

الجدول رقم (11) : بعض مجموعات المؤشرات المشهورة عالميا

عدد الأسهم	وزن السهم	المؤشر	
230	القيمة السوقية	Wilshire 5000 Equity value	
1000 - 3000	القيمة السوقية	الكبرى	مجموعة مؤشرات Russel
2000	القيمة السوقية	الصغرى	
1499	المتوسط الهندسي	Industrials	مجموعة متوسطات خط القيمة
177	الأوزان المتساوية	Utilities	
19	الأوزان المتساوية	Rails	
1695	الأوزان المتساوية	Composite	
1420	القيمة السوقية	Industrials	مجموعة مؤشرات NYSE (تأسست في 1817)
227	القيمة السوقية	Utilities	
48	القيمة السوقية	Transportation	
864	القيمة السوقية	Financial	
2559	القيمة السوقية	Composite	
900	القيمة السوقية	Amex Market Value	مجموعة مؤشرات AMEX (تأسست في 1910)
230	القيمة السوقية	Daw Jones	
5000	القيمة السوقية	Equity value	

المصدر: هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 193 وما بعدها.

الفصل الرابع: طرق التمويل باستخدام الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي

سنحاول في هذه الدراسة التعرف على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي (البورصة) مركزين في ذلك على طرق التمويل بهذه الأدوات وكيفية اتخاذ القرار بهذا الشأن من خلال التطرق إلى كيفية حساب تكلفة التمويل باستخدام هذه الأدوات وذلك من خلال التعرف على الأدوات المالية التالية: الأسهم، السندات، والمشتقات المالية بمختلف أنواعها، ويتم التعرض إلى مفهوما وخصائصها والمعالجات الرياضية التي تتعلق بكل منها كما توضحه المباحث التالية :

المبحث الأول: الأدوات المالية التقليدية

المبحث الثاني: المشتقات المالية

المبحث الأول: الأدوات المالية التقليدية

نقصد بالأدوات المالية التقليدية مختلف الأوراق المالية التي تعودنا على استخدامها في البورصة ومن أهم تلك الأدوات المالية: الأسهم والسندات ، فنتعرف من خلال هذا المبحث إلى مفهوما والقيم التي يمكن أن تأخذها في كل مرحلة من مراحل نشاط الشركة المصدر لها ، كما يزيدنا وضوحا عنها تبيان العلاقات والمعادلات الرياضية الخاصة بطريقة حساب تكلفة التمويل بها ودورها في اتخاذ القرار التمويلي للشركة والمستثمر كما يلي :

المطلب الأول : مفهوم الأسهم العادية

تعتبر الأسهم الأكثر شيوعا واستخداما وهي تمثل جزء أو حصة من رأس المال وتعطي لصاحبها جملة من الحقوق ، بحيث تقوم الشركات المساهمة عادة بإصدار هذه الأسهم التي يكون لها نفس الحقوق والواجبات ويمكن أن نعرف السهم باختصار: بأنه وثيقة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة ويأخذ السهم القيم التالية:

01 - القيمة الاسمية

وهي القيمة التي تدون في وثيقة السهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية منها . لأنها قيمة ثابتة . وعادة ما تحدد معظم الدول حد أدنى لهذه القيمة.

02- القيمة الدفترية:

وهي قيمة السهم الموجود في دفاتر المؤسسة، وتستخرج بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

ونقصد بحقوق الملكية رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح المحجوزة . وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بزيادة نشاط الشركة لأن احتياطاتها وأرباحها تكون مرتفعة. وتقل القيمة الدفترية في الحالة العكسية لذلك فإن نجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للسهم علما بأن القيمة الدفترية للسهم في بداية نشاط الشركة تساوي القيمة الاسمية .

