

	المحاضرة الأولى	
	سوق السندات الدولية	

أولاً. تعريف السندات: السند هو مستند مديونية يصدر بقيمة اسمية ومعدل فائدة اسمي ولما يوضع في التداول يصبح له قيمة سوقية ومعدل فائدة سوقي وله تاريخ استحقاق محدد، يباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على الأموال ويكون مالك السند (المستثمر) هو الدائن للشركة وليس مالك في الشركة كما هو الحال في الأسهم. يتعهد المصدر (بائع السند) بدفع إلى المستثمر (حامل السند) سلسلة من الدفعات النقدية بشكل دوري (6 أشهر/سنة) بالإضافة إلى القيمة الاسمية للسند عند نهاية عمر السند.

مثال: إذا قامت شركة بإصدار سند مدته 20 سنة وبسعر فائدة 12% وقيمة اسمية 1000 دولار وتتم الدفعات بشكل سنوي. معنى ذلك أن هذه الشركة ستدفع للمستثمر كل سنة 120 دولار لمدة 20 سنة بالإضافة إلى مبلغ 100 دولار مع نهاية السنة 20.

والسندات كما هو معروف على عدة أنواع حسب المعيار المتخذ للتصنيف، وتماشياً مع ما هو مقرر في هذه المادة فإن السندات التي سنركز عليها هي السندات الدولية. وهي أوراق مديونية تصدرها الحكومات والشركات المختلفة من أجل الحصول على مبالغ مالية بعملة معينة من أسواق غير أسواقها المحلية.

العائد حتى الاستحقاق Yield To Maturity

يخبرك العائد حتى تاريخ الاستحقاق بإجمالي العائد الذي ستلقاه نظير احتفاظك بالسند حتى تاريخ استحقاقه. إن العائد عند الاستحقاق يعادل كافة الفوائد التي تتلقاها من وقت شراءك للسندات حتى تاريخ استحقاقها بالإضافة إلى أي مكسب (إذا اشتريت السند بأقل من قيمته الاسمية) أو خسارة إذا اشتريت السند بأعلى من قيمته الاسمية.

$$YTM = I + (M - P_0) / n / (M + P_0) / 2$$

I: الفائدة المدفوعة سنوياً.

M: القيمة الاسمية للسند.

P0: القيمة السوقية للسند.

n: الفترة المتبقية حتى استحقاق السند.

مثال: القيمة الاسمية للسند: \$1000

معدل الكوبون: 10%

القيمة السوقية للسند: \$1120

ما هو العائد التقريبي حتى الاستحقاق؟

$$YTM = \frac{100 + (1000 - 1120)/7}{(1000 - 1120)/2} = 7,8\%$$

ثانياً. أقسام سوق السندات الدولية: إن سوق السندات الدولية يتكون من قسمين رئيسيين هما:

- **سوق السندات الأجنبية:** سوق السندات الأجنبية FOREIGN BOND MARKET ، وهي السوق التي يتم فيها تداول السندات المصدرة من قبل مقترضين غير مقيمين في القطر بعملة القطر ذاته. ومن أبرز الأمثلة على أدوات هذه السوق السندات المتداولة في سوق السندات الأمريكية والتي يطلق عليها YANKEE BONDS، ويطلق على شبيهة هذه السندات في اليابان والمصدرة بالين اسم SAMURAI BONDS، أما السندات المماثلة في بريطانيا فيطلق عليها BULLDOG BONDS، ميزة هذا النوع من السندات هو أنه يتيح مرونة للشركات والحكومات المصدرة له حيث يمكنها إصدار عدة سندات وبعملات مختلفة في عدة أسواق في آن واحد، وتوظف حصيلة هذه السندات بشكل أساسي في البلد التي تم فيه الإصدار. وعادة تلجأ الشركات المتعددة الجنسيات إلى إصدار هذا النوع من السندات من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية لفروعها المتواجدة في ذلك البلد، كمثال شركة أمريكية تصدر سند بالين ويبيع في اليابان فهي سندات أجنبية، وعلى الجهات التي أصدرت هذا النوع من السندات أن تخضع للإجراءات المتبعة في بلد الإصدار؛
- **سوق السندات الأوروبية (EUROBONDS):** السندات الأوروبية هي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم وفي أسواق رأس المال لدول أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب. مثال: فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها في أسواق رأس المال بلندن فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أوروبية، وعادة ما تتولى تجمعات مصرفية دولية إدارة هذا الإصدار (Syndicat).

