تحدد حقوق المقرض (lender) والقيود على المقترض (borrower). حدد "سميث" و"وارنر" (1979) أربعة أنواع رئيسية من عهود السندات: عهود الأصول (asset covenants)، عهود توزيع الأرباح (dividend covenants)، عهود التمويل (financing covenants)، وعهود الربط (bonding covenants). لا تتضمن جميع السندات هذه الأنواع.
الخيارات	مميزات السندات التي تسمح للطرفين، المشتري والبائع، بإنهاء اتفاقية السند (bond agreement)، وغالبًا ما تتطلب من الطرف الذي يمارس الخيار القيام بمدفوعات معينة أو تحمل مخاطر مختلفة. تشمل الخيارات المتضمنة الأهم خيار الاستدعاء (callability)، قابلية التحويل (convertibility)، وإمكانية البيع (putability).
نمط التدفقات النقدية (Cash flow pattern)	يُحدد وفقًا للمدفوعات السنوية للفائدة (interest payments)، أو الكوبون (coupon)، لكل 100 دولار من الأصل (principal)، جدول سداد الأصل، المعروف بـ استهلاك الدين (amortization)، والقيمة الاسمية (face value)، وهو رقم يحدد حجم السند. السندات ذات السعر الثابت تدفع عادة نصف الكوبون المذكور كل ستة أشهر. معدل الكوبون (coupon rate)، وهو نسبة الكوبون كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، يحدد الكوبون. على سبيل المثال، معدل كوبون 8% يعني مدفوعات كوبون بقيمة 4 دولارات لكل 100 دولار من القيمة الاسمية سنويًا. السندات ذات السعر العائم أكثر تعقيدًا بسبب الطرق المتعددة التي يمكن أن تتغير بها. تعتمد معدلات الفائدة في هذه السندات عادةً على بعض معدلات المؤشرات (benchmark rates) بالإضافة إلى فارق ثابت أو متغير.
فترة الاستحقاق (Maturity)	المدة القصوى (maximum length) التي يجب على المقترض خلالها سداد أصل السند بالكامل. عادةً ما تكون تواريخ الاستحقاق للسندات الشركات (corporate bonds) أقل من 30 عامًا، ولكن من الممكن بيع السندات ذات الاستحقاقات الأطول.
السعر (Price)	المبلغ الذي يُباع به السند، خاصةً في علاقته بالأصل المستحق.
تصنيف السند (Bond rating)	تسلسل من الحروف (letters) والأرقام (numbers) الذي يحدد الجودة الائتمانية (creditworthiness) للسند.

تعريف بعض المصطلحات في الجدول:

- عهد الأصول (Asset covenant): ينظم اقتناء الشركة للأصول، واستخدامها، وتصرفها فيها.
- عهد توزيع الأرباح (Dividend covenant): عهد يقيد دفع التوزيعات الأرباح (dividends).
- عهد التمويل (Financing covenant): وصف لمقدار الديون الإضافية التي يمكن أن تصدرها الشركة، و الأصول التي قد تحصل عليها هذه الديون الإضافية في حالة التعثر.