ملاحظة:

تستخدم المعادلة السابقة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، لكن في حالة وجود الأسهم الممتازة في تكوين الهيكل المالي للشركة فتصبح القيمة الدفترية معبر عنها بالعلاقة:

$$\frac{\text{حقوق الملكية} - (\text{حقوق حملة الأسهم الممتازة})}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

03 . القيمة السوقية:

وهي تمثل سعر السهم في السوق أو البورصة وعادة ما تتحدد هذه القيمة السوقية وفقا لعدة معايير ومعطيات نذكر من بينها: القيمة الدفترية، وظروف العرض والطلب في السوق المالي والظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم في الدولة، توقعات المحللين الماليين لمستقبل نشاط وأوضاع الشركة، المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل، نسبة توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة. إذن من المتوقع أن تتغير القيمة السوقية للسهم بالارتفاع أو الانخفاض بسبب تأثيرها بالعوامل السابقة وعادة ما تتقارب القيمة السوقية للسهم بالقيمة الدفترية ويمكن حساب القيمة الدفترية بواسطة مؤشر أو معدل العائد الحقيقي للسهم والذي يحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$\text{معدل العائد الحقيقي للسهم (الفعلي)} = \frac{\text{القيمة الاسمية}}{\text{ق. السوقية}} \times \text{نسبة توزيع الأرباح}$$

03 . القيمة التصفوية:

وهي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية الشركة، وسداد الالتزامات التي عليها (الديون+حقوق حملة الأسهم الممتازة) وعادة فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة لدي المساهمين العاديين حيث لا يحصلون على إلا على جزء ضئيل من القيمة الاسمية لأسهمهم، وقد لا يحصلون على شيء إطلاقا.

ونصيب المساهم العادي من بيع الشركة (القيمة التصفوية) يسمي أو يعبر عنه بالقيمة الحقيقية للسهم، وتستخرج بالعلاقة

الرياضية التالية:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - (\text{حقوق أصحاب الأسهم الممتازة})}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

04 - قيمة السهم حسب العائد:

وهي القيمة التي يبدي المستثمر استعداداه لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد والذي يرغب بالحصول عليه مقابل استثمار أمواله. ويحسب بالمعادلة التالية:

القيمة الاسمية × نسبة التوزيع

قيمة السهم حسب العائد=

العائد المرغوب فيه من قبل المستثمر

ومن مزايا الأسهم العادية نذكر:

- لا تلزم الشركة بدفع أرباح لحملة هذه الأسهم، إلا إذا تحققت واتخذ القرار بشأن توزيعها كلها أو بعضها وبذلك فإنها لا تمثل عبء على الشركة.
 - تعتبر وسيلة تمويل طويلة الأجل والشركة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد لإحصائها.
 - تعتبر الأسهم العادية حق من حقوق الملكية وهي تمثل ضمانا للدائنين.
 - ومن جهة أخرى يأخذ على الأسهم العادية ما يلي:
 - إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسع قاعدة المساهمين العاديين وبالتالي فقدان التحكم والضغط على الإدارة.
 - توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم.
 - إن نسبة توزيع الأرباح التي تقوم بها الشركة لا تخفف من العبء الضريبي مما يكلف الشركة مصاريف عالية.
 - ومن بين الحقوق لحملة الأسهم العادية:
 - الحق في الاشتراك في الإدارة، والحصول على نصيب من الأرباح إذا تحققت، والأولوية في الشراء للأسهم الجديدة المصدرة .
 - الحق في نقل الملكية، أي بيع السهم في السوق المالي بدون أخذ موافقة الشركة أو بقية المساهمين.
 - الحق في الحصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة وذلك بعد وفائها بجميع التزاماتها تجاه الدائنين.
- المطلب الثاني : تكلفة التمويل بالأسهم العادية:
- تمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية نصيب السهم من الأرباح المحققة أو الموزعة وحيث أن أرباح الشركة تنمو خلال السنوات اللاحقة لذا من المنطقي أن تأخذ بالاعتبار معدل نمو الأرباح وتحسب تكلفة التمويل للأسهم العادية بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل} = \frac{\text{الربح المتوقع للسهم}}{\text{سعر السهم السوقي} - \text{مصاريف الإصدار (البيع)}} \times 100 + (\text{معدل نمو الأرباح})$$

ملاحظة:

(الربح المتوقع للسهم = القيمة الاسمية × نسبة التوزيع)

مثال رقم 01 :

سهم عادي قيمته الاسمية 50دج سيعرض للبيع ب46دج عمولة الإصدار 0.8دج ، نصيب السهم من الأرباح الموزعة السنوية 2.25 دج والمطلوب حساب تكلفة التمويل :إذا علمت أن معدل نمو الأرباح 7%.

