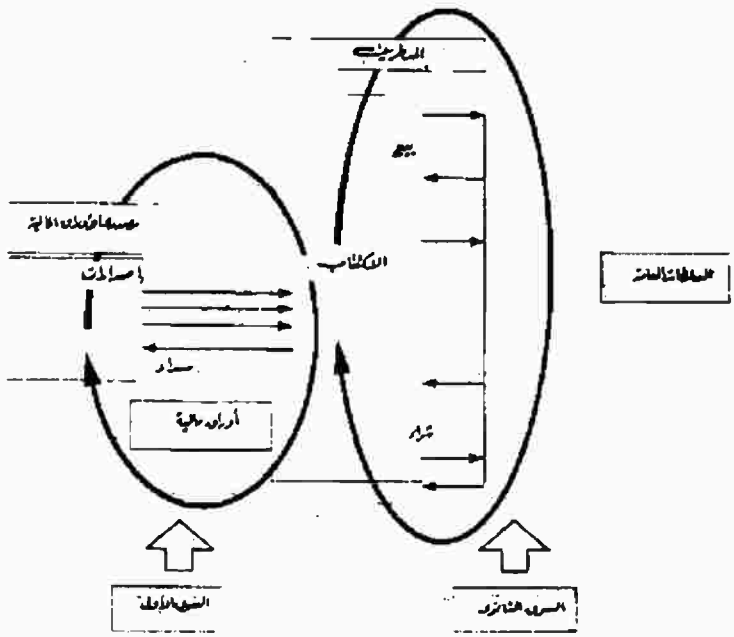
الفصـــل الثانـــى
تعريف البورصة

لا تخرج أدوات تمويل الاقتصاد القومى ، والتى تعد فى نفس الوقت وسيلة الاستثمار الممكنة للمدخرين، عن أوراق مالية (صكوك) تمثل حقوق حامليها على مصدريها سواء كانوا شركات أو حكومات.

وقبل تناول طبيعة الأوراق المالية ، فمن المهم توضيح الإطـــار العام لبورصات الأوراق المالية والذى يمكن تصويره فـــى الشـــكل رقم (١) .



البورصات .. لماذا ؟

بورصات الأوراق المالية هى أسواق لتـــداول الأوراق الماليـــة (أسهم ، سندات ...) تصدرها الشركات أو الحكومات ، بين مجموعة من السماسرة ومندوبيهم والوسطاء . وحيث يـــتم التعامـــل بـــالبيع والشراء على هذه الأوراق ، فى ساعات محددة ، والبورصـــة هـــى سوق مالى ، وتعد أهم أجهزة الأسواق المالية.

وتهدف البورصات إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام فى عمليات الاستثمار والتنمية ، فتمد المشروعات بالتالى بالموارد المالية اللازمة للاستثمار فى النشاط الإنتاجى أو فى إضافة وحدات إنتاجية جديدة . وعن طريق البورصات تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة ، ولتمويل أهداف التنمية بواسطة إصدار سندات طويلة الأجل ، والأذونات التى تصدرها على الخزانة العامة بالقروض قصيرة الأجل .

والبورصة سوق مثالى تتحقق فيه المنافسة الحرة ، وتتحدد فيه الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب .

وتلعب البنوك دوراً متعدد الجوانب فى عمليات البورصة ، فهى توفر الخدمات لأطراف التعامل فى البورصة وهم الجهات المصدرة للأوراق المالية عن طريق تمكنهم من الإصدار خلالها ، وأفراد الجمهور الذين يطلبون من البنوك ــ باعتبارهم عملاء لها ــ تنفيذ أوامر البيع أو الشراء أو مجرد المشورة الفنية التى تمتد إلى إدارة محافظ أوراقهم المالية . وتقوم البنوك بتمويل التعامل فى البورصة عن طريق تقديم التسهيلات اللازمة لأطراف التعامل . وفوق ذلك، فأن وجود البورصة يمكن البنوك من توظيف أموالها ، بالإضافة إلى ما تمثله من وعاء كبير فى إدارة صناديق الاستثمار .

