

الفصل السابع عشر

السندات



في هذا الفصل

- ✓ هل من الضروري للمستثمر معرفة السندات كوسيلة استثمارية؟
- ✓ ما هي أنواع السندات؟ وما خصائصها؟
- ✓ كيف نقوم بحساب العائد على السند، وما المقصود بعائد الاستحقاق؟
- ✓ ما المقصود بمنحنى عائد الاستحقاق؟ وما أهميته في معرفة حالة الأسهم والوضع الاقتصادي العام؟



السندات

(Bonds) هي إحدى أهم وسائل التمويل المالي 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 مآليها 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، بسبب الأمان المتوقع لرأس المال إذا كانت الجهة المصدرة للسندات جهة حكومية قوية (كحكومة الولايات المتحدة). وكما علمنا أنه كلما قل عامل المخاطرة في الاستثمار قل العائد الممكن من الاستثمار. 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 الخزانة) 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 واحد إلى عشرة أعوام، فإنها تسمى أوراق الخزينة (Treasury Notes)، وإذا كانت مدتها أكثر من عشر سنوات فإنها تسمى سندات الخزينة (Treasury Bonds). وبالإمكان شراء هذه السندات مباشرة عن طريق وزارة المالية الأمريكية أو عن طريق الإنترنت، بدون دفع عمولة لأي وسيط.

هل من الضروري معرفة السندات؟

السندات هي مجرد وسيلة من وسائل الاستثمار، ولكن نظراً لاختلافها الكبير عن الأسهم، فإنها عادة تستخدم كأداة مكملة لمحفظة المستثمر المالية، حيث يقوم المحترفون غالباً بتخصيص نسبة معينة من محافظهم المالية للسندات، ونسبة معينة للأسهم، والباقي يحتفظون به بشكل نقدي. والسبب يعود إلى تفاوت نسبة العائد بين الوسيلتين، والذي يكون غالباً (وليس دائماً) في الاتجاه المعاكس. فعند ارتفاع الأسهم تنخفض السندات، والعكس صحيح.

وينصح البروفيسور برتون مالكيل¹ بأن تكون نسبة المال المخصص للاستثمار في السندات تتماشى مع عمر الشخص. فلننظر في العشرينات من عمره يحتاج إلى ٢٠% من رأس المال في السندات و ٦٥% في الأسهم، والباقي يوزع في استثمارات أخرى. ولننظر في أواخر الثلاثينات وأوائل الأربعينات يحتاج إلى ٣٠% في السندات و ٥٥% في الأسهم، وهكذا تزداد نسبة السندات من رأس المال مع تقدم العمر إلى أن تصبح ٥٠% مقابل ٢٥% في الأسهم لمن هم فوق الستين من العمر.

السبب الآخر لضرورة معرفة بعض الشيء عن السندات يعود لإمكانية الاستفادة من العائد على السندات كمؤشر للحالة الاقتصادية في البلاد، الأمر الذي بلا شك له تأثير كبير على الأسهم وكافة الاستثمارات. وسوف نتحدث بشكل مفصل عن طبيعة العلاقة بين السندات، والحالة الاقتصادية، ومعدل الفائدة، وسعر الأسهم فيما يلي.

خصائص السندات

السندات هي أداة دين تصدرها الشركات والحكومات ويتم شراؤها من قبل المستثمرين من الأفراد والمؤسسات. بمعنى أن المستثمرين يقرضون أموالهم لتلك الشركات المصدرة للسندات مقابل الحصول على عائد مالي معين يتم تحديده في كل سند، يطلق عليه مسمى عائد الكوبون (Coupon Interest Payment)، أو العائد الاسمي للسند (Nominal Yield). وكل سند له

¹ Burton Malkiel هو مؤلف كتاب A Random Walk Down Wall Street، وطريقته هذه تعرف بدليل دورة حياة الاستثمار.

قيمة اسمية معينة (Par Value) تساوي عادة ١٠٠٠ دولار للسند الواحد، وتاريخ استحقاق معين (Maturity Date)، عنده تتم إعادة رأس المال (١٠٠٠ دولار عن كل سند) لمن يحمل ذلك السند. ونظراً لاختلاف سعر السند من وقت لآخر، حسب قوى العرض والطلب وتغير معدل الفائدة العام، فإن العائد على السند يتغير من وقت لآخر. ففي أي وقت من الأوقات يمكننا حساب العائد الجاري (Current Yield) على السند، وذلك بقسمة العائد الاسمي للسند على السعر الحالي للسند. وقد يكون أهم عائد ينظر إليه هو عائد الاستحقاق (Yield-to-Maturity)، والذي يشير إلى نسبة العائد المتوقع على السند لو أن المستثمر احتفظ بالسند حتى نهاية تاريخ الاستحقاق.