الحل:

بتطبيق المعادلة السابقة نجد :

$$\text{تكلفة التمويل للسهم العادي} = \frac{2,25}{0,8 - 46} \times 100 + 7\% = 11,97\%$$

ونقول أن السهم الذي قيمته الإسمية 50 دج يكلف الشركة 11,97% .

مثال رقم 02 :

سهم عادي قيمته الاسمية 2دج، السعر السوقي 4 دج، تتوقع الشركة أن توزع أرباحا لكل سهم بمعدل 25%، مصاريف البيع 8%، كما أن الأرباح تنمو بمعدل 8%. والمطلوب حساب تكلفة التمويل.

الحل:

تحسب تكلفة التمويل بتطبيق نفس العلاقة السابقة كما يلي :

$$\text{تكلفة التمويل للسهم العادي} = \left(\frac{2,25 \times 2}{(4 \times 0,8) - 4} \right) \times 100 + 8\% = 21.58\%$$

سهم عادي قيمته الاسمية 40 دج مساوية للقيمة السوقية، الأرباح الموزعة: 2.5 د/ للسهم، والأرباح تنمو بـ 7% سنويا، مصاريف البيع 0.75 دج. والمطلوب حساب تكلفة التمويل في هذه الحالة ؟ وكذا سعره السوق في نهاية السنة الأولى والثانية... وحتى الخامسة ...

الحل :

01 . حساب تكلفة التمويل :

باستخدام العلاقة السابقة لحساب تكلفة التمويل نجد :

$$2.5$$

$$\text{تكلفة التمويل للسهم العادي} = 100\% + 7\% = 13.37\%$$

$$0.85-40$$

02 . يحسب السعر السوقى للسهم في نهاية أي سنة باستخدام العلاقة التالية:

نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في تلك السنة

= سعر السهم في نهاية السنة

تكلفة التمويل – معدل نمو الأرباح

إذن المتغير المهم في هذه العلاقة هو نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية كل سنة (البسط)، ويحسب هذا الأخير كما يلي :
نصيب السهم من الأرباح المتوقعة = (نصيب السهم من الأرباح الموزعة) + [نصيب السهم من الأرباح الموزعة] × (معدل نمو الأرباح) × (عدد السنوات)]

← إذن نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية السنة الأولى يساوي:

$$2.5 + (1 \times 0.07 \times 2.5) = 2.67 \text{ دج}$$

$$\text{وبالتالي سعر السهم في نهاية السنة الأولى} = \frac{2.67}{0.07 - 0.1336} = \frac{2.67}{0.0636} = 41.98 \text{ دج}$$

ونصيب السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية السنة الثانية يساوي:

$$2.5 + (2 \times 0.07 \times 2.5) = 2.85 \text{ دج}$$

وكذلك سعر السهم في نهاية السنة الثانية =

$$2.85$$

$$= 44.74 \text{ دج}$$

$$13.37 - 0.07$$

وبنفس الطريقة بالنسبة لباقي السنوات:

مؤشرات أخرى لعائد السهم العادي:

يقاس عائد السهم العادي بأحد المقاييس الآتية نذكر منها:

1. نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة.

2. نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة.

3. الربح الجاري للسهم.

4. الربح فترة الاقتناء.

وفيما يلي شرح لمحتوي كل منها مع توضيح العلاقات الرياضية لحسابها:

01- نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة :

ويحسب بالعلاقة التالية:

صافي الربح الخاص بالمساهمين العاديين

= نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة

عدد الأسهم العادية

و يوضح هذا المقياس الأرباح المحققة التي هي من نصيب المساهمين العائدين ويلعب هذا المقياس دور هام في تحديد سعر السهم، ونظرا لهذه الأهمية فإن عادة ما يقوم الشركات بمحاولة العمل على رفع هذا العائد. وترجع أهميته من حيث أنه عامل هام من جملة العوامل التي يأخذها المستثمريين الاعتبار عند اتخاذ قراره بالاستثمار في سهم معين.

02- نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

يقيس هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المساهم فعلا من الأرباح ويستخرج بالمعادلة التالية:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{صافي الأرباح الموزعة على المساهمين العائدين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ملاحظة:ويمكن حساب نصيب السهم من الأرباح الموزعة بالعلاقة التالية:

$$\text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة} = \text{القيمة الاسمية} \times \text{نسبة التوزيع.}$$

وليس من الضروري أن يتساوي نصيب السهم من الأرباح المحققة مع نصيب السهم من الأرباح الموزعة، ويرجع الاختلاف إلى أن الأرباح الموزعة هي جزء من الأرباح المحققة، حيث يتبقى جزء من هذه الأخيرة على شكل احتياطات أو أرباح محجوزة. ولذلك فمن المتوقع أن يكون نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة أكبر من نصيبه من الأرباح الموزعة.

03 - الربح الجاري للسهم:

نقصد بالربح الجاري للسهم عائد السهم أو نصيبه من الأرباح الموزعة مقارنة بالأسعار العادية في السوق، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{سعر السهم الجاري في السوق}} \times 100\%$$

04-الربح فترة الاقتناء:(الحيازة).

الربح فترة الاقتناء نقصد به أنه عندما يشتري المستثمر سهما أو سنداً بمبلغ معين ثم يريد بيعه بعد ذلك فإن العائد فترة اقتناء أو امتلاكه (الفترة الممتدة بين عملية الشراء والبيع للسهم)

يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{الربح فترة الاقتناء} = \frac{[\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}] + \text{الأرباح الموزعة خلال تلك الفترة}}{\text{سعر الشراء}} \times 100\%$$

ملاحظة: قد يحقق المستثمر أو المساهم خسارة في حالة انخفاض أسعار السهم في السوق فيضطر إلى بيعه بسعر منخفض، وخاصة إذا كانت الشركة توزع الأرباح بنسبة قليلة.

مثال 1:

تخصص إحدى الشركات أرباح لحملة الأسهم العادية والتي تقدر بـ 46400 د.ج، فإذا علمت أن عدد الأسهم العادية هو 50000 سهم. أحسب نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة؟

الحل: 46400

نصيب السهم العادي = = 0.928 دج

50000

مثال 2:

توزع الشركة أرباحا على المساهمين العائدين بنسبة 20% فإذا كانت القيمة الاسمية للسهم العادي 1,25 د.ج، فما هو نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة؟

الحل:

نصيب السهم من الأرباح الموزعة = القيمة الاسمية × نسبة التوزيع.

$$= 1.25 \cdot 20\% = 0.25 \text{ دج}$$

مثال 3:

إذا كان نصيب السهم من الأرباح الموزعة 0.22 دج ويبيع في السوق 4.25 دج ، أحسب الربح الجاري لهذا السهم.

$$\text{الحل: } 0.22$$

$$\text{الربح الجاري للسهم} = 100\% - 5.176\%$$

$$4.25$$

مثال 4:

اشترى مستثمر سهم بـ 14 دج ، وقد وزعت الشركة أرباحاً بمعدل 7% وبعد فترة لاحقه باع المستثمر سهمه بـ 16 دج ، علماً بان القيمة الاسمية لهذا السهم = 11 دج. أحسب الربح خلال هذه الفترة؟

$$\text{الحل: } [14 - 16] + 0.07 \cdot 11$$

$$\text{الربح لفترة الاقتناء} = 100\% - 19.79\%$$

$$14$$

مثال 5:

اشترى مستثمر سهم بـ 1.75 دج ، وقد حققت الشركة خسارة ولم توزع أرباحاً وبعد فترة لاحقه باع المستثمر سهمه بـ 1.35 دج ، أحسب الربح خلال هذه الفترة؟

$$\text{الحل: } 0 + [1.75 - 1.35]$$

$$\text{الربح لفترة الاقتناء} = 100\% - 22.86\% \text{ بالسالب}$$

$$1.75$$

ويفسر السالب بأن المستثمر خسر بمعدل 22.86% من أمواله التي استثمرها في ذلك السهم

ثانياً . الأسهم الممتازة:

يحمل السهم الممتاز بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند، فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الأرباح بحد أعلى أو أدنى وهو بذلك يشبه للسند، كما أنه يمثل جزء من الملكية يحق لحامله المشاركة في الأرباح المتحققة وهو بذلك شبيه بالأسهم العادية. فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها المؤسسة ويحق لحامله بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من المشروع، وتمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بعدة مزايا، من أهمها: عند تصفية المشروع لسبب ما فإنه يجب إعطاء الأولوية في السداد لحملته، كما يحق لحامله أن يحصل على قدر من الأرباح قبل الأسهم العادية إذا تحقق فعلاً ربح يسمح بذلك .

