

المحاضرة : الأوراق المالية والإصدارات السنديّة كأداة من أدوات التمويل في الأسواق المالية الحديثة

1.1 تعريف الأوراق المالية: هي أدوات مالية قابلة للتداول تمثل حقوق ملكية أو دين، وتصدرها الشركات أو الحكومات لجمع رأس المال من المستثمرين.

1.2 أنواع الأوراق المالية:

A- أوراق الملكية (Equity Securities)

- **الأسهم العاديّة:** تمنح المالك حق التصويت وحصة من الأرباح (توزيعات الأرباح)
- **الأسهم الممتازة:** تمنح أولوية في توزيعات الأرباح لكن بدون حق التصويت عادةً

B- أوراق الدين (Debt Securities)

- **السندات الحكومية:** تصدرها الحكومات لتمويل المشاريع العامة
- **السندات الشركّاتية:** تصدرها الشركات للحصول على قروض طويلة الأجل
- **الصكوك الإسلامية:** بديل شرعي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية

ج- الأوراق المالية المشتقّة: و هي عقود مالية يتم اشتراك قيمتها من قيمة أصل أساسى (Underlying Asset). هذا الأصل الأساسي يمكن أن يكون أي شيء ذي قيمة متقلبة، فالسمة الجوهرية للمشتقات هي أنها لا تمثل ملكية مباشرة للأصل الأساسي، بل هي وعد أو التزام بتبادل هذا الأصل أو قيمته النقدية في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً. مثل:

1. **الأصول المالية:** الأسهم، السندات، مؤشرات الأسهم ؛
2. **العملات الأجنبية:** سعر الصرف بين عملتين؛
3. **السلع:** النفط، الذهب، المنتجات الزراعية؛
4. **أسعار الفائدة:** معدلات الفائدة الحكومية (مثل LIBOR/SOFR).

الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية

تنقسم المشتقات المالية إلى أربعة أنواع رئيسية تشكل العمود الفقري لسوق المشتقات العالمي:

1. عقود الخيارات (Options) : يمنحك عقد الخيار حامله الحق، وليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل أساسى بسعر محدد (سعر التنفيذ أو Strike Price) في أو قبل تاريخ معين (تاريخ الانتهاء أو Expiration Date).

- **خيار الشراء (Call Option):** يمنحك الحق في الشراء.

• خيار البيع : (Put Option) يمنح الحق في البيع.

2. العقود الآجلة (Forwards) : وهي اتفاق خاص وغير قياسي (Over-the-Counter - OTC) بين طرفين لشراء أو بيع أصل أساسى في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر متفق عليه اليوم. تُستخدم بشكل أساسى في أسواق العملات والسلع.

3. عقود المستقبل (Futures) : وتشابه مع العقود الآجلة، لكنها موحدة (Standardized) وتتداول في بورصات منظمة (مثل CME أو ICE). هذا التوحيد يقلل من مخاطر الطرف المقابل ويضمن السيولة. يتم تسويتها يومياً.

4. عقود المبادلة (Swaps) : وهي اتفاق بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية المستقبلية على أساس صيغة محددة مسبقاً، ولفترات زمنية متفق عليها. أشهر أنواعها:

• مقايضة أسعار الفائدة (Interest Rate Swap) : تبادل التدفقات النقدية ذات الفائدة الثابتة بأخرى ذات الفائدة المتغيرة.

• مقايضة العملات (Currency Swap) : تبادل أصل ودين بأخر بعملة مختلفة.

□ الاستخدامات والاستراتيجيات المالية

تُستخدم المشتقات المالية لأغراض استراتيجية متعددة، تشمل:

أ. التحوط (Hedging) وإدارة المخاطر

هذا هو الاستخدام الأكثر أهمية للمشتقات. يمكن للمستثمرين أو الشركات استخدامها لحماية أنفسهم من التقلبات غير المرغوب فيها في أسعار الأصول، أسعار الفائدة، أو أسعار الصرف.

• مثال: شركة طيران يمكنها شراء عقود مستقبلية للنفط لتنبيت سعر وقودها، وبالتالي حماية أرباحها من الارتفاع المفاجئ في أسعار النفط.