- **عهد الربط (Bonding covenant) :** وصف لآلية تنفيذ العهود وفرضها. قد يتضمن ذلك تدقيقًا مستقلًا (independent audit) للقوائم المالية للشركة، وتعيين وصي (trustee) لتمثيل حملة السندات ومراقبة امتثال الشركة لعهود السندات، وتوقيعات دورية من المسؤولين (officers) في الشركة تؤكد الامتثال لعهود السندات.
- **القيمة الاسمية:** القيمة الاسمية (Face Value) للسند هي القيمة التي سيتم دفعها لحامل السند عند انتهاء فترة السند. على سبيل المثال، إذا كان المستثمر يمتلك سندًا بقيمة اسمية تبلغ 1000 دولار، فسوف يحصل على هذا المبلغ عند استحقاق السند.
- **فترة الاستحقاق:** (Maturity) هي المدة الزمنية التي يتعين على الجهة المصدرة للسند سداد القيمة الاسمية عند انتهائها. تختلف فترات الاستحقاق للسندات بشكل كبير، بدءًا من سنة واحدة إلى عدة عقود. كلما زادت فترة الاستحقاق، كلما زادت المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر، لكن العائد المتوقع عادة ما يكون أعلى (صفحة 284 Mishkin & Eakins).
- **الكوبون (Coupon):** هو معدل الفائدة الذي تدفعه الجهة المصدرة لحامل السند بشكل دوري. على سبيل المثال، إذا كان السند يحمل كوبونًا بنسبة 5%، فسيتم دفع الكوبون بنسبة 5% من القيمة الاسمية للسند كفائدة سنوية. قد يتم دفع الكوبون بشكل نصف سنوي أو سنوي اعتمادًا على شروط السند.
- **العائد (Yield) :** هو نسبة العائد الذي يحصل عليه المستثمر من السند بناءً على السعر الذي اشترى به. إذا تم شراء السند بأقل من قيمته الاسمية، فإن العائد سيكون أعلى من الكوبون. يعتبر العائد أداة مهمة لقياس العائد الحقيقي على السندات (صفحة 286 Mishkin & Eakins).

### 3. أنواع السندات:

#### 1.3. السندات الحكومية:

السندات الحكومية (Government Bonds) هي السندات التي تصدرها الحكومات لجمع الأموال لتمويل المشاريع الحكومية أو لتغطية العجز في الميزانية. تُعتبر السندات الحكومية من بين الأدوات المالية الأكثر أمانًا لأن الحكومة تضمن دفع الفوائد وسداد رأس المال عند الاستحقاق.

تتنوع السندات الحكومية حسب الجهة المصدرة:

**سندات الخزانة (Treasury Bonds):** تصدرها الحكومة الوطنية وتمتد فترة استحقاقها لعدة سنوات.

**السندات البلدية (Municipal Bonds):** تصدرها الحكومات المحلية أو الإقليمية لتمويل مشاريع محلية مثل بناء المدارس أو البنية التحتية.

### 2.3. سندات الشركات:

سندات الشركات (Corporate Bonds) تصدرها الشركات الخاصة لجمع الأموال لتمويل مشاريعها أو للتوسع. تعتبر سندات الشركات أكثر خطورة مقارنة بالسندات الحكومية، نظرًا لاحتمال تعثر الشركة في سداد ديونها، ولكنها تقدم عادةً عوائد أعلى لتعويض المستثمرين عن المخاطر الإضافية (صفحة 289).

يمكن تقسيمها حسب خصائصها:

#### 1.2.3. أنواع السندات بناءً على المطالبات بالأصول في حالة التخلف عن السداد

السند المضمون ( Secured bond )	السند الذي قامت الشركة برهنه أصول محددة لصالح حملته.
سند الرهن العقاري (Mortgage bond)	نوع من السندات المضمونة يمنح المقرضين رهنًا من الدرجة الأولى على أصول معينة، مثل الأرض أو المباني أو الآلات. إذا تخلفت الشركة عن السداد، فإن هذا الرهن يسمح للمقرض بالحجز وبيع الأصول.
سند الضمان الائتماني (Collateral trust bond)	نوع من السندات المضمونة التي تتضمن وضع الأصول في صندوق ائتمان. يقوم الوصي بتحويل الأصول إلى حملة السندات في حالة التخلف عن السداد.
شهادة ثقة المعدات (Equipment trust certificate)	نوع من السندات المضمونة بعقود تمنح المقرضين حقوقًا في قطع محددة من المعدات في حالة التخلف عن السداد.
سند غير مضمون (Debenture)	نوع من السندات غير المضمونة. في حالة التخلف عن السداد، يُعتبر حاملو الدبنتشر دائنين غير مضمونين، مما يعني أن لهم حقًا في جميع أصول الشركة التي لم تُرهن بالفعل.