ملخص لخصائص السندات

- السند (Bond): أداة دين تباع من جهة ما، وتشتري من قبل المستثمرين كافة.
- تاريخ الاستحقاق (Maturity Date): التاريخ الذي عنده يعاد رأس المال للمستثمر، ويختلف من بضعة أيام إلى ٣٠ عاماً.
- القيمة الاسمية (Par Value): هي القيمة التي أصدر فيها السند، عادة تساوي ١٠٠٠ دولار، وأحياناً ٥٠٠٠ دولار.
- السعر الحالي (Current Price): هو السعر الذي يتم فيه تداول السند في سوق السندات في أي وقت من الأوقات، والذي قد يكون أعلى من القيمة الاسمية أو أدنى منها.
- العائد الاسمي (Nominal Yield): نسبة الفائدة المحددة للسند عند صدوره.
- العائد الجاري (Current Yield): هو ناتج قسمة العائد الاسمي على السعر الحالي للسند.
- عائد الاستحقاق (Yield-to-Maturity): العائد الكلي المتوقع عند الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، ويرمز له بالأحرف (YTM).
- تقييم السند (Bond Rating): تقييم يمنح للسند حسب قوة الجهة المصدرة له، ويصدر التقييم من شركة [موديز] Moody's، وشركة [أس آند بي] ويعتبر التقييم AAA أعلى تقييم، و B ضعيف. أما CC أو C فهي تمنح للسندات الضعيفة جداً، و التقييم D للسندات المنكفئة (المفلسة).

مثال: أصدرت شركة IBM سندات تنتهي بعد ١٥ عاماً، بعائد اسمي يساوي ١٠٪، وقيمة ١٠٠٠ دولار لكل سند. في هذه الحالة يحصل من يشتري سنداً واحداً بقيمة ١٠٠٠ دولار على عائد سنوي يساوي ١٠٠ دولار حتى نهاية الخمس عشرة عاماً وبعدها يستعيد رأس المال البالغ ١٠٠٠ دولار.

قد يظن القارئ، بالرجوع إلى هذا المثال، أن العملية التالية لحساب العائد صحيحة، وهي ليست كذلك: يبدو أن المستثمر (في هذا المثال) يحصل على ١٥٠٠ دولار كإجمالي فائدة على مدى ١٥ عاماً (١٥ عاماً \times ١٠٠ دولار = ١٥٠٠ دولار)، ومن ثم يستعيد ١٠٠٠ دولار قيمة السند، أي أن الألف دولار التي يستثمرها في هذا السند تحقق مبلغ ٢٥٠٠ دولار في نهاية الأمر. وقد نقول خطأ بأن العائد الكلي بعد ١٥ عاماً يساوي ١٥٠%! ولكن هناك عدة أخطاء في هذا التحليل.

● من الواضح أن الفائدة على السند تأتي مرة واحدة في كل عام، وكما رأينا عندما تحدثنا عن القيمة الحاضرة لمبلغ من المال (Present Value) بأن ١٠٠ دولار بعد عام تكون قيمتها في الوقت الحاضر أقل من ١٠٠ دولار، وأن معدل الفائدة المتوقع هو الذي يحدد مدى اختلاف السعر الآجل عن السعر الحاضر.

● لمعرفة القيمة الحقيقية للمبالغ المالية التي يحصل عليها المستثمر، وهي ١٠٠ دولار كل سنة لمدة ١٥ عاماً، ومبلغ ١٠٠٠ دولار بعد ١٥ عاماً، يجب أن نحسب القيمة الحاضرة لمبلغ ١٠٠٠ دولار مستحق بعد ١٥ عاماً. ومن ثم يجب أن نحسب القيمة الحاضرة لمبلغ ١٠٠ دولار بعد عام، ومبلغ ١٠٠ دولار بعد عامين، ومبلغ ١٠٠ دولار بعد ثلاثة أعوام، وهكذا حتى نحسب قيمة ١٠٠ دولار مستحقة بعد ١٥ عاماً!

هذه الطريقة الحسابية تحسب كالتالي، مع ملاحظة أن مصطلح "قيمة حاضرة (١٠٠، ١ عام)" تعني القيمة الحاضرة لمبلغ ١٠٠ دولار مستحق بعد عام واحد:

$$\text{قيمة السند الحاضرة} = \text{قيمة حاضرة (١٠٠، ١ عام)} + \text{قيمة حاضرة (١٠٠، ٢ عام)} + \dots + \text{قيمة حاضرة (١٠٠، ١٥ عاماً)} + \text{قيمة حاضرة (١٠٠٠، ١٥ عاماً)}$$

عندما يتغير معدل الفائدة العام في البلاد فإن القيمة الحاضرة تتغير تبعاً لذلك. فلو كان معدل الفائدة الحالي ١٠% لسند قيمة عائدته الاسمية ١٠%، فإن قيمة السند تبقى بمقدار ١٠٠٠ دولار، ونقول بأن عائد الاستحقاق (YTM) يساوي ١٠%. ولكن لو ارتفع معدل الفائدة إلى ١٢% بعد فترة من الزمن، فإن قيمة السند سوف تكون بالضرورة أقل من ١٠٠٠ دولار. لماذا؟ السبب هو أن العائد على السندات الجديدة (وكذلك العائد على شهادات الإيداع وغيرها) أصبح يعطي عائداً منافساً لعائد ذاك السند، بل إن السندات الجديدة بجودة السند نفسه تعطي عائداً يساوي ١٢%، وذلك أفضل من ١٠% العائد لهذا السند. إذاً فلا بد لقيمة السند أن تنخفض لتعوض عن خسارة العائد الناتجة عن ارتفاع معدل الفائدة.