ابتداء يقوم مصدرى الأوراق المالية **Issuers** بعرض أوراقهم على المدخرين للأكتتاب فيها . هذا اللقاء بين المصدرين والمدخرين يمثل أول دورة مالية **Financial Circuit** تعرف بأسم " السوق الأولى " أو سوق الاصدار **Primary Market** .

فى خطوة تالية، فإن بعض حاملى تلك الأوراق المالية يرغبون فى بيع أوراقهم المالية ، سواء الحصول على السيولة ، أو لإعادة استثمار أموالهم فى استثمارات بديلة . هذا البيع يسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم فى أية لحظة ، وهو ما يخلق دورة مالية ثانية للأوراق المالية ، تعرف بأسم السوق الثانوى **Secondary Market** .

وهكذا فإن حاملى الأوراق المتعاقبين يحصلون على نفس حقوق الحاملين الأصليين ، خاصة فيما يتعلق بالعوائد فى حالة الأسهم ، وباسترداد رأس المال فى حالة السندات .

فى الواقع فأن السوق الثانوى يعد بمثابة العمود الفقرى للسوق الأولى :

- فهو متاح لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولى .
- يسمح بالنشر المستمر وطوال العام للأوراق المالية ، بينما الإصدارات فى السوق الأولى تأتى فى فترات قليلة مختلفة على مدار العام .
- أما السلطات العامة ، والتى تعد من المصدرين الرئيسيين فى أسواق المال ، فإن دورها هو دور المسئول عن حماية ورخاء كل من السوق الأولى والثانوى ، مع إعطائها أهمية خاصة للسوق الثانى نظرا لدوره الهام فى تأمين الأداء الأمثل للسوق الاولى .

الأوراق المالية المتداولة بالبورصة :

يمكن تمييز الأوراق المالية المتداولة بالبورصة طبقا لطبيعة الحقوق التى تمثلها على مصدريها وما تتمتع به من امتيازات .

ويمكن تقسيم الأوراق المالية بصفة عامة الى نوعين :

- أسهم الشركات المساهمة .
- السندات الحكومية والشبه حكومية وسندات الشركات المساهمة .

أولاً : الأسهم Stocks :

السهم هو عبارة عن حصة الشريك فى شركة مساهمة ، أى هو عبارة عن صك ملكية ، قابل للتداول فى البورصة ويمثل حصة من رأس مال الشركة.

وللشريك حقوق تشتمل على مايلى :

- الحصول على جزء من الأرباح **Dividend** وعلى حصته من المركز المالى الصافى (رأس مال + احتياطيات) فى حالة تصفية الشركة .
- أن يتم اطلاعه بصفة مستمرة عن حياة الشركة وعن نتائج الأعمال .
- أولوية الاكتتاب فى حالة زيادة رأس المال .
- الاشتراك فى الجمعيات العمومية وحق التصويت .

وفى الواقع ، فأن السهم يعد بمثابة حق دائم فى الموقف الصافى للشركة، إلا أن عدم قابليته للاسترداد لاتمكن المساهم من استرداده ألا عن طريق بيعه .

أما العوائد فتتوقف على نتائج الأعمال ، وبالتالى فأنها غير معلومة مقدماً .

وكما هو الحال فى كل أصل مالى ، فأن القيمة الحالية للسهم (ح) هى عبارة عن مجموع التدفقات النقدية المستقبلية (عوائد كل سنة مالية ن) مقومة بقيمتها الحالية على أساس معدل العائد السائد فى السوق (ع) ، أى :

$$ح = عائد\ ن_{1} / (1 + ع)^{1} + عائد\ ن_{2} / (1 + ع)^{2}$$
$$+ \ldots . عائد\ ن\ (1+ع)^{ن}$$

وفى الواقع فأن تقييم السهم يعد أكثر صعوبة عنه فى حالة السندات (ذات الفائدة الثابتة) حيث نعرف مقدما معدل الفائدة ، تمييزا عن أنواعا أخرى من السندات التى يصعب تقييمها ، نذكر منها السندات القابلة للتحويل إلى اسهم والسندات ذات الفائدة المتغيرة .