#### 2.2.3. أنواع السندات بناءً على خيارات السندات

- **السندات القابلة للاستدعاء (callable bonds):** تسمح للشركة المُصدرة باسترداد السندات قبل موعد استحقاقها بدفع سعر محدد مسبقًا. عادةً، يتضمن عقد السند جدولًا للتواريخ والأسعار التي يمكن فيها للشركة استدعاء السندات. تشمل هذه أسباب استدعاء هذه السندات ما يلي:

- توفير حماية للشركات من حاملي السندات الذين يرفضون إعادة التفاوض بشأن شروط السندات التي تراها الشركة مقيّدة للغاية بعد إصدارها.
- السماح للشركات باسترداد السندات ذات الكوبون المرتفع عند انخفاض أسعار الفائدة أو تحسن الجدارة الائتمانية للشركة. - تمكين الشركات من تنفيذ خطط الصناديق التقاعدية.
- تؤدي إلى بيع السندات بأسعار أقل من السندات غير القابلة للاستدعاء. إذا لم تمنع شروط العقد استدعاء السندات بتمويلها عبر إصدار دين جديد ذي سعر فائدة أقل، فإن هذه السندات تُسمى "السندات القابلة للاسترداد".

- **السندات القابلة للتحويل (Convertible bonds):** تمنح حامل السند الخيار لتحويل السند إلى أداة مالية أخرى، عادةً ما تكون أسهمًا عادية للشركة المُصدرة للسند القابل للتحويل. يتم تحديد شروط خيار التحويل في عقد السندات من خلال تحديد سعر التحويل أو عدد الأسهم التي يمكن أن يحصل عليها حامل السند مقابل السند.
- **السندات القابلة للتبادل (Exchangeable bonds):** تمنح الشركة المُصدرة الحق في استبدال السند بنوع آخر. على سبيل المثال، قد تتمكن الشركة من استبدال سند بفائدة متغيرة بسند بفائدة ثابتة .
- **السندات القابلة للبيع للشركة المصدرة (Putable bonds):** تمنح حامل السند الحق، في ظروف معينة، لبيع السند مرة أخرى إلى الشركة. إذا انخفضت قيمة السندات القائمة (ربما نتيجة اقتراح لزيادة نسبة الرفع المالي للشركة بدرجة كبيرة)، فيمكن لحاملي السندات إجبار الشركة على إعادة شراء السندات القائمة بسعر مرتفع. تباع السندات القابلة للبيع بأسعار أعلى من السندات غير القابلة للبيع.

### 3.2.3. أنواع السندات بناءً على نمط الكوبون أو التدفق النقدي

- **السند ذو الكوبون المستقيم ويُعرف أيضًا باسم سند الرصاصة (Straight-Coupon Bond/Bullet Bond):** هو أداة ذات معدل ثابت (Fixed-Rate Instrument) حيث يتم دفع الكوبون عادةً على دفعتين متساويتين نصف سنويتين، مع تضمين الدفعة الأخيرة لسداد أصل المبلغ.
- **السند بدون كوبون (Zero-Coupon Bond):** هي سندات لا تدفع فائدة دورية، بل تحتوي على دفعة واحدة عند الاستحقاق) وتعرف أيضًا باسم سند الخصم النقي (Pure Discount Bond) تُباع هذه السندات بخصم عن قيمتها الاسمية، ويعتمد حجم الخصم على أسعار الفائدة السائدة وملاءة المقترض.
- **السند ذو الكوبون المؤجل (Deferred-Coupon Bond):** هي سندات تسمح للمصدر بتجنب التزامات دفع الفائدة لفترة معينة (مثل خمس سنوات). يُتيح هذا الترتيب للشركات التي تعاني من ضائقة نقدية بعض الوقت لتنمو تدفقاتها النقدية.
- في إحدى الصيغ، يؤدي تأجيل الكوبون إلى دفع حاملي السندات بالعائد على شكل سندات إضافية؛ ومن هنا جاء اسم سندات (PIK) أي " الدفع العيني (Payment-in-Kind Bonds) "
- في صيغة أخرى، يكون الكوبون بسعر ثابت، ولذلك يسمى سند (Zerfix)
- **السند الدائم (Perpetuity Bond):** هو سند يستمر إلى الأبد ويدفع فائدة فقط، ويُعرف أيضًا باسم (Consol)
- **سند المعاش (Annuity Bond):** هي سندات تدفع مزيجًا من الفائدة وأصل المبلغ لفترة زمنية محددة. على عكس السند ذو الكوبون المستقيم، لا يوجد دفعة كبيرة لسداد أصل المبلغ عند تاريخ استحقاق السند.