وعلى العكس من ذلك نجد فيما لو أن معدل الفائدة انخفض إلى ٨%، فإن السندات الجديدة سوف تصدر بعائد اسمي يساوي ٨%، مقابل ١٠% للسند القديم. إذاً لا بد لقيمة السند القديم أن ترتفع (نتيجة إقبال الناس على شرائه) فينخفض عائدته ليساوي ٨%. أو قد ننظر إلى هذه العلاقة

العكسية بالشكل التالي: في حالة ارتفاع معدل الفائدة، فلا بد لسعر السند أن ينخفض نظراً لهجرة الأموال من السند القديم إلى سندات جديدة تعطي عائداً أفضل. وفي حالة انخفاض معدل الفائدة، فإن سعر السند يرتفع نظراً لرغبة المستثمرين بشراء ذلك السند الذي يعطي فائدة أعلى من السندات الجديدة!

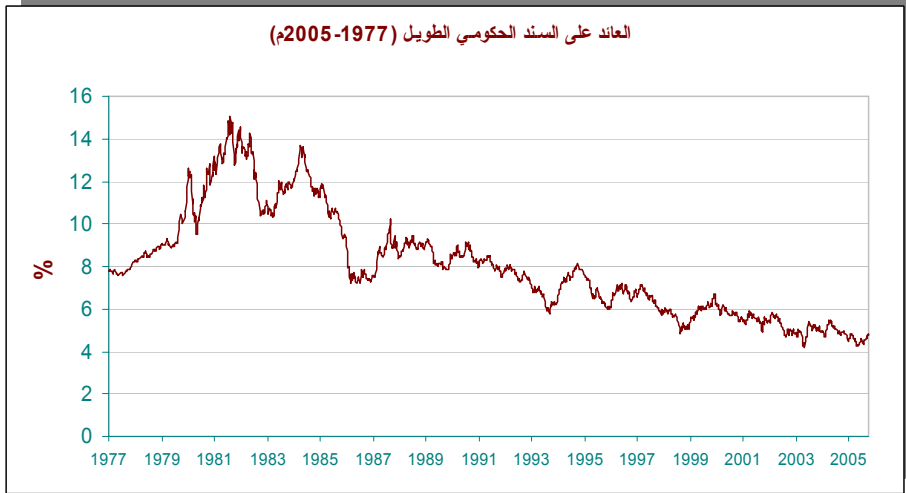
أيهما تشتري؟

لو كان هناك سندان، الأول مدته عام واحد وقيّمته الحالية ١٠٠٠ دولار وعائده الاسمي ٣%، والثاني مدته ١٠ سنوات وقيّمته الحالية كذلك ١٠٠٠ دولار، لكن عائده الاسمي ٥%، وعلى فرض أن لديك مبلغ مليون دولار لا تحتاجها إلّا بعد عام وتود أن تستثمرها بطريقة آمنة، فهل تشتري السند الأول، الذي يمنحك في نهاية العام فائدة بمقدار ٣٠ ألف دولار، أم الثاني الذي يمنحك فائدة بمقدار ٥٠ ألف دولار؟

يبدو أن الأفضل شراء السند الثاني، ولكن هنا يأتي الخطأ في فهم طريقة عمل السندات، وهي أن مدة الاستحقاق مختلفة بين السنتين. فالأول سيقوم بإرجاع رأس المال كاملاً في نهاية العام، بينما في نهاية العام قد يرتفع أو ينخفض سعر السند الثاني، وبذلك لا يستطيع الشخص أن يضمن عودة رأس المال بالكامل.

وأحياناً حتى لو أن السند الثاني (الذي مدته ١٠ سنوات) يمنح فائدة أقل من السند المستحق بعد عام، والذي يمنح فائدة أعلى، فقد يكون القرار الصائب شراء السند الطويل، وذلك يعود بسبب تخوف المستثمر من هبوط معدلات الفائدة بشكل كبير، ويود أن يضمن معدل فائدة مرتفع نسبياً لمدة أطول.

لذا فإن ما يتابعه المستثمرون في الواقع هو عائد الاستحقاق (YTM) على السندات في أي وقت من الأوقات. فتجد أن عائد الاستحقاق للسندات الحكومية لـ ٣٠ عاماً (30-year Treasury Bonds)، والذي يعرف بالسند الطويل، ينشر عائده يومياً في الصحف المالية، ويتابع باهتمام من قبل كافة المستثمرين. يبين الشكل ١٧-١ عائد الاستحقاق على سندات (٣٠ عاماً) الحكومية منذ عام ١٩٧٧م وحتى نوفمبر ٢٠٠٥م، والذي يشير إلى أن العائد في حالة هبوط مستمر. معنى ذلك أن شراء السندات خلال السنوات الماضية كان مجدياً نظراً لارتفاع أسعارها، حيث ذكرنا أن سعر السند يعاكس اتجاه عائد الاستحقاق.



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

أنواع السندات

هناك أنواع عديدة من السندات، نستعرضها بشكل سريع فيما يلي.