ولذلك فانه يجب فى حالة السهم عمل تقديرات **Estimations** للتوزيعات المستقبلية . فى الواقع العملى فأن البورصات تعلن يوميا أسعار الأسهم التى تمثل اجماع السوق **Consensus** على عنصرين يمثلان قيمة السهم فى لحظة معينة .

العائد وهو مرتبط بربح السهم وبالتالى نجد سعرا مرتفعا طالما كانت التوقعات تشير إلى تحقيق الشركة موضع الدراسة لأرباح مرتفعة .

معدل العائد (ع) الذى يرغبه المستثمرين ، والذى غالبا ما يمثله معدل الفائدة طويل الأجل عديم الخطر **Risk free rate of interest** على السندات الحكومية من ١٠ ــ ٣٠ سنة .

ومن الناحية النظرية فأن معدل العائد (ع) يجب أن يكون أعلى من المعدل عديم الخطر ، وإلا فأن المستثمرين سيفضلون دائما السندات الحكومية عن الأسهم ، وهو ما يتم مراجعته فى الواقع العملى ، حيث أنه فى الأجل الطويل فأن العوائد على الأسهم تكون دائما أعلى من عوائد السندات . ويأخذ معدل العائد فى حسابه توقعات معدلات الفائدة طويلة الأجل وكذلك (علاوة الخطر) **Risk Premium**.

علاوة الخطر :

يعد هذا المفهوم مؤشرا للمستثمرين الذين يواجهون فى بورصة الأوراق المالية خيار الاستثمار بين الأسهم والسندات ، فالاستثمار فى الأسهم يحمل مزيدا من الأخطار مقارنة بالاستثمار فى السندات ، خاصة السندات الحكومية عديمة الخطر ، وبالتالى فأنه لابد وأن يتم تعويض أو مكافأة هذا الخطر (وإلا فأن جميع المستثمرين سيلجأون إلى السندات!) ، هذا الفرق هو ما يعرف بعلاوة الخطر .

وتوجد طرق مختلفة لحساب علاوة الخطر ، والتى تدور حول ٢ % ، فإذا جاوزت العلاوة هذه النسبة ، فيعنى ذلك أن السوق (رخيص) وما يعنى إشارة شراء والعكس . إذا كانت العلاوة أقل من ١,٤% فيعنى ذلك أن السوق مغالى فيه Over Valued وان تصحيحا قريبا سيقع . ويمثل بالتالى إشارة للبيع.

علاوة الخطر =	**معدل نمو الأرباح المتوقعة للشركات المسعرة عن السنة الجارية**	**+**	**متوسط العائد على الأسهم**	**—**	**العائد عديم الخطر (سندات حكومية)**

ويتم حساب تلك العلاوة باستخدام المعادلة التالية :

مثال : بفرض أن معدل نمو الأرباح المتوقع للعام هو ٨ % ، ومتوسط عائد الأسهم هو ٣ % ، وإذا كان عائد قرض حكومى هو ٨,٥% ، فإن علاوة الخطر= (٨% +٣%) ــ ٨,٥% =٢,٥%.

ويمكننا كذلك قياس حساسية هذا المؤشر ، فأننا فرضنا أن معدل نمو الأرباح هو ١٢ % بدلا من ٨ % فأن علاوة الخطر تعطى إشارة بالشراء الفورى عند ٦,٥ % . وبفرض آخر هو أن معدل نمو الأرباح بقى ثابتا (٨%) وكذلك متوسط عائد الأسهم (٣%) إلا أن سعر الفائدة آخذ فى الارتفاع . عند هذه الحالة ، فأن الأوراق الحكومية التى تحقق عائدا قدرة ١٠% مثلا تعنى علاوة خطر منخفضة (١%) وهو ما يعطى إشارة واضحة للخروج من السوق!