### 4.2.3. أنواع السندات بناءً على سعر السوق

- **السندات المدفوعة (Premium Bonds)** : تُباع بسعر أعلى من قيمتها الاسمية. يحدث هذا عادةً عندما يكون سعر الفائدة للسند أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق، مما يجعلها جذابة للمستثمرين.
- **السندات المخفضة (Discount Bonds)** : تُباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية. يحدث ذلك عندما يكون سعر الفائدة للسند أقل من سعر الفائدة السائد، مما يجعلها أقل جاذبية للمستثمرين.
- **السندات ذات القيمة الاسمية (Par Bonds)** : تُباع بسعر يساوي قيمتها الاسمية. يتساوى سعر الفائدة للسند مع سعر الفائدة السائد في السوق، مما يجعلها محايدة من حيث الجاذبية بالنسبة للمستثمرين.

### 4. فوائد الاستثمار في السندات

أ. **مصدر ثابت للدخل**: السندات توفر للمستثمرين دخلًا ثابتًا على شكل مدفوعات الفائدة. هذه المدفوعات تكون ثابتة ومعروفة للمستثمرين عند شرائهم للسند، مما يجعلها وسيلة جذابة للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات توفر تدفق نقدي ثابت.

ب. **مخاطر أقل مقارنة بالأسهم**: تُعتبر السندات أقل خطورة مقارنة بالأسهم، خاصةً إذا كانت السندات حكومية. في حالة الإفلاس، يكون لحاملي السندات الأولوية في استرداد استثماراتهم مقارنة بحاملي الأسهم. هذا يجعل السندات خيارًا جيدًا للمستثمرين المحافظين الذين يفضلون تجنب المخاطر العالية.

ج. **التنوع**: تُعتبر السندات أداة مهمة في تنوع المحفظة الاستثمارية. من خلال الاستثمار في السندات، يمكن للمستثمرين تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم فقط، خاصة في الفترات التي تشهد فيها الأسواق تقلبات كبيرة.

### 5. مخاطر الاستثمار في السندات

أ. **مخاطر معدل الفائدة**: من المخاطر الأساسية المرتبطة بالسندات هي مخاطر معدل الفائدة (Interest Rate Risk). عندما ترتفع أسعار الفائدة، تنخفض أسعار السندات في السوق الثانوية. هذا يعني أن المستثمرين الذين يرغبون في بيع سنداتهم قبل الاستحقاق قد يضطرون لبيعها بخسارة.

ب. **مخاطر الائتمان**: مخاطر الائتمان (Credit Risk) تشير إلى احتمال أن تتعثر الجهة المصدرة للسند في سداد الفوائد أو القيمة الاسمية للسند. تعتبر السندات الحكومية ذات مخاطر ائتمانية منخفضة للغاية، ولكن سندات الشركات قد تنطوي على مخاطر أكبر بناءً على قوة الشركة المالية.

ج. **مخاطر التضخم**: تؤثر مخاطر التضخم (Inflation Risk) على القيمة الحقيقية للعائدات التي يحصل عليها المستثمر من السندات. إذا ارتفع التضخم بشكل كبير، قد تفقد مدفوعات الفائدة والقيمة الاسمية للسند قوتها الشرائية.