سندات بمعدل فائدة متغير Floating Rate Bonds

في هذا النوع من السندات يتغير معدل الفائدة حسب تقلبات معدلات الفائدة، فقد يحدد معدل فائدة معين للسند لفترة ثلاثة أشهر، ومن ثم تقوم الجهة المصدرة للسندات بتغييره ليتناسب مع معدل الفائدة العام. إلا أن هذا النوع من السندات أقل شعبية من السندات العادية.

سندات بدون فائدة Zero-Coupon-Bonds

هي سندات تصدرها بعض الشركات والوكالات الحكومية لا تمنح فائدة دورية كالمعتاد، بل يحصل المستثمر عند الاستحقاق على رأس المال إضافة إلى فائدة معينة حسب قيمة السند عند الشراء. وغالباً هذه السندات تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، فبدلاً من دفع ١٠٠٠ دولار للسند الواحد يدفع المستثمر فقط ٩٠٠ دولار، وعند الاستحقاق يحصل على ١٠٠٠ دولار مقابل كل سند. وبالرغم من أن هذه السندات لا تدفع فائدة دورية إلا أن على المستثمر دفع ضرائب مقابل الفائدة المفترضة في كل عام. وهناك أنواع من هذه السندات تكون معفاة من الضرائب، وهي عادة سندات تقوم بإصدارها بلديات المدن.

سندات قابلة للتحويل Convertible Bonds

تصدر بعض الشركات سندات يستطيع المستثمر تحويلها إلى أسهم من أسهم الشركة نفسها وبطريقة حسابية معينة، بعد فترة محددة من الزمن. الفائدة الحقيقية لهذا النوع من السندات إن الشركة المصدرة للسندات تستطيع أن تقدم معدل فائدة منخفض مقابل هذه الخاصية.

سندات قابلة للاستدعاء Callable Bonds

بعض الشركات تصدر سندات معينة تسمح للشركة باسترجاعها في المستقبل، حيث تقوم الشركة بدفع كامل رأس المال للمستثمرين وتزيد عليه مبلغاً محدداً من المال كتعويض عن سحب السندات. والسبب الذي يجعل الشركات تقدم هذا النوع من السندات هو أنها تعتبر طريقة للتخلص من الديون، خصوصاً عندما تنخفض معدلات الفائدة بشكل كبير وتجد الشركة نفسها تدفع فائدة باهظة لمستثمري السندات لديها، فتقوم باستدعائها. وأحياناً تقوم الشركة باصدار سندات جديدة بمعدل فائدة أقل من السابق.

سندات مضمونة Secure Bonds

هي سندات تصدرها الشركات بضمان معين، كعقار أو معدات ضخمة أو أساطيل طائرات أو غيرها من الأصول ذات القيمة، وذلك لبعث الثقة فيها، وبالتالي المقدرة على اصدارها بمعدل فائدة منخفض.

سندات غير مضمونة Unsecure Bonds

تسمى Debentures، وهي سندات تصدرها الشركات القوية عطفاً على مصداقيتها وقوة مراكزها المالية، أو تصدرها الشركات الصغيرة ولكن بتعويض حملة السندات بمعدل فائدة أعلى نسبياً مما هو متاح بطرق أخرى. وفي حالة تصفية الشركة بسبب الإفلاس فإن حملة السندات المضمونة لهم الأولوية في أصول الشركة، يليهم حملة السندات غير المضمونة، وأخيراً حملة الأسهم.

كيفية حساب عائد الاستحقاق (YTM)

في نهاية عام ٢٠٠٠م كانت سندات ٣٠ عاماً الحكومية الصادرة بفائدة اسمية تساوي ٦,٢٥ %، تباع بسعر ١١٠٠ دولار للسند الواحد، وهي سندات مستحقة بعد حوالي ٢٩ عاماً ونصف. ما هو العائد الجاري لهذه السندات؟

يحسب العائد الجاري بقسمة مبلغ الفائدة الاسمية على السعر الحالي للسند، كما يلي:

$$\text{مبلغ الفائدة الاسمية} = 6,25\% \times 1000 \text{ دولار} = 62,50 \text{ دولار}$$

$$\text{العائد الجاري} = 62,50 \text{ دولار} / 1100 \text{ دولار} = 5,68\%$$

لاحظ أن العائد الجاري قد انخفض بينما سعر السند قد ارتفع، والسبب أن معدل الفائدة السائد في البلاد قد انخفض قليلاً مما جعل هذا السند جذاباً للمستثمرين، وارتفع سعره وانخفض العائد الجاري له أوتوماتيكياً.

كم هو عائد الاستحقاق لهذه السندات؟

يحسب عائد الاستحقاق بالاستعانة بألة حاسبة مخصصة للحسابات المالية، ولكن نستطيع أن نقرب عملية حسابه باستخدام المعادلة التالية:

$$YTM = [I + (M - V)/n] / [(M + 2V)/3]$$

مع تعريف المتغيرات كما يلي:

I = مبلغ الفائدة الاسمية على السند.

M = القيمة الاسمية للسند.

V = السعر الحالي للسند.

n = المدة المتبقية للاستحقاق.