ثانياً : السندات :

السند هو صك يمثل جزء من قرض تصدره شركة ، أو هيئة عامة أو حكومية عن طريق الاكتتاب ، وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة ذاتية ومديونية تربط بين مصدر السندات باعتباره مدينا

وأصحاب السندات باعتبارهم دائنين . ويتعهد المقترض فى السند بدفع فائدة محددة سنوية فى حالة السندات ذات الفائدة الثابتة ، ولا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر . السند إذن هو صك مديونية وليس صك مشاركة أو ملكية كالسهم ، وصاحبه دائن للجهة التى أصدرته . وللسندات آجال محددة تلتزم الجهة المصدرة لها بسداد قيمتها خلال هذه المدة . ولا يحق لحامل السند مطالبة الجهة التى أصدرته بقيمته قبل التاريخ المحدد لاستهلاك السند وانما يستطيع بيعه فى السوق الثانوى للسندات.

أما سداد السندات فغالبا ما يتم بطرق أربعة مختلفة :

- السداد عند الاستحقاق **In-fine** .
- السداد بشرائح متساوية .
- السداد بسلاسل متساوية .
- أو السداد بأقساط سنوية ثابتة .

وأما سعر السند فهو سعره فى البورصة . ولتوضيح ذلك نفترض حالة سند بسعر فائدة ثابت ، تم شراءه عند الإصدار بقيمته الأسمية (٥٠٠٠ جم مثلا) ، يستحق بعد سبعة أعوام بمعدل ١٠% وبفرض أنه مع اليوم التالى للأصدار أرتفع معدل الفائدة فى السوق الى ١٢% (افتراض نظرى حيث لا يحدث فى الواقع مثل هذا الارتفاع المفاجىء) .

سبق وأشرنا أن قيمة أى اصل مالى فى لحظة معينة تعادل مجموع التدفقات النقدية التى يولدها هذا الأصل مقيمة بقيمتها الحالية طبقا لمعدل الفائدة السائد فى السوق عند هذا التاريخ . وبتطبيق هذا التعريف على المثال ، فإن التدفقات المستقبلية تمثل ٥٠٠ جم (الكربونات السنوية) بالإضافة إلى رأس المال المسترد(٥٠٠٠جم) ومعدل الفائدة فى السوق المعادل استحقاق ٧ سنوات هو المعدل المفترض حاليا (١٢%) ، ويصبح سعر السند كمايلى :

$$\text{القيمة الحالية للسند} = \frac{٥٠٠}{(١+٠,١٢)^{١}} + \frac{٥٠٠}{(١+٠,١٢)^{٢}} + \cdots + \frac{٥٥٠٠}{(١+٠,١٢)^{٧}} = ٤٥٤٣,٦\text{جم}$$

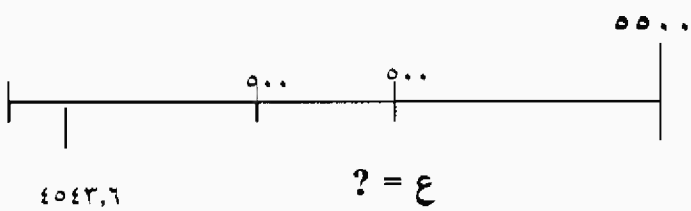
يوضح هذا المثال قاعدة هامة فى إدارة السندات ، وهى أن سعر السند يتغير بصفة مستمرة طبقا لسعر الفائدة السائد فى السوق ،

بغض النظر عن الحالة الاقتصادية أو المالية لمصدر السند. ويتعدل سعر السند بالارتفاع أو الانخفاض ليمكن تحقيق عائد معادل للعائد السائد بالسوق .

ويمكننا بالتالى إعطاء تعريف مالى كمايلى :
سعر السند فى لحظة معينة ، هو مجموع القيمة الحالية بسعر السوق لكل من التدفقات النقدية المستقبلية : كوبونات ورأس المال المسترد . وسعر البورصة لا يمكنه أن يتباعد كثيرا عن هذا السعر وإلا فان ذلك سيسمح بالمراجحة Arbitrage التى ستعيد بالتالى سعر البورصة إلى هذا السعر .

وعلى نفس المنوال الذى قمنا على أساسه بحساب السند ، فأننا نشير الى ما يعرف بمعدل العائد الرياضى للسند ، وهو عبارة عن المعدل الذى فى لحظة معينة ، يحقق التعادل بين سعر السند والقيمة الحالية لهذا المعدل . ولتوضيح ذلك نعود الى المثال ، وبحيث بتوافر لدينا المعلومات التالية :
سعر السند فى السوق (٤٥٤٣,٦جم) .
الكوبونات التى سيتم تحصيلها طوال الـــ ٧ سنوات .
قيمة رأس المال المسترد .

يبقى أن نحصل على معدل العائد الرياضى الذى هو فى الواقع معدل العائد الداخلى Internal rate of return (IRR) والذى يمكن تمثيله كمايلى :



من العمليات الحسابية نحصل على معدل ١٢% ، وهو نفس المعدل الذى تم افتراضه . ويلاحظ أن معدل العائد الرياضى ليس ثابتا ، بل يتغير باستمرار مع تطور سعر الفائدة بالسوق . ومن الناحية العملية ، فأن هذا المعدل هو سعر الفائدة طويل الأجل السائد ولفترة الاستحقاق المقابلة .

ويواجه حامل السند خطرين رئيسيين :

ـ خطر سعر الفائدة Interest Rate Risk :

ويتمثل هذا الخطر فى ارتفاع أو انخفاض سعر السند فى البورصة. ويصبح هذا الخطر مقبولا وبالتالى الاستثمار فى السندات يتوقع ارتفاع أسعارها ومع توقع انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل. ويتم ذلك عن طريق شراء سندات طويلة الأجل وخاصة السندات عديمة الكوبون **Zero Coupon** التى تتميز بحساسية كبيرة لتحركات أسعار الفائدة من ناحية أخرى فأن المستثمر بإمكانه تخفيض خطر سعر الفائدة عن طريق الاستثمار فى السنـــــدات ذات معدل الفائدة المتغير .

ومن المهم تقدير خطر انخفاض سعر السند الناجم عن ارتفاع سعر الفائدة . ويوجد عدة مؤشرات تسمح بذلك ، نذكر منها مؤشرى الحساسية **Sensibility** ومؤشر المدة **Duration** .

مؤشر الحساسية Sensibility Indicator :

تقاس حساسية (ح) السند بمقدار التغير (د) فى السعر الناجم عن ارتفاع قدره ١% أى :

$$ح = د\ (ق) \ / \ د\ (ع)$$

حيث : ق = القيمة

ع = معدل العائد على الاستثمار .

مثال : إذا تغيرت القيمة الحالية لسند معدل فائدته الثابت ١٠ % من ١٠٠٠ جم إلى ٩٤١,١١ جم فى حالة ارتفاع الفائدة بنسبة ١ % ، فأن حساسيته تعادل ٥,٨٩%.

مؤشر المدة Duration indicator :

ويعتبر مؤشرا للوقت والحساسية معا ويعادل العمر المتوسط للتدفقات مرجحة بمعدل القيمة الحالية فى السوق ، أى :

$$د = \sum_{و=١} [\ مج\ ن\ ك \times و \ / \ (١ + ر)^{و}\ ] \ + \ \sum_{و=١} [\ مج\ ن\ و \ / \ (١+ر)^{و}\ ]$$

ويفسر هذا المؤشر على أنه مقياس متوسط عمر " الأصل المالى، أى كلا من الفترة التى فى نهايتها يتم دفع نصف التدفقات مرجحة بالقيمة الحالية والفترة التى بعدها تعوض الزيادة(أو النقصان) فى سعر الفائدة بنقصان (أو زيادة) فى قيمة الأصل .

جدول رقم (١)

السنة (١)	التدفق (٢)	القيمة الحالية للتدفقات(٣)	الفترة مرجحة بالتدفق (١)×(٢)=(٤)	الفترة مرجحة بالقيمة الحالية (٣)×(١)=(٥)
١	١٠٠	٩٠,٩١	١٠٠	٩٠,٩١
٢	١٠٠	٨٢,٤٦	٢٠٠	١٦٤٩٢
٠	٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠٠
٠	٠٠	٠٠٠	٠٠٠	٠٠٠٠
١٠	١١٠٠	٤٢٤,١٠	١١٠٠٠	٤٢٤١,٠٠
المجموع	٢٠٠٠	١٠٠٠	١٥٥٠٠	٦٧٥٩,٠٢

مؤشر المدة يعادل ٦,٧٦ سنة ، أى أن ارتفاع فى معدل السوق قدره ١٠٠ نقطة أساسية (١%) سيؤدى إلى انخفاض قدره ٦,١٥% (٦,٧٦ ×١+ع) وحيث ع = ١٠ % من القيمة الحسابية للسند . وطريقة الحساب تبقى تقريبية طالما لا تأخذ فى اعتبارها قياس التحدب وهو ما سنتناوله حالا . ويلاحظ أن درجة حساسية السند لخطر سعر الفائدة ترتبط بالمدة ، طالما طالت تلك المدة طالما ارتفعت الحساسية . ويفيد مؤشر المدة فى تقدير الحساسية حيث يأخذ فى اعتباره كل مكونات السند كما أوضحنا . هذا ويمكن إيجاد حساسية السند (ح) اعتبارا من مؤشر المدة (د) ، حيث : ح = د ÷ (١ +ع) .

مقياس التحدب Convexity :

هو مقياس حساسية المدة ، وله أهمية كبيرة خاصة فى حالات التقلب الشديد فى أسعار الفائدة ، وحيث يجب أخذه فى الاعتبار عند إدارة محفظة سندات .

مثال : بأخذ بيانات المثال السابق الذى خرجنا منه بمعدل مدة قدره ٦,٧٦ سنة، فأن درجة الحساسية الدقيقة لهذا السند هى فى الواقع ٥,٨٩ % وليس ٦,١٥% بسبب التحدب .

$$= ٦,١٥ + ٠,٢٩ - (١ + ١٠\%)^{-١}$$

ويلاحظ أن أخذ هذا المؤشر فى الاعتبار يسمح بتحسين عملية تقدير عيوب تشكيل منحنى أسعار الفائدة **Term Structure** وبما يؤدى إلى تعظيم عملية تغطية أخطارها .

خطر التضخم Inflation Risk :

لكى يتمكن المستثمر من حماية نفسه حماية كاملة ضد خطر الفائدة فأنه يجب أن يحتفظ بالسند حتى الاستحقاق . فى هذه الحالة فأنه يحقق ربحاً من ناحية تغطية خطر الفائدة ، الا أنه يحقق خسارة فى جانب السيولة ويقع تحت وطأة التضخم ، وحين قد تصبح القوة الشرائية للسند المشترى بـــ ٥٠٠٠ جم تعادل ١٠٠٠ جم مثلا .

تسعير السندات Bonds Pricing :

فى الأيام التالية لإصدار السندات ، يبدأ تسعيرها ببورصة الأوراق المالية ، حيث يشتمل التسعير على رأس المال نفسه بالإضافة إلى الكوبون المستحق ، وبإضافة القيمتين نحصل على سعر السداد كما سبق ورأينا . وفى الواقع العملى فأن تسعير السندات يتم فى صورة نسبة مئوية من القيمة الأسمية . ففى حالة السند المصدر بـــ ٥٠٠٠ جم ، فأن السعر فى البورصة قد يكون ٩٨ أو٩٩ ، وهذا لا يعنى أن السند قد خسر ٩٨ % أو ٩٩ % من قيمته الاسمية ، أى ٤٩٠٠ أو ٤٩٥٠ جم ، وفى هذا الرقم يجب إضافة الكوبون المستحق، أى الجزء المستحق من الفائدة منذ إصدار السند أو منذ تاريخ آخر كوبون . وبالتالى يمكننا قراءة السعر كما ينشر فى الصحف المالية كمايلى :

١١٥٤٨	شركة أ ب د	٨,٤%	سبتمبر ١٩٩٠	٥٠٠٠ جم	١٠١,٥	٤,٥٤
(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)

حيث :

١ - رمز أو رقم السند لدى المودع (الشركة التى تحتفظ بالأوراق المالية **Depositary**) .

٢ - أسم الشركة المصدرة للسند .

٣ - ٨,٤% : معدل الفائدة على السند المدفوع سنويا (حالة سند بفائدة ثابتة).

٤ – تاريخ إصدار السند .

٥ – القيمة الاسمية للسند .

٦ – ١٠١,٥ : سعر السند ممثلا بنسبة مئوية من القيمة الاسمية ، أى :

٥٠٠٠ × ١٠١,٥% = ٥٠٧٥ جم

٧ – ٤,٥٤ : الكوبون المستحق ، ودائما بنسبة مئوية من القيمة الاسمية، أى:

٥٠٠٠ × ٤,٥٤ % = ٢٢٧ جم .

المدخل الاقتصادى للأوراق المالية :

رأس المال المخاطر Risk Capital :

كما هو الحال فى كل أدوات الاستثمار ، فأن الأوراق المالية تعد شكلا من أشكال " رأس مال خطر " وتحت هذا العنوان فأن مفهوم الأوراق المالية **Securities** يتطلب مدخلا اقتصاديا أكثر منه مدخلاً قانونياً ، وهو ما يعنى تحليل عاملين رئيسيين : العائد والخطر، وهو ما سنعود إلى تطبيقاته العملية عند تناولنا لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية (الفصل الثامن) .

العائد والخطر على السند Risk & Return on Bond :

سبق وتناولنا معنى " معدل العائد الرياضى " ومن خلال هذا المعنى يمكن فهم العائد على سند ما . هذا العائد هو ما يحصل عليه المستثمر إذا احتفظ بالسند حتى نهاية استحقاقه . ورغم أن مكونات حساب هذا العائد متوافرة ، إلا أن هذا لا يعنى أن الاستثمار فى السندات لا يحمل أخطاراً. يمكن أجمال هذه المكونات فى ثلاث :

- التعويض المقابل لعدم الاستفادة من الأموال : معدل التعويض هذا يقيس الربحية الاقتصادية الحقيقية لرأس المال فى الإقتصاد القومى .
- معدل التضخم السنوى المتوقع خلال فترة حياة السند .
- علاوة لتغطية خطر عدم الوفاء بالالتزامات المالية المرتبط بها السند هذه العلاوة تصبح معدومة فى حالة الإصدار من قبل الدولة أو جهات حكومية، أو من جهات مضمونة من الدولة .

وهكذا ، فأن السند يواجه فى الواقع نوعين من الأخطار :

١- الخطر الاقتصادى والنقدى ، وهو ما يرتبط بتقلبات أسعار الفائدة وبالتوازن الاقتصادى العام ، وارتفاع أسعار الفائدة يؤدى إلى انخفاض أسعار السندات والعكس صحيح .

٢- خطر عدم السداد ، أى عدم قدرة المصدر على سداد الفوائد المستحقة أو سداد رأس المال .

العائد والخطر على السهم Risk & Return on Stocks :

ينطبق نفس التحليل الأقتصادى السابق فى حالة السندات ، مع اختلاف فى التطبيق . ففى حالة السهم ، فأن سعر السهم المتداول يوميا بالبورصة هو العنصر الوحيد المعلوم : أما العوائد التى ستقوم الشركة بتوزيعها مستقبلا ، أو سعر السهم فى الغد ، فى أسبوع قادم، أو عام قادم ، فأنهم غير معلومين . ومن هنا فأن حساب معدل العائد المنتظر لا يصبح ممكنا إلا بتقدير سلسلة من العوائد المنتظر توزيعها فى المستقبل والتنبؤ بتطور سعر السهم فى البورصة.

وهكذا يمكننا تحديد خطرين مرتبطين بالسهم ، هما :

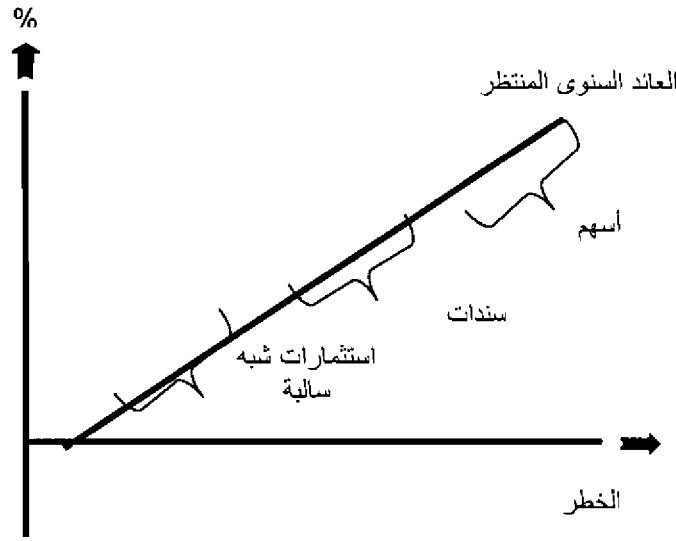
أ- الخطر المرتبط بالشركة مصدرة السهم Unsystematic Risk والتى يمكن أن يتطور نشاطها وتوزيعات أرباحها تحت ظروف قد تكون موائمة أو غير موائمة للمساهمين .

ب- الخطر المرتبط بالسوق Systematic Risk ، وهو بالتحديد خطر تقلبات سعر الفائدة المرتبط بعوامل اقتصادية ونقدية تنعكس على العرض والطلب على سهم معين وبالتالى على سعره بالبورصة .

وفى التطبيق العملى ، فأن البورصة قد أثبتت أن الأسهم لا تحمل نفس الأخطار على حد سواء ، فحينما يرتفع أو ينخفض مؤشر البورصة فأن كل الأوراق المالية تأخذ نفس الاتجاه ولكن ليس بنفس النسب . وعلى العكس . فأن محفظة أوراق مالية منوعة تنويعاً مثالياً تأخذ نفس اتجاه البورصة ، وبالتالى يمكن القول أن الخطر الخاص بها يقترب تماما من خطر السوق .

ويوضح الشكل (٣) أنه فى حالة الأسهم والسندات على حد سواء ، فان هناك علاقة مباشرة بين العائد السنوى الذى ينتظره المستثمر من استثماراته ، وبين مستوى الخطر الذى يمثله هذا الاستثمار . وطالما أرتفع الخطر طالما اشترط المستثمر عائداً أعلى، والعكس صحيح . والبورصة تخضع لهذه النتيجة. وتقوم بالتعويض الرشيد rational لهذا الخطر الذى يتحمله المستثمرين فى الأوراق المالية :

شكل رقم (٣)


%
العائد السنوى المنتظر
اسهم
سندات
استثمارات شبه
سالبة
الخطر