والجدير بالذكر أن الأسهم الممتازة تعطي ميزة للشركة المصدرة لها، وكذا بالنسبة للمستثمر فيها:

بالنسبة للشركة المصدرة لها :

وتتمثل بأن حملة هذه الأسهم لا يحق لهم الاشتراك بالإدارة ، وهذا مما يضمن بقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد حملة الأسهم العادية ، وهذه الصفة تشبه السندات والقروض ، ومع ذلك لا تحتاج الشركة إلى رهن أصولها أو تقديم ضمانات لهذه الأسهم ، بما أن الأسهم الممتازة تمثل جزء من الملكية فغنه لا يوجد تاريخ محدد لتسديدها.

بالنسبة للمستثمر:

يمكن تلخيصها كما يلي:

- أن الشركات عندما تصدر هذا النوع من الأسهم فإنها تصدرها بما يتناسب و رغبات بعض المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل ثابت وبدون خطورة.

- من ناحية أخرى فإن حملة الأسهم يحصلون على قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية ولهم الحق أيضا في الحصول على أرباح قبل أية توزيعات على الأسهم العادية.

ومن أهم العيوب نذكر:

- بالنسبة للشركة:

- التوسع في إصدار الأسهم الممتازة سيكلفها كثيرا، إذا ما قورنت بالسندات.

- أرباح الأسهم الممتازة لا تعتبر مصاريف لغايات الضرائب، أي لا تخفض من العبء الضريبي (نسبة الضريبة لا تتغير) وبالتالي لا ينتج أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم الممتازة. لذلك فإن استعمال الأسهم الممتازة كمصدر تمويل غير شائع كثيرا.

- بالنسبة للمستثمر.

- يواجه المستثمر مخاطر مثله مثل المساهم العادي، حيث أن أسعار الأسهم الممتازة تتغير مثلها مثل الأسهم العادية بعكس السندات ذات القيمة الثابتة تقريبا.

- كما أن المستثمر لا يحق له المشاركة بالإدارة.

ملاحظة:

يمكن للأسهم الممتازة التحويل إلى أسهم عادية إذا كان ذلك منصوص عليه في شروط الإصدار معنى ذلك إذا كانت هناك موافقة من حاملي هذه الأسهم الممتازة والشركة المصدرة لها .

وعند دراستنا لموضوع الأسهم الممتازة يطرح أمامنا السؤال التالي :

ما هي أسباب توسع الشركة في إصدار الأسهم الممتازة ؟.

إن أصحاب هذه الأموال ليس لهم أية حقوق في إدارة الشركة ، بالإضافة إلى ذلك فإن إصدار مثل هذه الأسهم يساعد الشركة في تنوع ملكيتها (المتاجرة بالملكية) أو حتى لا تكون ملكية المشروع كلها أسهم عادية .

إلا إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة قد تكون مرتفعة أو أعلى من تكلفة التمويل بالسندات ، وبما أن الأسهم الممتازة لا تستحق فإن الشركة تعطي لنفسها المرونة الكافية في التمويل بتطبيق بند استدعاء في عقد إصدار الأسهم الممتازة ، لهذا السبب فإن معظم إصدارات الأسهم الممتازة هي من النوع القابل للاستدعاء حيث يجب أن تأخذ بعين الاعتبار أن يكون سعر الاستدعاء أعلى من سعر الإصدار حتى لا تلحق الخسارة للمستثمر.