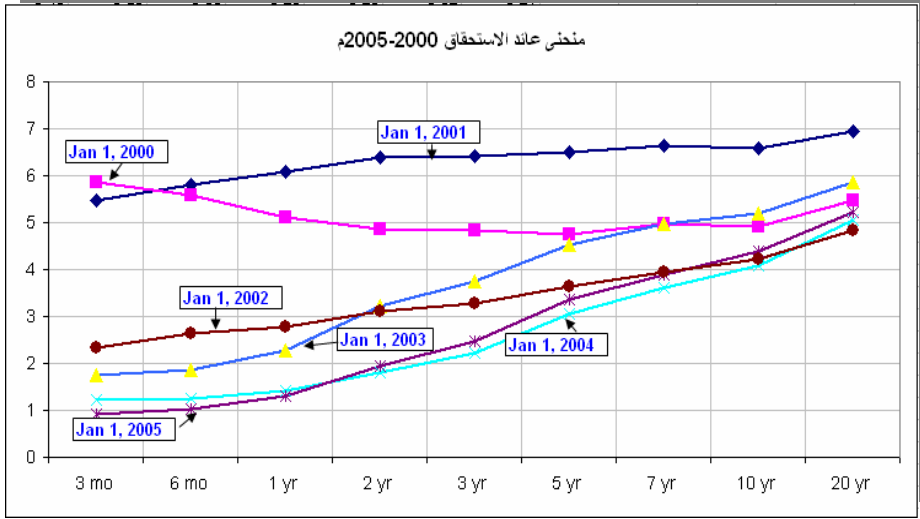
باستخدام هذه المعادلة نستطيع أن نحسب عائد الاستحقاق (YTM) لسندات ٣٠ عاماً الحكومية باستخدام القيم التالية: $I = 62,50$ دولار، $M = 1000$ دولار، $V = 1100$ دولار، $n = 29,50$ عام، وبذلك نحصل على $YTM = 5,52\%$.

لاحظ أن عائد الاستحقاق انخفض كذلك من ٦,٢٥% عند اصدار السندات، إلى ٥,٥٢% حالياً، وأن سعر السند قد ارتفع من ١٠٠٠ دولار عند اصداره إلى ١١٠٠ دولار حالياً. وهذه التغيرات هي التي تحدث يومياً في سوق السندات نتيجة التقلبات الاقتصادية المختلفة. وكلما قام البنك المركزي، برفع معدل الفائدة في البلاد للحد من التضخم، فإن النتيجة هي أن تنخفض أسعار السندات، ويزيد عائد الاستحقاق، والعكس صحيح.

منحنى عائد الاستحقاق (Yield Curve)

نسمع كثيراً من المحللين عن منحنى عائد الاستحقاق، وإنه في أي وقت من الأوقات يكون شكل هذا المنحنى إما صاعداً أو هابطاً أو مفلطحاً، فماذا يقصد المحللون بهذه التعابير؟ وهل لهذه

الملاحظات فائدة في عالم الاستثمار؟ بالطبع إن الجواب نعم، ويعود ذلك لطبيعة المنحنى والدلائل التي يشير إليها.



الشكل ١٧-٢: عدة أشكال لمنحنى عائد الاستحقاق.

منحنى عائد الاستحقاق بكل بساطة هو شكل بياني لمعدلات الفائدة على أدوات دين مختلفة، لفترات استحقاق تبدأ من شهر واحد إلى ٢٠ أو ٣٠ عاماً. يبين الشكل ١٧-٢ عدة أشكال لمنحنى عائد الاستحقاق للسندات الحكومية، حيث قمنا هنا بوضع تواريخ الاستحقاق على المحور الأفقي، ومعدل الفائدة لكل أداة دين على المحور الرأسي، وقمنا برسم ستة منحنيات لعائد أداة الدين لستة أيام مختلفة، أي أننا ندرس الوضع لستة منحنيات حسب ست فترات زمنية. على سبيل المثال، العائد لسندات عام واحد كان حوالي ١,٢٥% في ١ يناير ٢٠٠٥م، وقرب ٢% في ١ يناير ٢٠٠٢م، وحوالي ٥% في ١ يناير ٢٠٠٠م، وهكذا.

إن الشكل الطبيعي للمنحنى هو أن تكون معدلات الفائدة على المدى القصير أقل من معدلات الفائدة على المدى الطويل، وذلك لأن من يرضى بإيداع ماله لفترة طويلة، فهو بلا شك يتوقع أن يمنح عائداً مرتفعاً مقابل المخاطرة بالقبول بمعدل فائدة ثابت طوال هذه الفترة (راجع ما ذكرنا في فقرة "أيهما تشتري؟" في صفحة ٣٩٥). لذا فإن الشكل الطبيعي للمنحنى هو أن يكون صاعداً، أي أن العائد على أدوات الدين قصيرة الأجل (كشهادات الإيداع وأذونات الخزينة) أقل من ذلك المتحقق عن طريق أدوات الدين طويلة الأجل (كالسندات طويلة). مثال ذلك ما نراه في المنحنيات الظاهرة في الشكل أعلاه، عدا يوم ١ يناير ٢٠٠٠م، ويدل ذلك على أن الاقتصاد يمر بمرحلة نمو طبيعية ولا يوجد هناك خوف من تضخم غير عادي في الأسعار أو معدلات البطالة وغيرها.