ب. المضاربة (Speculation) : إذ تسمح المشتقات للمضاربين بالمرابحة على اتجاه حركة أسعار الأصول الأساسية. نظراً لاستخدامها للرافعة المالية (Leverage) ، يمكن تحقيق عوائد كبيرة (أو خسائر كبيرة) باستثمار رأس مال صغير نسبياً.

ج. المراجحة (Arbitrage) : وهي الاستفادة من الفروقات السعرية المؤقتة لنفس الأصل أو أصلين مرتبطين في أسواق مختلفة، لتحقيق أرباح خالية من المخاطر تقريباً.

د. الهندسة المالية (Financial Engineering) : استخدام المشتقات لتصميم أدوات مالية جديدة ومخصصة (Structured Products) تلبى احتياجات استثمارية أو تمويلية محددة.

فعلى الرغم من الفوائد الكبيرة، فإن المشتقات تنطوي على مخاطر جوهرية تتطلب فهماً عميقاً وإدارة حكيمـة:

1. مخاطر الرافعة المالية (Leverage Risk): قد تؤدي الرافعة المالية العالية إلى خسائر تتجاوز بكثير رأس المال المستثمر الأصلي.

2. مخاطر السوق (Market Risk): تقلبات أسعار الأصول الأساسية يمكن أن تؤدي إلى تغييرات سريعة وكبيرة في قيمة المشتقات.

3. مخاطر الطرف المقابل (Counterparty Risk): في عقود OTC غير المنظمة (مثل العقود الآجلة والمبادلات)، هناك خطر عدم قدرة الطرف الآخر في العقد على الوفاء بالتزاماته.

4. التعقيد (Complexity): تتطلب المشتقات فهماً رياضياً ومالياً متقدماً، مما قد يجعلها غير مناسبة للمستثمرين غير المتخصصين

تعريف السندات: السند هو أداة دين طويلة الأجل تصدرها الحكومات أو الشركات، تلتزم بموجتها بدفع فوائد دورية (قسائم) للمستثمر وإعادة القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

2.2 مكونات السند الأساسية

1. القيمة الاسمية (Face Value/Par Value): القيمة المدفوعة عند الاستحقاق

2. معدل القسيمة (Coupon Rate): معدل الفائدة السنوي

3. تاريخ الاستحقاق (Maturity Date): تاريخ سداد القيمة الاسمية

4. الجهة المصدرة (Issuer): الحكومة أو الشركة التي تصدر السند

5. دورية الدفع (Payment Frequency): سنوية، نصف سنوية، ربع سنوية

2.3 أنواع السندات

(أ) حسب الجهة المصدرة:

• سندات حكومية: منخفضة المخاطر، عائد معتدل

• سندات الشركات: مخاطر متوسطة إلى عالية، عائد أعلى

• السندات البلدية: تصدرها الحكومات المحلية

(ب) حسب القسيمة:

• سندات ذات قسيمة ثابتة: فائدة ثابتة طوال عمر السند

• سندات ذات قسيمة متغيرة: فائدة تتغير حسب مؤشر معين

• سندات بدون قسيمة (Zero-Coupon Bonds): تابع بخصم وتسدد بالقيمة الاسمية

(ج) حسب الضمان:

• سندات مضمونة: مدعومة بأصول محددة

• سندات غير مضمونة: (Debentures) تعتمد على جدارة المصدر الائتمانية

3: تسعير السندات وتقديرها

3.1 العلاقة بين السعر والعائد: هناك علاقة عكسية بين سعر السند ومعدل العائد المطلوب في السوق.

• عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق → ينخفض سعر السند

• عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق → يرتفع سعر السند

3.2 معادلة تسعير السندات: وتعطى بالعلاقة التالية :

السعر الحالي للسند = القيمة الحالية للفسائم + القيمة الحالية لقيمة الاسمية

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{FV}{(1+r)^n}$$

أي

حيث : حيث:

✓ سعر السند = P

✓ القسيمة الدورية = C

✓ معدل العائد المطلوب = r

✓ عدد الفترات = n

✓ القيمة الاسمية = FV

3.3 أنواع العوائد

A- العائد الجاري (Current Yield)

$$\text{القسيمة السنوية} \times 100 = \frac{\text{العائد الجاري}}{\text{السعر الحالي للسند}}$$

B- العائد حتى الاستحقاق (Yield to Maturity - YTM) : وهو معدل العائد الذي يساوي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية مع سعر السند الحالي.

الجزء الخامس: المخاطر المرتبطة بالسندات

5.1.1. مخاطر سعر الفائدة (Interest Rate Risk)

- التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر على قيمة السندات
- السندات طويلة الأجل أكثر حساسية للتغيرات الفائدة

(Credit Risk) مخاطر الائتمان 2.

- احتمال عدم قدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته
- تقاس بالتصنيف الائتماني

(Liquidity Risk) مخاطر السيولة 3.

- صعوبة بيع السند بسرعة دون خسارة قيمة

(Inflation Risk) مخاطر التضخم 4.

- تأكل القوة الشرائية للقسائم والقيمة الاسمية

(Call Risk) مخاطر الاستدعاء 5.

- قد تستدعي الشركة السند قبل الاستحقاق عند انخفاض الفائدة

5.2 مقياس المدة (Duration)

المدة هي مقياس لحساسية سعر السند للتغيرات في أسعار الفائدة.

6.1 خطوات إصدار السندات

المرحلة الأولى: التحضير

1. تحديد الحاجة التمويلية: كم تحتاج الشركة من أموال؟
2. دراسة الجدوى: هل السندات أفضل من الأسهم أو القروض البنكية؟
3. الموافقات القانونية: الحصول على موافقة مجلس الإدارة والجهات التنظيمية

المرحلة الثانية: التنظيم

4. اختيار المتعهد: (Underwriter) بنك استثماري لإدارة الإصدار

5. تحديد شروط الإصدار :

- القيمة الاسمية
- معدل القسيمة
- مدة الاستحقاق

◦ التصنيف الأئتماني

المرحلة الثالثة: التسويق

6. إعداد نشرة الإصدار (Prospectus): وثيقة تفصيلية عن الإصدار

7. جولات ترويجية (Road Show): عرض الإصدار على المستثمرين المؤسسيين

8. تحديد السعر: بناءً على طلب المستثمرين

المرحلة الرابعة: الإصدار والإدراج

9. إتمام البيع: توزيع السندات على المستثمرين

10. الإدراج في البورصة: للسماح بالتداول

6.2 أنواع الإصدارات

أ (الإصدار العام) (Public Offering)

◦ متاح لجميع المستثمرين

◦ يتطلب موافقات تنظيمية صارمة

◦ شفافية عالية

ب (الإصدار الخاص) (Private Placement)

◦ موجه لمستثمرين محددين (مؤسسات، أفراد ثرياء)

◦ إجراءات أبسط وأسرع

◦ شفافية أقل

استراتيجيات الاستثمار في السندات

9.1 استراتيجية السلم (Bond Ladder): شراء سندات بتواريخ استحقاق متدرجة (مثلاً: 1، 3، 5، 7، 10 سنوات).

المزايا: تقليل مخاطر إعادة الاستثمار، سيولة دورية عند استحقاق السندات، متوسط عائد جيد

مثال عملي: استثمار 50,000 دولار:

◦ 10 دولار في سندات تستحق بعد سنة واحدة

◦ 10 دولار في سندات تستحق بعد سنتين

◦ 10 دولار في سندات تستحق بعد 3 سنوات

• 10,000 دولار في سندات تستحق بعد 4 سنوات

• 10,000 دولار في سندات تستحق بعد 5 سنوات

عند استحقاق السندات الأولى، يعاد استثمارها في سندات لمدة 5 سنوات، وهكذا.

9.2 استراتيجية الحديدية (Barbell Strategy)

9.2 استراتيجية الحديدية (Barbell Strategy): الاستثمار في سندات قصيرة الأجل جداً وطويلة الأجل جداً، مع تجنب السندات متوسطة الأجل.

التوزيع النموذجي:

• 50% في سندات قصيرة الأجل (1-3 سنوات)

• 50% في سندات طويلة الأجل (15-30 سنة)

• 0% في سندات متوسطة الأجل (5-10 سنوات)

المزايا:

• السندات القصيرة توفر السيولة والمرونة

• السندات الطويلة توفر عائد أعلى

• حماية جزئية من تقلبات أسعار الفائدة

مثال تطبيقي : محفظة بقيمة 100,000 دولار:

• 50,000 دولار في سندات حكومية لمدة سنتين (عائد 3%)

• 50,000 دولار في سندات شركات لمدة 20 سنة (عائد 7%)

• متوسط العائد = $(7\% \times 0.5) + (3\% \times 0.5)$

9.3 استراتيجية الرصاصية (Bullet Strategy)

المفهوم : تركيز الاستثمارات في سندات تستحق في نفس الفترة الزمنية تقريباً.

متى تستخدم:

• عندما تحتاج أموال في وقت محدد (تعليم الأبناء، التقاعد)

• عندما تتوقع تغيرات في أسعار الفائدة في وقت محدد

مثال : مستثمر يخطط للتقاعد بعد 10 سنوات:

• يشتري سندات تستحق جميعها بين 9-11 سنة

- يحصل على مبلغ كبير دفعه واحدة عند التقاعد

9.4 الاستثمار النشط مقابل السلبي

أ (الاستثمار النشط) (Active Management)

- شراء وبيع السندات بناءً على توقعات السوق
- محاولة تحقيق عوائد أعلى من المؤشر
- رسوم إدارة أعلى (2-1%)
- يتطلب خبرة ومتابعة مستمرة

ب (الاستثمار السلبي) (Passive Management)

- الاستثمار في صناديق مؤشرات السندات
- اتباع مؤشر معين (مثل Bloomberg Barclays Bond Index)
- رسوم منخفضة جداً (0.1-0.3%)
- مناسب للمستثمر العادي

الجزء العاشر: تحليل متقدم للسندات

10.1 التحدب (Convexity) ، مقياس ل معدل تغير المدة عندما تتغير أسعار الفائدة.

لماذا مهم؟

- المدة تعطي تقدير خطى للتغير في السعر
- التحدب يعطي تقدير أكثر دقة (غير خطى)

السندات القابلة للتحويل والسندات الخاصة

11.1 السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds)

التعريف: سندات يمكن تحويلها إلى عدد محدد من أسهم الشركة المصدرة.

المكونات الأساسية:

1. **نسبة التحويل:** عدد الأسهم لكل سند
2. **سعر التحويل:** السعر الفعلي للسهم عند التحويل

3. القيمة التحويلية: قيمة الأسهم التي يمكن الحصول عليها

مزايا السندات القابلة للتحويل:

- حماية من الجانب السلبي (قيمة السند الأساسية)
- إمكانية الاستفادة من ارتفاع سعر السهم
- عائد ثابت حتى يتم التحويل

عيوبها:

- عائد أقل من السندات العادية
- قد تُستدعي من قبل الشركة
- تخفيض محتمل للمساهمين الحاليين

11.2 السندات القابلة للاستدعاء(Callable Bonds)

التعريف: سندات يحق للمصدر استردادها قبل تاريخ الاستحقاق بسعر محدد.

شروط الاستدعاء:

- سعر الاستدعاء: عادة القيمة الاسمية + علاوة (مثلاً 103% من القيمة الاسمية)
- فترة الحماية من الاستدعاء: فترة لا يمكن فيها استدعاء السند (مثلاً 5 سنوات)
- جدول الاستدعاء: قائمة بأسعار الاستدعاء في تواريخ مختلفة

متى تستدعي الشركة السند؟ عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق بشكل كبير، يمكنها:

1. استدعاء السندات القديمة (بفائدة 8%)

2. إصدار سندات جديدة (بفائدة أقل، مثلاً 5%)

3. توفير 3% سنوياً في تكاليف الفائدة

تأثير على المستثمر:

- مخاطر إعادة الاستثمار: قد يضطر لإعادة استثمار الأموال بعائد أقل
- عائد أقل: السندات القابلة للاستدعاء تعطي عائد أعلى قليلاً للتعويض عن هذه المخاطر

11.3 السندات القابلة للتمديد(Putable Bonds)

التعريف: سندات تعطي المستثمر الحق في إعادة بيعها للمصدر بسعر محدد قبل الاستحقاق.

الميزة الرئيسية: حماية من ارتفاع أسعار الفائدة