ثالثاً. **سعر الفائدة على السندات:** تصدر السندات بعدة أنواع من حيث سعر الفائدة:

- **السندات ذات معدل الفائدة الثابت حتى تاريخ الاستحقاق:** هي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على فائدة سنوية محددة منذ الإصدار، إضافة إلى تسديد المبلغ الأصلي عند حلول تاريخ الاستحقاق.
- **السندات ذات معدل الفائدة المتغيرة Floating-Rate Notes:**

تحمل معدل فائدة يقاس على أساس مرجعي عادة ما يكون معدل السوق النقدية فيما بين البنوك (LIBOR)، إضافة إلى هامش معين يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله.

• السندات القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Bonds :

هي تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة، وبذلك يصبح من ملاكها أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم، وقد تصدر هذه السندات بمعدل فائدة ثابتة أو متغيرة، وتتم هذه العملية وفقا لشروط محددة مقدما. حيث يتضمن عقد الإصدار عدد الأسهم الممكن الحصول عليها في مقابل كل سند وكذلك طريقة حساب سعر التحويل.

• السندات الصفرية Zero Coupon Bonds :

لا يترتب عن هذا النوع من السندات دفع أي فائدة طيلة حياته وإنما يحصل المستثمر على الفوائد عند تاريخ الاستحقاق، والتي تمثل الفرق بين سعر البيع في البورصة والقيمة الاسمية للسند. فالسند يباع بخصم من قيمته الاسمية فإذا كانت القيمة الاسمية للسند 1000 دينار بينما قامت الشركة ببيع السند بمبلغ 600 دينار وكانت مدة السند 5 سنوات. فإن المستثمر لا يحصل على أي فوائد إلا بعد مرور 5 سنوات وهو الفرق بين القيم الاسمية للسند والقيمة البيعية للسند.

• السندات الدولية ذات العملات المزدوجة Dual-Currency Bonds :

هي سندات ذات عائد ثابت تصدر بعملة معينة (الين الياباني مثلا فهنا القيمة الاسمية للسند بالين) ويدفع الكوبون للسند بنفس العملة التي تم اصدار السند بها وعند تاريخ الاستحقاق يتم رد قيمة السند بعملة أخرى بخلاف العملة التي أصدر بها السند (الدولار مثلا).

رابعا. إصدار السندات الدولية:

إنّ عملية إصدار السندات الدولية في السوق الأولى عادة ما تتم وفق المراحل التالية:

- المرحلة الأولى: وهي قيام الجهة المصدرة مهما كان نوعها بالبحث عن بنك لإدارة إصداره، وعادة ما يكون من البنوك الدولية المعروفة والكبيرة الحجم ومن لديها سمعة جيدة في هذا الجانب، حيث يتم التفاوض على كل الأمور المتعلقة بالسند وبالتكاليف... إلخ. لا يقبل البنك المعني على أن يكون المصرف المدير لإصدار سند دولي إلا إذا وافق مصدر السند على حصوله على تقدير الجدارة الائتمانية، والتي يجب أن تقيم من قبل أحد وكالات التصنيف المستقلة والمعترف بها دوليا. والتصنيف الائتماني هي درجة تظهر حكم وكالات التصنيف الائتماني العالمية على مدى قدرة دولة أو مؤسسة ما على سداد ديونها أو ما يعرف بالجدارة الائتمانية.