أما إذا أتى المنحنى بشكل صاعد حاد، فإن ذلك يؤخذ غالباً على أن الاقتصاد مقبل على حركة ازدهار ونمو مما قد يضطر البنك المركزي إلى رفع معدل الفائدة، وبالتالي تكون السندات طويلة الأجل غير جذابة. لاحظ أن السبب خلف ارتفاع معدلات الفائدة للسندات طويلة الأجل يعود لقيام المستثمرين ببيع هذه السندات (فيرتفع عائدها)، وذلك لرغبتهم في شرائها لاحقاً عندما ترتفع معدلات الفائدة. ولأنهم يقومون بشراء السندات قصيرة الأجل بتلك الأموال المتحققة من بيع السندات طويلة الأجل، فطبيعي أن تنخفض عوائد السندات قصيرة الأجل. وهذا في الواقع ما رأيناه في ١ يناير ٢٠٠٥م والذي تلاه كما حدث بالفعل رفع معدلات الفائدة عدة مرات.

أما إذا كان شكل المنحنى هابطاً (ويسمى Inverted)، أي أن العائد على أدوات الدين قصيرة الأجل أعلى من العائد على أدوات الدين طويلة الأجل، وهو أقل حدوثاً من أشكال المنحنيات الأخرى، فيدل ذلك على أن التوقعات تشير إلى احتمال لجوء البنك المركزي إلى خفض معدلات الفائدة في الفترات القادمة، بسبب تخوفه من حدوث تراجع أو انحسار في الاقتصاد. لذا فإن ذلك يؤدي إلى قيام المستثمرين ببيع السندات قصيرة الأجل (فيرتفع معدل فائدتها) وشراء السندات طويلة الأجل (فينخفض معدل فائدتها)، وذلك للاستفادة مما تمنحه السندات طويلة الأجل من معدلات فائدة مرتفع نسبياً^٢. وبشكل عام يعتبر تخفيض معدل الفائدة إيجابياً لحركة الأسهم، ولكن إذا كان التخفيض بسبب احتمال تباطؤ أو كساد شديد فإن ذلك لا يعد إيجابياً للأسهم، وهو ما نراه أعلاه (١ يناير ٢٠٠٥م في الشكل) حيث كان معدل الفائدة لمدة ٣ أشهر حوالي ٦%، بينما معدل الفائدة لمن يشتري سندات مستحقة بعد سنتين كان أقل من ٥%! حاول تفسير سبب إمكانية الحصول على فائدة بنسبة ٦% لمن يحتفظ في السند لمدة ٣ أشهر مقابل الحصول على فائدة أقل بكثير لمن يحتفظ بالسند لمدة أطول! أليس الأفضل شراء سندات ٣ أشهر بدلاً من المدة الأطول؟ السبب هو لأنه من المتوقع خفض معدل الفائدة في الأشهر القادمة، فكثر من المشتثمرين يودون الحصول على معدل الفائدة على المدى الطويل ليضمنوا معدل فائدة مرتفع نسبياً، وبالنسبة للمقترضين فإنهم لا يودون الاقتراض بسعر عالٍ وهم يعلمون (أو يعتقدون) أن معدل الفائدة سينخفض لاحقاً.

أخيراً هناك أوقات يكون فيها المنحنى شبه مستقيم (أو مفلطح Flat)، مما يعني أن معدلات الفائدة متشابهة ولا يبدو هناك توجه واضح لحالة الاقتصاد، ولا تستمر هذه الحالة طويلاً حيث سرعان ما تظهر مؤشرات تبين التوجه العام للاقتصاد والوجهة التي ستسلكها معدلات الفائدة^٣. في مثل هذه الحالة يلجأ مستثمرو السندات لشراء السندات القوية (ذات التقييم العالي) لتحقيق أعلى ربح ممكن مقابل المخاطرة التي يتعرضون لها.

^٢ تذكر بأن العلاقة دائماً عكسية بين سعر السند ومعدل الفائدة.

^٣ وهذا ما كان عليه الوضع في أواخر ٢٠٠٥م، حيث كانت سندات ٣ أشهر تمنح حوالي ٣,٨% بينما سندات ٣٠ عاماً تمنح حوالي ٤,٦%، بفارق بسيط.

ولأن المنحنى يتغير باستمرار فلا بد من رسمه من جديد بين فترة وأخرى، ولحسن الحظ أن هناك من يقوم بذلك باستمرار، منها ما تجده على العنوان التالي:

<http://www.stockcharts.com/charts/YieldCurve.html>

حيث ستجد أن الموقع يستخدم برنامج "جاافا" لعرض المنحنى بشكل متحرك، ويقارنه بمؤشر [أس أند بي ٥٠٠]، لرؤية العلاقة بين المنحنى وأسعار الأسهم. وتستطيع الحصول على بيانات رسمية عن معدل الفائدة عن طريق وزارة المالية الأمريكية، على العنوان:

<http://www.ustreas.gov/domfin/hist1yc.htm>

قراءة أسعار السندات

توجد أسعار السندات في أماكن كثيرة منها الصحف المتخصصة الأمريكية، كصحيفة Wall Street Journal، وصحيفة Investors Business Daily. يبين المثال التالي كيفية قراءة سعر سند خاص بشركة جنرال موتورز (GM):

سندات جنرال موتورز مستحقة في يوليو ٢٠٢٣م

Issuer name	Symbol	Coupon%	Maturity	Rating	Last	Chg	Yield%
General Motors	GM.HB	8.375	Jul 2033	B1/BB-	70.312	0.762	12.113

- تم إصدار هذه السندات من قبل شركة GM، ورمزها GM.HB.
- القيمة الاسمية للكوبون تساوي ٨,٣٧٥ % مما يعني أن الفائدة السنوية لهذه السندات ٨٣,٧٥ دولار مقابل كل سند بقيمة ١٠٠٠ دولار.
- تاريخ الاستحقاق لهذا الكوبون هو يوليو عام ٢٠٢٣م.
- السعر الحالي للسند ٧٠,٣١٢ دولار، ودائماً تعرض الأسعار كنسبة من السعر الأصلي (في هذه الحالة (٧٠,٣١٢ % × ١٠٠٠ دولار)، وبالنسبة للسندات الحكومية فإن أسعارها تعرض على الشكل التالي: ٨ ٩٤، وتعني ٩٤ دولاراً و ٨/٣٢ من الدولار، أي ٩٤ دولاراً وربع الدولار).
- بما أن الفائدة المستحقة ٨٣,٧٥ دولار سنوياً، وسعر السند ٧٠,٣١٢ دولار، فإن العائد الجاري (Current Yield) يساوي ١١,٩١ %.

- عائد الاستحقاق يساوي حالياً ١٢,١٢٪، مما يعني أن من يشتري السهم اليوم ويحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، سيحقق عائداً سنوياً تراكمياً بهذا المقدار (قارن ذلك بما يمكن أن تحصل عليه عن طريق ودائع البنوك).
- التقييم الحالي لهذه السندات متوسط، فشركة [موديز] منحتها تقييم B1، بينما شركة [أس آند بي] منحتها BB-.

هل السندات مربحة؟

كما علمنا أن العائد لأي وسيلة استثمارية يعتمد على مدى المخاطرة التي ممكن للشخص أن يتحملها. فهناك سندات يمكن أن تمنح عائداً سنوياً يتعدى ٥٠٪ ولكن بخطورة عالية. على سبيل المثال، أمامي الآن (في نوفمبر ٢٠٠٥م) سندات لشركة Huntsman Packaging مستحقة في يونيو ٢٠١٠م بفائدة سنوية (الفائدة الاسمية للسند) بمقدار ١٣٪. ليس ذلك فحسب، بل ويسعر حالي يساوي ١٩٥ دولاراً (بدلاً من ١٠٠٠ دولار وقت الاصدار). والعائد على هذه السندات أكثر من ٨٢٪، هذا يعني أن بالإمكان اليوم دفع ١٩٥ دولاراً فقط والحصول سنوياً على ١٣٠ دولاراً لمدة حوالي ٤,٥ سنة، ومن ثم الحصول على ١٠٠٠ دولار في نهاية المدة! ولكن المخاطرة هنا تأتي بسبب التقييم الضعيف الممنوح لهذه السندات (CCC-)، لذا فإن احتمال عدم عودة رأس المال وارد هنا، واحتمال عدم الحصول على الفائدة الدورية وارد كذلك. وهناك سندات أخرى مستحقة خلال أشهر قليلة من الممكن أن تمنح عائداً يتجاوز ٥ أو ١٠ أضعاف رأس المال ولكن احتمال إفلاس الشركة فيها وارد بشكل كبير وهذه السندات من النوع غير المضمون، Debentures.

الأسعار عن طريق الإنترنت

بالإمكان متابعة أسعار السندات الحكومية عن طريق بعض المواقع المتخصصة على الإنترنت، وسوف تجد بعضاً منها في موقع [ياهو] أو في مواقع وسطاء السندات، أو حتى وسطاء الأسهم مثل E*Trade. فمن خلال هذه المواقع يمكن البحث عن أي نوع من السندات حسب الجهة المصدرة، وحسب تاريخ الاستحقاق، أو حتى معدل الفائدة المطلوب، وكذلك حسب تقييم شركتي [موديز] و [أس آند بي]. ويستخدم لكل سند رمز خاص به (مثل الأسهم) يسمى رقم CUSIP، والذي يمكن استخدامه مباشرة لشراء السند أو بيعه.

وتستخدم للسندات الحكومية الرموز الموضحة في الجدول ١٧-١.

الجدول ١٧-١: الرموز المستخدمة للحصول على أسعار السندات الحكومية من موقع [ياهو].

الرمز	السند
^IRX	أذونات الخزينة (١٣ أسبوعاً)
^FVX	أوراق الخزينة (٥ سنوات)
^TNX	أوراق الخزينة (١٠ سنوات)
^TYX	سندات الخزينة (٣٠ سنة)

وتكلفة شراء السندات تختلف من وسيط لآخر، وهي في الغالب بحدود ٥ دولارات للسند الواحد.


استراتيجيات التعامل في السندات

ذكرنا أن من الضروري تخصيص نسبة من رأس المال للسندات حسب عمر الشخص، ولكن قد لا يكون من السهل تداول السندات أو حتى فهم طبيعتها عملها، لذا فقد يكون أحد الخيارات الجيدة أمام الشخص أن يستثمر في صندوق سندات، تماماً كما يستثمر في صندوق الأسهم. والهدف من ذلك تقليص المخاطرة في السندات وتحقيق فائدة أخرى هامة وهي أن أكثر صناديق السندات تمنح فائدة شهرية، بدلاً من نصف سنوية أو سنوية كما في معظم السندات.

ويجب الانتباه إلى أن هناك سندات قد تمنح عائداً مغرياً (كما شاهدنا أعلاه)، وذلك بسبب ارتفاع نسبة المخاطرة فيها، لذا قد لا تكون بالضرورة أفضل من غيرها. على سبيل المثال، قد تجد أن سندات بعض الشركات الصغيرة تمنح عائداً يتعدى ١٠% سنوياً، بينما السندات الحكومية (الأكثر أماناً) لا تمنح أكثر من ٥%. وتسمى السندات ذات التقييم الضعيف (أقل من BB) بسندات عالية المخاطرة، Junk bonds. لذا فهي تمنح معدل فائدة مرتفعاً مقابل المخاطرة العالية، ولا يسمح للمؤسسات المالية الرسمية بشرائها. وبالطبع يمكن المضاربة بالسندات، بحيث يقوم الشخص بشراء السندات إذا كان يتوقع انخفاضاً في معدل الفائدة، والذي بالطبع يؤدي إلى ارتفاع سعر السندات، أو بيع للسندات بطريقة البيع المسبق إذا كان يتوقع ارتفاعاً في معدلات الفائدة.

الخلاصة

تعتبر السندات من أهم الوسائل الاستثمارية وأقدمها، إلا أن المستثمر العادي لا يحتاج أن يتعامل معها بشكل مباشر، نظراً لصعوبة التنافس على تداولها مع كبار تجار السندات الذين يشتررون كميات كبيرة منها ويتحملون ما قد ينتج من خسائر بين الوقت والآخر. لذا فإن من الأفضل للمستثمر العادي أن يكتفي بالتعرف على فكرة عمل هذه الوسيلة الاستثمارية، وإن رغب في تنويع استثماراته

فقد يشتري حصصاً في أحد الصناديق الاستثمارية المتخصصة في السندات. أو إن كان يريد تخصيص جزء من رأس ماله لسندات على المدى الطويل، فقد يشتري سندات الخزينة الأمريكية مباشرة من على الإنترنت، أو شراء سندات بعض الشركات القوية والاحتفاظ بها مدة طويلة. إلى جانب ذلك، يجب على المستثمر متابعة أخبار السندات وبالذات قيمة عائد الاستحقاق من وقت لآخر، وكذلك شكل منحنى العائد، والذي كما ذكرنا يساعد على تفسير الحالة الاقتصادية في أي وقت من الأوقات، واتجاه معدل الفائدة. 

نظرة سريعة

هناك اتفاق شبه تام في وجهات النظر الشرعية حول مسألة السندات التقليدية لأنها عبارة عن اقراض مال مقابل فائدة مالية معلومة المبلغ والأجل، فهي بذلك ربا مؤكد. لذا فقد ظهرت في السنوات القليلة الماضية وسائل مالية شبيهة بالسندات تعمل بصورة شرعية مقبولة (ولو إن هناك من يعارض بعضاً من صورها)، وهي تتم بطرق التورق أو الإجارة أو المرابحة أو الاستصناع وغيرها. والفكرة في جميع هذه الطرق أن يتم تلافي الوقوع في الربا، بتحويل عملية الاقتراض النقدي إلى المتاجرة بسلعة معينة، فيتم التمويل النقدي دون وقوع الربا. على سبيل المثال، في أحد صور التورق الإسلامي، يقوم بيت التمويل (كالبנק مثلاً) بالاحتفاظ بكميات كبيرة من سلعة دارجة ومعروفة في مخازن لديه، ويقوم ببيع السلعة على العميل بثمن معين يدرسه العميل ويوافق عليه. بعد ذلك يقوم العميل بتوقيع اتفاقية لسداد قيمة السلعة بشكل آجل أو كأقساط شهرية (ولا هناك شبهة شرعية في ذلك)، ويقوم هو بدوره ببيع السلعة بسعر السوق ويحصل على المبلغ النقدي المطلوب. وهناك شروط يجب أن تنطبق ومنها ألا يبيع العميل السلعة لبيت التمويل نفسه، ولا حتى لأحد يأتي عن طريق بيت التمويل. وفي صكوك الإجارة تكمن الفكرة في أن الاستئجار لأصل من الأصول جائز شرعاً، وبذلك فإن من الممكن اقراض أصول يملكها بيت التمويل بثمن معين مع احتفاظ بيت التمويل بالأصل، ويقوم العميل بتأجير الأصل لآخر بسعر أعلى أو الاستفادة منها مباشرة في تجارته.