خلاصة:

يمكن إجراء مقارنة بسيطة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية نلخصها في النقاط التالية:

1. الأسهم الممتازة أقل استخداما وشيوعا من الأسهم العادية.
2. صاحب الأسهم الممتازة لا يشارك في الإدارة عكس الأسهم العادية.
3. يحق لأصحاب السهم العادية الحصول على أرباح إذا حققت الشركة ذلك وصدر قرار بشأن توزيعها. في حين أن لأصحاب الأسهم الممتازة حق الحصول على نسبة ثابتة في الربح إذا سمحت أرباح الشركة بذلك (ممكن أن تلحق الخسارة بأصحاب الأسهم الممتازة إذا حققت الشركة خسارة في المشروع).
4. عند تصفية الشركة لأي سبب فإن لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في السداد أما الأسهم العادية فلا تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية إلا بعد سداد الالتزامات جميعها.
5. تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة أكثر من الأسهم الممتازة .
6. يجوز أن تكون حقوق الملكية أسهم عادية في حين لا يمكن أن تتصور حقوق الملكية أسهم ممتازة. وتعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة بالنسبة للمستثمر من الأسهم العادية.

ملاحظة هامة جدا:

يتم استخدام نفس العلاقات المستخدمة في حساب تكلفة التمويل بالنسبة للأسهم الممتازة كما تطرقنا إليها سابقا عند دراستنا لموضوع الأسهم العادية .

ثالثا . السندات

السند هو شهادة دين يتعهد بموجها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة في فترات محددة .

ويطرح السند للاكتتاب بقيمة تسمى القيمة الاسمية ، ويلتزم مصدر السند بدفعها مع الفائدة . نسبة ثابتة . لحامله في فتراتها المحددة حتى تاريخ الاستحقاق وعادة ما تكون سنوية أو نصف سنوية ، ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من السندات وفقا لفترات استحقاقها : قصيرة الأجل متوسطة الأجل ، طويلة الأجل .

01 . طرق تسديد السندات

عندما يحين موعد الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمتها إلى حملة السندات، وفي هذا الخصوص هناك عدة أساليب لوفاء الجهة المصدرة بقيمة السندات المستحقة وهي كالتالي :

أ . الوفاء الإلزامي

يعني إعادة شراء السندات من حملتها خلال فترة استحقاق السند ويكون ذلك منصوص عليه في نشرة الإصدار، وبإمكان المقترض القيام بهذا الوفاء بطريقتين :

أ- صناديق الاستهلاك: وبموجبها يقوم المقترض باسترداد جزء من الإصدار خلال فترات زمنية محددة، وعادة ما يتم تحديد المبالغ التي سيقوم المقترض باسترجاعها أما عن طريق القرعة أو الشراء من السوق الثانوي.

ب- صناديق الشراء: وبموجبها لا يستطيع المقترض أن يقوم بشراء جزء من الإصدار إلا من خلال الأسواق الثانوية ويترك الخيار هنا للمستثمر لبيع السندات التي يحملها .

ويتصف هذا النوع من الوفاء بعدة مزايا وعيوب بالنسبة للمستثمر نلخصها كما يلي :

• المزايا:

- تدعيم السعر السوقي للسند
- تدعيم موقف المقترض من ناحية القدرة على السداد لالتزامه باسترجاع جزء من الإصدار قبل استحقاق السند.
- تقليص متوسط فترة استحقاق السند وبالتالي الحد من تذبذب سعره .

• العيوب:

- يتعرض المستثمر للخسارة في حالة اقتناؤه لسند يفوق سعره ، سعر استدعائه من قبل المقترض حسب شروط صندوق الاستهلاك.
- يتعرض المستثمر لفقدان جزء من سنداتة إذا تعرض لعمليات الاستدعاء بالقرعة .

ب . الاستدعاء أو الوفاء الاختياري:

ويقصد به السماح للمقترضين بإعادة شراء السندات من حملتها خلال فترة استحقاق السند بسعر ثابت أعلى من سعر الإصدار يتناقص سنويا بحسب ما يكون منصوص عليه في نشرة الإصدار، لذا يجب على المستثمرين أن يتفحصوا بعناية نشرة الإصدار لعدم التعرض للخسارة فيما لو تم الاستدعاء وخصوصا عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة في السوق ، حيث أنه في هذه الحالة يكون الاستدعاء في مصلحة المقترض بهدف إعادة التمويل .

ج . البيع الاختياري من قبل حامل السند

يستطيع حامل السند إرجاع سنداتة إلى المقترض وقبض قيمتها الاسمية في تاريخ وسعر محدد وذلك حسب ما هو منصوص عليه في نشرة الإصدار. وفي بعض الأحيان تلجأ الشركة أن تطرح سندات جديدة بفائدة أقل من السابق وتسدد بالمبالغ المتجمعة على فرق الفائدتين قيمة السندات المستحقة عليها وبذلك تقل مصاريف الشركة نسبة إلى السنوات القادمة ويبقى رأس المال على حاله دون أن ينقص وهذا ما يساعد على تسديد قيم السندات المستحقة .