المرحلة الثانية: بعد قبول البنك المدير Lead Manager لبنني الإصدار الدولي من السندات فإنه يقوم بتشكيل

اتحاد دولي متعدد الجنسيات من البنوك لترتيب الإصدار وبيعه، ويتكون من الأطراف التالية:

• **البنك المدير:** وهو البنك الأكبر من حيث الحجم والموارد والذي سي أرس المجموعة والذي وقع عليه الاختيار من قبل المصدر وهو متعهد الإصدار الرئيسي ويمارس المهام التالية:

- تقييم الجدارة الائتمانية للمصدر وتقديم الاستشارات للمصدر في مجال الإصدار؛
- التفاوض مع المصدر على مبلغ القرض والتكاليف وتوقيت الإصدار؛
- التنسيق بين مجموعة الإدارة ومتعهدو الإصدار والبائعين؛
- يضمن الاتصال مع مختلف الهيئات نيابة عن المصدر؛
- يحضر مع المستشار القانوني مختلف الوثائق المتعلقة بالإصدار؛
- يضمن الاتصال ما بين المصدر وباقي أطراف الإصدار.

المرحلة الثالثة: وهي قيام الاتحاد المصرفي الذي تم تكوينه من البنوك أعلاه بجمع القرض المشترك والذي يمثل قيمة الإصدار وبالتالي تحصل الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة على الأموال من أجل تمويل احتياجاتها، دون انتظار بيع السندات الدولية للمستثمرين النهائيين؛

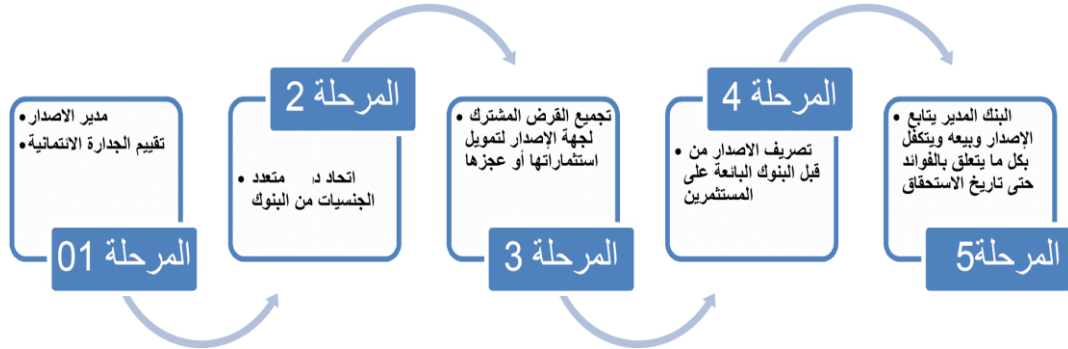
القرض المشترك: هو دين يوضع تحت تصرف مقترض معين من طرف مجموعة بنوك تغرف ب Syndicat بشروط مدرجة في القانون الأساسي المشترك لهذه البنوك، القروض الأوروبية المشتركة هي قروض تمنح من مجموعة بنوك بعملة أجنبية حتى وإن اشترك في منح هذه القروض بنوك محلية.

المرحلة الرابعة: وهي قيام البنك المدير بتعيين مجموعة البنوك البائعة Selling Group تتضمن بنوك دولية أو محلية والتي تتولى عملية بيع السندات الدولية إلى العملاء، وقدرة هذه البنوك على التسويق تعد عاملا مهما وحيويا في نجاح الإصدار الجديد، غير أن الخطورة تكمن في أن أغلب البنوك والمؤسسات المالية البائعة قد لا تتابع عملية بيع السندات حتى آخرها وهنا يكون متعهد الإصدار الأول وهو التجمع المصرفي مجبرا على إعادة توزيع كل السندات غير المباعة أو بيعها مباشرة وهو ما يخلق مشاكل تصنيف في السوق ويرفع تكاليف التوزيع، ولهذا عادة ما يلجأ متعهدو الإصدار إلى استعمال تجربتهم في هذا المجال حيث يبيعون حجم أكبر من السندات إلى بائعين سبق وأن تعاملوا معهم ويتميزون بالانضباط. وتنتهي السوق الأولية للسندات الأوروبية مع تسليم عائدات بيع السندات للجهة المصدرة وتسلم السندات من قبل الجهة المشترية. وللعلم فسندات اليورو عادة ما يتم إدراجها في أحد البورصات والتي تكون في الغالب هي بورصة لندن ولكسمبورغ وذلك للأسباب التالية:

- ليتمتعوا بالإعفاءات الضريبية والرسوم؛
 - المستثمرين مسموح لهم في الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة فقط؛
 - لإعطاء مصداقية أكبر للورقة المالية.
- غير أن المختصين يرون أنه رغم تسجيل سندات اليورو في البورصة إلا أن أغلب المعاملات عليه تتم خارج البورصة.

المرحلة الخامسة: وهي قيام البنك المدير بمتابعة الإصدار من السندات الدولية إلى غاية تاريخ الاستحقاق، وفي ذلك الوقت ينتهي دوره التعاقدية مع الجهة المصدرة للسندات الدولية.

الشكل 01: مراحل إصدار السندات الدولية



خامسا: فوائد الاستثمار في أسواق السندات الدولية:

- **تعدد عملات الإصدار:** تصدر السندات الدولية بعملة مختلفة كالدولار واليورو والجنه الإسترليني والين الياباني وغيرها، ويبقى للجهة المصدرة له اختيار العملة التي هي بحاجة إليها كما أن المقترض من مصلحته الاقتراض بعملة يتوقع أن ترتفع أسعار صرفها لأنه سيحصل على عملة وطنية كثيرة مقابل العملة الأجنبية التي أصدر بها السند ولكنه عند الإرجاع يدفع وحدات أقل من عملته الوطنية للحصول على نفس المقدار من العملة الأجنبية؛ والعكس بالنسبة للمقرض أي الذي أشتري السند فمن مصلحته أن تنخفض سعر عملة السند لأنه سيحصل على عملة وطنية أكبر عند تاريخ الاستحقاق؛
- **الحجم الكبير:** إن سوق السندات الدولية يتيح جمع المدخار وإعادة توزيعها على نطاق دولي بالشكل الذي يلي الحاجة للتمويل من طرف الجهات السيادية وبخاصة الحكومات، كما يوفر التمويل للشركات المتعددة الجنسيات التي تمتاز بضخامة الحجم وتتجاوز حاجتها لتمويل سوقها الوطني؛
- **السيولة العالية:** تمتاز سوق السندات الدولية بالسيولة العالية وإمكانية تحويلها إلى نقد عن طريق بيعها عند الحاجة وتكون السندات مكفولة ومضمونة من قبل الجهة التي أصدرتها سواء الحكومات أو غيرها؛

سادسا: مخاطر الاستثمار في السندات الدولية: مثلما أن السندات الدولية لديها إيجابيات فهي كذلك تحمل العديد من المخاطر منها:

- **التعرض لمخاطر تقلبات سعر الصرف:** السندات الدولية مقومة بعملة مختلفة وهو ما يجعلها رهينة التقلبات التي تحدث في هذا السوق بالشكل الذي يؤثر على قرارات المستثمرين، كما أن تضرر عملة ما قد يؤدي بسلطانها المالية إلى اتخاذ إجراءات من شأنها أن تؤثر سلبا على السندات الدولية المقومة بها؛

- يتعرض المستثمر المقرض لخسارة عندما يكون تاريخ استحقاق السندات الدولية في وقت يعرف فيه الاقتصاد الدولي حالة من التضخم وانخفاض القدرة الشرائية للنقود مما يؤدي إلى استرجاع قدرة شرائية أقل. ونستنتج من هذا أن سوق السندات الدولية مرتبط جوهريا بما يسود سوق العملات الدولية من مظاهر الاستقرار أو عدم الاستقرار وذلك من حيث العرض والطلب أو من حيث أسعار الفائدة لمختلف الآجال.