ملاحظة

لا يمكن لهذه الطريقة أن تنجح إلا إذا كان وضع الشركة ناجحا أما إذا كان وضعها سيئا فلا يفيد طرح سندات جديدة لتسديد السندات القديمة لأنها لا تجد المشتري لهذه السندات إلا إذا كانت الفائدة المعروضة أكبر مما كانت عليه سابقا .

02 . مخاطر الاستثمار في السندات

يوفر السند لحامله المميزات التالية :

أ. ثبات واستمرارية العائد

ب - الأمان في استرداد المبلغ المستثمر.

ولكن مقابل هاتين الميزتين فإن هناك مخاطر يتعرض لها حملة السندات نلخصها كما يلي :

أ. مخاطر تقلب أسعار الفائدة

وهي التي تتعلق بهبوط أسعار السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم. والأكثر تعرضا لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل .

ب . مخاطر السيولة

تفتقد السندات لخاصية السيولة إذا كان حجم الإصدار ضئيلا أو إذا كانت درجة ملاءة الإصدار متدنية حيث يتعرض المستثمر إلى مخاطر الإفلاس وعدم السداد .

ج . مخاطر الاستثمار

ونعني بها قابلية المستثمر إعادة الاستثمار للقيمة الاسمية والفائدة على السند بعوائد مجزية والأكثر تعرضا لهذه المخاطر هم حملة السندان قصيرة الأجل ذات معدلات فائدة مرتفعة ، حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس العائد في حالة انخفاض معدلات الفائدة.

د . مخاطر استدعاء السندات

يتعرض المستثمر للخسارة في حالة اقتناءه لسند يفوق سعر استدعائه من قبل المقترض وتأخذ هذه المخاطر أهمية أكثر عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة في السوق.

03 . تكلفة التمويل بالسندات

تتحمل الشركة عندما تصدر سندات مجموعة من المصارف نلخصها كما يلي :

- المصاريف التي تتكبدها لإجراء الدراسات اللازمة وتلك التي تنفقها لأغراض الحصول على موافقة الهيئة العامة ونفقات الطباعة والإعلان عن الإصدار.
- الرسوم المرتبطة برهن الصول وخاصة إذا ارتبطت عملية الإصدار بشرط رهن بعض ممتلكات الشركة والعمولة التي تدفعها الشركة لقاء قيام الجهات المكلفة بإصدار السندات والتي هي غالبا عمولات تتقاضاها الشركات المالية وفروعها .
- مصاريف أخرى تتمثل بالفرق بين القيمة الاسمية للسندات والمبالغ المحصلة من هذه السندات مقسومة على عمر السند.
- إضافة إلى ما سبق تتحمل الشركة المصدرة للسند فائدة السند.

المبحث الثاني المشتقات المالية

المشتقات المالية: هي أصول أو قيم يتم تداولها في البورصة ، وتشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة - الأسهم والسندات . فهذه الأخيرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات، وتتمثل عقودها أساسا في : عقود الخيارات العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة ، والتي نوضحها تفصيلا من خلال العناصر التالية :

المطلب الأول: حقوق الاختيار Options:

نوضح ذلك من خلال التالي:

أولا . مفهوم حقوق الاختيار

تعتبر حقوق الاختيار واحدة من الأدوات الاستثمارية الهامة التي يستخدمها المستثمرون لحماية استثماراتهم من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية. كما أنها تمثل أحد السبل التي يلجأ إليها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح ، وهناك نوعان من حقوق الاختيار:

01 . الاختيار الأوروبي : و يمثل عقداً يعطي بموجبه لمشتري الاختيار Buyer الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الاختيار (المحرر) Writer وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقاً على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاؤ الحق والمتفق عليه بين الطرفين.

02 . الاختيار الأمريكي: ويختلف حق الاختيار الأمريكي من جهة أن تنفيذه يمكن أن يتم في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه ضمناً.

وحق الاختيار يتعامل مع سعرين وهما: