

سوق الأوراق المالية الحكومية وأدوات الدين المتداولة فيه

الباحث/ صفاء شفيق الهادي عبد الرحمن

تحت إشراف

الأستاذ الدكتور/ عاطف حسن النقلي

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة

وعميد كلية الحقوق جامعة الرقازيق الأسبق

سوق الأوراق المالية الحكومية وأدوات الدين المتداولة فيه

الباحث/ صفاء شفيق الهادي عبد الرحمن

ملخص البحث باللغة العربية

تستخدم سوق الأوراق المالية الحكومية كأداة لإدارة الدين العام في العديد من الدول، حيث تقوم حكومات هذه الدولة بإصدار الأوراق المالية الحكومية مثل السندات الحكومية وأذون الخزانة في سوق الإصدار أو ما يسمى بالسوق الأولي، ثم يتم تداول هذه الأوراق في السوق الثانوي مما يحقق معه سيولة السوق وكفاءة السوق، وتحصل الحكومة على المبلغ المراد اقتراضه من خلال طرح هذه الأدوات المالية في السوق وقيام المستثمر بشرائها على أن تعهد الحكومة بدفع قيمة الورقة المالية عند حلول أجل استحقاقها وأيضاً تدفع فائدة لحاملي هذه الأدوات، لذلك على الدول التي ترغب في الاعتماد على هذه الوسيلة في إدارة دينها العام أن تقف على مخاطر ومعوقات نجاح هذه السوق ومحاولة حلها بما يجعلها وسيلة فعالة وكفء لإدارة مديونيتها.

Abstract

The government securities market is used as a tool for managing public debt in many countries, where the governments of this country issue government securities such as government bonds and treasury bills in the issuance market or the so-called primary market, and then these securities are traded in the secondary market, which achieves market liquidity Market efficiency, and the government obtains the amount to be borrowed by offering these financial instruments in the market and the investor buying them, provided that the government pledges to pay the value of the security when its maturity and also pays interest to the holders of these instruments. The management of its public debt should stand on the risks and obstacles to the success of this market and try to solve them in order to make it an effective and efficient way to manage its debts.

مقدمة

تعد مشكلة الدين العام من المشاكل التي تسبب أرق لكثير من الدول سواء كانت دول متقدمة أو دول نامية، وذلك لأن كل الدول تقريبا تلجأ للدين العام سواء لعلاج عجز الموازنة العامة، أو تلجأ إليه لتمويل مشروعات لا تتحملها دون اللجوء للاقتراض.

وفي ضوء ما تقدم، أصبح وجود سوق للأوراق المالية الحكومية أمر بالغ الأهمية في كافة الدول، لأنها (أي السوق) تستخدم كوسيلة للاقتراض عن طريق قيام الدولة بطرح الأوراق المالية الحكومية فيها.

على أن حسن أدائها لهذا الدور يتطلب وجود سوق كفاء، وذلك من خلال الوقوف على المعوقات التي تعترض تطور هذه السوق ووضع الحلول لها، ومن ذلك العمل على التخلص من عشوائية إصدار الأوراق المالية الحكومية، بالإضافة إلى العمل على نشر الوعي الاستثماري في هذه الأدوات.

وعلى هدي ما تقدم، ستكون وسيلتنا في تناول موضوع هذا البحث هي تقسيمه إلى بحثين؛ **أول** نتعرف فيه على ماهية سوق الأوراق المالية الحكومية وذلك من خلال تعريفها وبيان عوامل نجاحها وهيكل هذه السوق وسبل مواجهة معوقات كفاءة هذه السوق، فإذا ما انتهينا من ذلك انتقلنا إلى **المبحث الثاني** والذي سنتعرف فيه على أدوات الدين المتداولة في هذه السوق وذلك من خلال تعريفها وبيان أشكالها.

المبحث الأول

ماهية سوق الأوراق المالية الحكومية

تمهيد وتقسيم:

سوق الأوراق المالية بصفة عامة، هو المكان والميكانيكية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية طويلة ومتوسطة الأجل، كما أنها عنصر مهم في القطاع المالي، حيث تستمد أهميتها من دورها المهم في جمع المدخرات وتوجيهها في مجالات الاستثمار المختلفة، وهذه الأسواق عنصران مهمان في القطاع المالي لأي دولة، حيث يعتبر مؤشر يقاس به الوضع الاقتصادي العام في الدول^(١).

ويمكن تعريفه أيضاً، بأنه المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية وفقاً للأسعار التي تحددها قوى العرض والطلب (آلية السوق)، ولقد ساهمت نظم سوق الأوراق المالية بنقل الفائض من الأموال لدى بعض القطاعات إلى قطاعات أخرى تواجه عجز بكفاءة وتكلفة أقل^(٢).

ومن عوامل نجاح هذه الأسواق:

١. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي الذي يقود للاستقرار الاقتصادي، وهو أمر مطلوب لخلق مناخ استثماري مناسب يسمح بجذب المستثمرين الأجانب والمحليين لهذه الأسواق لاستثمار أموالهم.

٢. انتهاج البنك المركزي سياسات نقدية جيدة تعمل على كبح جماح التضخم وتحقيق استقرار في سعر صرف العملة المحلية، كما أن توسع البنك المركزي في شراء الأوراق المالية من البنوك في إطار عمليات السوق المفتوحة يعمل على زيادة قدرة البنوك على الاقتراض، الأمر الذي يؤدي لانخفاض سعر الفائدة، ومن ثم تنشيط سوق الأوراق المالية.

٣. تنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق حتى تناسب رغبات المستثمرين المختلفة مما يوسع نشاط سوق الأوراق المالية.

٤. مراعاة مبدأ الشفافية والافصاح فيما يتعلق بالمعلومات الخاصة بالأوراق المالية المتداولة في هذا السوق.

وتمثل سوق الأوراق المالية قناة مهمة تتدفق من خلالها الأموال من الجهات ذات الفائض المالي إلى الجهات ذات العجز المالي، والسماح بتحريك هذه الأموال يعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية، حيث إنه بدلاً من ادخار الأموال دون جدوى، يمكن لصاحبها من خلال هذه السوق أن يعطيها لمن يحتاج، وسيعود عليه نفع من الفائدة التي سيحصل عليها إلى جانب المبلغ الأساسي الذي منحه للجهة التي لديها عجز، هذا بالإضافة إلى أن هذه الأسواق تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، الأمر الذي يعمل على دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

١. تعريف سوق الأوراق المالية الحكومية:

وفقاً للتعريفات السابق عرضها والخاصة بسوق الأوراق المالية بصفة عامة، يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الحكومية بأنها المكان أو الميكانيكية التي يتم من خلالها بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية، والتي من خلالها تقترض الحكومة أو أحد هيئاتها العامة أموالاً من الأفراد أو الهيئات بما تطرحه في هذه الأسواق من أوراق مالية (سندات حكومية وأذون خزانة) للتداول.

ويمكن تعريفه؛ بأنه سوق للأوراق المالية القابلة للتداول وتصدر هذه الأوراق من الحكومة، وهذه الأوراق قد تكون سندات (ذات أجل استحقاق طويل يكون عام أو أكثر)، وقد تكون أذون خزانة (ذات أجل استحقاق قصير يكون أقل من عام) وأوراق مالية أخرى^(٣).

٢. أهمية سوق الأوراق المالية الحكومية.

تعتبر سوق الأوراق المالية الحكومية سوق مهمة للغاية، وهي تستمد أهميتها من أهمية السندات الحكومية التي يتم تداولها بها، وتبدو هذه الأهمية من عدة زوايا هي:

١. تعتبر المصدر الأساسي للأموال طويلة الأجل بالنسبة للحكومة التي تقترض من هذه الأسواق.
 ٢. تعتبر عنصر مهم في محفظة الأوراق المالية للاستثمار بالنسبة لعدد من المستثمرين، مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين، باعتبارهما من المستثمرين البارزين في السندات الحكومية عالية الجودة، لكون هذه الأخيرة تمثل تدفقاً مستقبلياً للدخل بعيد عن المخاطر ويمكن التنبؤ به.
 ٣. توفر سوق الأوراق المالية الحكومية استثماراً خالياً من المخاطر بالنسبة للسندات الحكومية المحلية، وذلك لأن سداد قيمة هذه السندات والفوائد أمر حتمي، إذ أن الحكومة لن تتخلف عن سداد الدين الصادر بالعملة المحلية، ولو ضاقت بها السبل يمكنها ببساطة طبع مزيد من النقود لسداد الدين، أما عن السندات التي تصدر بالعملة الأجنبية، فهي ليست خالية من المخاطر، وذلك لأن طبع مزيد من الأموال أمر غير ممكن تنفيذه في هذه الحالة، بما يعني أن ائتمان السند السيادي أو الحكومي يتوقف على الحالة الائتمانية للدولة المقترضة.
 ٤. عائدات السندات الحكومية قد تشكل مؤشراً يمكن الاعتماد عليه في تحديد معدلات الفائدة الأخرى، مثل معدلات الفائدة على اقتراض الشركات. فعلى سبيل المثال قد يتم تحديد عائدات سندات الشركات بسعر يزيد على عائدات السندات الحكومية والفارق في السعر يتم تحديده بالنقاط الأساسية أو وحدات من ٠.١%^(٤).
٣. هيكل سوق الأوراق المالية الحكومية.
- سوق الأوراق المالية الحكومية هي السوق التي تطرح فيها أوراق مالية بواسطة الحكومة وتكون الحكومة من خلالها مدينة بدين قد يكون قصير الأجل سنة فأقل وتسمى أذونات الخزنة، وقد تكون متوسطة الأجل حتى عشر سنوات، وقد تكون طويلة الأجل حتى ثلاثون سنة.
- ومن المعلوم بالضرورة أن حاجة الدول جميعها . وبخاصة النامية منها . لإنشاء سوق للأوراق المالية الحكومية، إنما هي حاجة ملحة وضرورية، والدول العربية ليست استثناء من ذلك، حيث يلجأ الكثير منها إلى الاقتراض عن طريق إصدار الأوراق المالية الحكومية، غير أن بعض هذه الدول منتظمة في ذلك مثل تونس ولبنان واليمن، وهناك دول أخرى غير منتظمة مثل الأردن وسلطنة عمان، أما مصر فهي منتظمة بالنسبة لأذون الخزنة وغير منتظمة بالنسبة لبقية أدوات الدين العام^(٥).

على أنه من اللازم والضروري أن تتمتع سوق الأوراق المالية الحكومية بالكفاءة والنشاط والعمق، وذلك لأسباب عديدة من أهمها^(١):

١. وجود مثل هذه الأسواق يعد آلية فعالة للحد من العجز المالي الكبير الذي تعاني منه الدول النامية، إذ هو وسيلة لتمويل العجز المالي الحكومي على نحو يمكن من خلاله تقادي مشكلة التضخم أو على الأقل تقليل الضغوط التضخمية.
٢. يمكن من خلال هذه الأسواق توفير وسيلة جيدة وسليمة لإدارة الدين العام وخفض التكلفة والمخاطر المرتبطة به.
٣. وجود هذه السوق من شأنه أن يعمل على وجود سوق مالي توجد به وسائل تمويلية متعددة، حيث تتفاعل سوق النقد مع سوق رأس المال في خدمة الاقتصاد الوطني من خلال ايجاد وسائل تمويل جديد أو تطوير الموجود منها.
٤. وجود هذه السوق يعمل على التفاعل بين السياستين المالية والنقدية، وسيمكن البنك المركزي من القيام بعمليات السوق المفتوحة بشكل فعال^(٢).

وهذه السوق تنقسم إلى:

أ. السوق الأولي (سوق الإصدار - Primary Market):

يُعد بالسوق الأولي؛ تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية الحكومية المصدرة لأول مرة، وبذلك هي تتيح فرصاً عديدة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، كما تتيح للحكومة وسائل تمويل مختلفة.

ويمكن تعريفها أيضاً، بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب فيها، أو بين المقرض والمقترض، حيث تتجمع المدخرات من خلال هذه الأسواق عن طريق إصدار الأوراق المالية^(٣).

ولكي تقوم هذه السوق بمهمتها على أكمل وجه، يجب أن تتمتع بالكفاءة على نحو يعمق ثقة المستثمرين في الحكومة، وهو ما سيتحقق من خلال تعزيز مبدأ الشفافية والافصاح، كما يجب تطوير إجراءات وتقنيات إصدار الأوراق المالية الحكومية، وهذا بدوره يتطلب وضع تشريع قانوني ومؤسسي ينظم عملية الاقتراض وإصدار أدوات الدين العام.

ذلك أن السوق الأولى وبالرغم من أهميته التي بدت مما سبق، إلا أنه لا يمثل إلا الخطوة الأولى على طريق النشاط المالي، والوقوف عند هذه الخطوة يعتبر جموداً كاملاً لا يحقق للمستثمر الطمأنينة والثقة التي يبتغيها من وراء استثماره في الأوراق المالية التي في حوزته مقابل مدخراته التي منحها للمقترض، وهذه الطمأنينة وتلك الثقة لن

تتحقق للمستثمر إلا إذا وجد بجانب السوق الأولي سوق ثانوي كفاء لتداول الأوراق المالية الحكومية. وفيما يلي بيان لهذا السوق:

ب. السوق الثانوي (سوق التداول - The Secondary Market):

يُقصَد بالسوق الثانوي؛ ذلك المكان الذي تتجمع فيه المعاملات المالية بيعاً وشراءً، حيث يترتب على هذه المعاملات نقل ملكية السندات الحكومية السابق إصدارها . وفقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء . سواء تمت هذه المعاملات في السوق المنظمة أو السوق الغير منظمة، وبذلك فإن المتعاملين في هذه الأسواق هم حملة السندات الحكومية والمستثمرون^(٩).

ويمكن تعريفها أيضاً؛ بأنها تلك السوق التي يتم فيها إعادة بيع الإصدارات الأولية للأوراق المالية، والتي تم التعامل فيها في سوق الإصدار، وبذلك فإن الذي يحصل على ثمنها ليست الجهة المصدرة، بل من يقوم ببيعها في السوق الثانوي، وذلك لأن هذه الجهة لا تحصل على أموال إلا في حالة بيع هذه الأوراق لأول مرة في السوق، ولذلك فإن هذه السوق جعلت من السهل إعادة بيع الأوعية المالية بهدف تجميع السيولة^(١٠).

والسوق الثانوي إنما هو سوق هام وخطير بالنسبة لأي اقتصاد، حيث يؤثر بشكل كبير على الاقتصاد القومي، ذلك أن عملية البيع والشراء التي تتم من خلاله تمثل استثمارات آمنة ومنتجة، والمستثمر عندما يقوم بشراء الأوراق المالية الحكومية، فهو بذلك يحرر مذكراته، وتصبح سيولة متاحة للاستثمار في فرص مختلفة داخل الاقتصاد الوطني، كما أن هذا السوق يوفر للمتعاملين فيه إمكانية التصرف في الأوراق المالية دون قيود أو صعوبة، الأمر الذي يوفر قدرًا من السيولة، هذا بجانب أن ضعف السوق الثانوي معناه غياب فرصة إعادة بيع الأوراق المالية، مما يؤدي إلى خفض الطلب على هذه الأوراق، ليقبل بذلك الحافز على الاستثمار.

ويمكن تقسيم السوق الثانوي إلى:

١. سوق غير منظمة (Unorganized Market):

يقصد بهذا المصطلح؛ تلك المعاملات التي تتم خارج البورصة (السوق المنظمة)، وتسمى هذه المعاملات أيضاً بـ(O.T.C-Over the Counter)، حيث تقوم بها بيوت السمسرة، والأوراق المالية التي يتم التعامل بها في هذه السوق لا تسجل في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد يتم فيه إجراء هذه العمليات، ولكن تتم من خلال شبكات الاتصال التي تربط بين السماسرة والمستثمرين، وبذلك يمكن القول، أن هذه السوق عبارة عن أطراف تقوم بإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء هذه المعاملات^(١١).

وإذا كانت هذه السوق تتعامل في الأوراق المالية غير المسجلة في البورصات وخاصة السندات، إلا أن هذا لا يمنعها من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصات، ومنها السندات الحكومية.

وتتخذ هذه السوق أحد شكلين:

الشكل الأول؛ يتمثل في بيوت السمسرة التي تتوسط عملية بيع وشراء الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنتظم، وسبب اللجوء نحو التعامل بهذه الأوراق غير الرسمية، هو الحاجة الماسة للأموال من جهة، ومن جهة أخرى الأرباح الهائلة التي تدرها هذه الصفقات.

أما الشكل الثاني؛ يتم فيه التعامل دون الحاجة إلى وسطاء السوق وبيوت السمسرة، حيث يتم التعامل المباشر بين الشركات والمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وبين المؤسسات الادخارية وأصحاب الأموال، فالتعامل في هذا السوق يتم بين المستثمر والمدخر بصورة مباشرة من خلال الاتصال الهاتفي أو الإلكتروني أو عبر شبكة الإنترنت، أو من خلال المقابلة الشخصية، لذلك تنصف المعاملات بسرعة الإنجاز، وتكون الأسعار مرضية لطرفي الصفقة، إلى جانب انخفاض تكاليف إتمام عملية التداول لعدم الحاجة إلى وجود الوسطاء^(١٢).

٢. السوق المنظمة (بورصة الأوراق المالية - Organized Market):

تنصف هذه السوق بالمنظمة، وذلك لأنها تخضع لإجراءات رسمية، ولقوانين تضعها الجهات الرقابية. وتتداول في هذه الأسواق السندات الحكومية التي سبق إصدارها وتداولها في السوق الأولية.

وتسمى هذه الأسواق ببورصة الأوراق المالية (Stock Exchange)، وهي جهة رسمية يتم تداول الأوراق المالية فيها طبقاً للقواعد والقيود التي تضعها التشريعات الوضعية، وتُعرف بأنها المكان الذي تجرى فيه التعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعاملات، حيث تتم عمليات البيع والشراء في أماكن وأوقات محددة^(١٣).

والبورصة كسوق لتداول الأوراق المالية تمتاز بمزايا عدة أهمها ما يلي:

١. مكان محدد ومعروف للجميع يلتقي فيه البائعون والمشترون في مواعيد محددة ووفقاً لإجراءات محددة لإجراء عملية العرض والطلب على الأوراق المالية الحكومية.
٢. يرتبط هذا السوق بالأوراق المالية محل التداول ويخرج من إطار هذا السوق السلع والبضائع.

وختاماً، فإنه بعد التعرض للسوق الأولى والثانوي باعتبارهما الهيكل الذي يتكون منه سوق الأوراق المالية الحكومية، يمكن القول بوجود علاقة تبادلية بين السوقين، هذه العلاقة التبادلية تتضح عندما يتحقق لسوق التداول أو السوق الثانوي سهولة التعامل وسرعة تحويل الأوراق المتداولة فيه إلى نقد سائل، إذ أن ذلك لو حدث يؤدي لكفاءة سوق الإصدار (السوق الأولى)، وذلك من خلال القيام بإصدارات جديدة تؤدي لزيادة الاستثمارات ويصحب ذلك دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

سبل مواجهة معوقات كفاءة سوق الأوراق المالية الحكومية:

تتمثل سبل مواجهة المعوقات التي تحول دون كفاءة سوق الأوراق المالية

الحكومية فيما يلي:

١. لا بد من تنمية الوعي لدى الأفراد بأهمية استثمار مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية الحكومية. فالمستثمر الواعي هو عماد السوق المالي، وذلك لممارسته الصحيحة في سوق الأوراق المالية، حيث يتخذ قراراته الاستثمارية بوعي وثقافة^(١٤).
٢. التنوع والتعدد في الأوراق المالية الحكومية. فالتنوع هو أحد أهم ركائز الدول المتقدمة، حيث يكون أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية تقسح لهم المجال لاختيار ما يلائم امكانياته وميوله الاستثمارية مما يقلل حجم المخاطر. وبذلك يجب على الحكومة أن تتيح مجموعة من الأدوات المالية الحكومية الجاذبة للاستثمار، كما يجب عليها أيضاً أن تراعي عند اصدار أدوات الدين العام، اختلاف آجال الاستحقاق، والتنوع في الأوراق المالية الحكومية، وربطها بمؤشرات اقتصادية مختلفة مثل مؤشر التضخم، ما يتيح للمستثمر النهائي التنوع في محفظته من الاوراق المالية الحكومية، فيكون قادر على إدارة المخاطر بكفاءة^(١٥).
٣. العمل على توافر الحجم الكافي من الأوراق المالية الحكومية القابلة للتداول، وعلى توفير العدد الكافي من المتعاملين النشطين على هذه الأوراق باعتبارها البضاعة المتداولة، كما تلتزم الحكومة بتوفير الإطار التشريعي والنظام القانوني والرقابي لإصدار وتداول وتسوية الصفقات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية الحكومية، حيث يؤدي ذلك إلى اتساع حجم السوق الثانوي.
٤. بالنسبة لنظام المتعاملين الرئيسيين، وبالنظر إلى أهمية هذا النظام في سوق الأوراق المالية بما يحققه من سيولة للسوق الثانوي والقدرة على تمويل الاقتراض الحكومي، يمكن معالجة العيوب التي تعتريه من خلال قيام السلطات المختصة بالإشراف

الجاد على هذا النظام، وذلك بأن تسمح بالتنافس بين المؤسسات المالية، ولا تسمح لها بمزايا احتكارية، وذلك من خلال قيامها (أي السلطات المختصة) بشكل دوري بتقييم هذه المؤسسات، واختيار مؤسسات أخرى ذات كفاءة وحرفية في نظام أسواق المال، مما يجعل من نظام المتعاملين الرئيسيين عاملاً مساعداً في إدارة الدين العام. ٥. على الحكومة أن تبذل جهوداً حقيقية لتطوير سوق ثانوية للأوراق المالية الحكومية، وذلك بضمان توفير السيولة لهذه الأوراق. كما يجب عليها أيضاً أن تمتنع عن الدخول مباشرة في السوق الثانوي بالبيع أو الشراء للأوراق المالية الحكومية المتداولة، حيث يجب عليها أن تتيح الفرصة للمتعاملين الرئيسيين لتصريف البضاعة بعائد مقبول دون مزاحمة منها، مما يضمن للأوراق المالية الحكومية جاذبيتها للاستثمار فيها.

٦. يجب على البنك المركزي القيام بدوره في تطوير السوق الثانوية للأوراق المالية الحكومية.

حيث يمكن للبنك المركزي استخدام اتفاقيات إعادة الشراء فيما يتعلق بعمليات السوق المفتوحة، ذلك أن اتفاقيات إعادة الشراء تعد أداة مرنة لإدارة السيولة، حيث تقوم السلطات بإقراض مؤقت للسندات الحكومية مقابل سيولة، وذلك عندما تكون بحاجة لامتناس السيولة، وتقوم بإعادة الشراء المعاكس عندما تريد ضخ السيولة^{(١٦)؛(١٧)}. فمثلاً إذا كان لدى البنك المركزي محفظة كافية من الأوراق المالية الحكومية المستحقة، فإنه يمكنه أن يستخدمها لاستيعاب السيولة، وذلك من خلال بيعها مباشرة إلى السوق أو استخدامها في اتفاقيات إعادة الشراء العكسية لنفس الغاية.

وهذا من شأنه أن يجعل الأوراق المالية الحكومية وسيلة فعالة للبنوك لاستخدامها في إدارة السيولة وتطوير البنية التحتية لسوق الريبو (إعادة الشراء) فيما بين البنوك، وذلك من خلال قيام البنك المركزي ببيع أو شراء أدوات الدين الحكومية للتأثير على حجم المعروض من النقود وعلى مستويات أسعار الفائدة. فعند قيام البنك المركزي بشراء أدوات الدين الحكومية فهو يعمل على ضخ السيولة، وعندما يقوم ببيعها فإنه يمتص السيولة^(١٨).

وجدير بالذكر أن عمليات السوق المفتوحة هذه تعتبر أكثر الوسائل التي يستخدمها الاحتياطي الفيدرالي في تنفيذ السياسة النقدية الأمريكية. على أنه برغم وجود أنواع مختلفة من عمليات السوق المفتوحة لدى هذا البنك إلا أن الأكثر استخداماً من قبله هي عمليات الريبو^(١٩).

وبالإضافة إلى ما سبق، فإنه ينبغي على البنك المركزي - عندما يكون هو المسئول عن إجراء المزادات الأولية نيابة عن الحكومة - أن يضمن ويكفل أن تعكس أسعار الفائدة متطلبات السوق، وأن تكون طريقة إصدار الأوراق المالية الحكومية، وتصميم المزاد، مشجعة للمستثمرين، بحيث يزداد طلبهم على الأدوات المالية الحكومية^(٢٠).

المبحث الثاني

أدوات الدين المتداولة في سوق الأوراق المالية الحكومية

- تعريف الأوراق المالية الحكومية:

الأوراق المالية الحكومية، هي أدوات الدين التي تصدرها الحكومة الوطنية كوسيلة لاقتراض المال، ويحصل حاملي هذه الأوراق على سعر فائدة بجانب قيمتها الاسمية، وعادة ما تكون هذه الأوراق خالية من المخاطر، لأن الحكومة يمكنها أن ترفع الضرائب لسداد قيمتها والفوائد المقررة عليها^(٢١).

وتحقق الأوراق المالية الحكومية للدولة العديد من الأهداف، منها على سبيل المثال تغطية عجز الموازنة العامة، أي إدارة الدين العام، وإنشاء مشاريع تنمية كبرى، ومواجهة التضخم^(٢٢).

وهذه الأوراق هي: السندات الحكومية، وأذون الخزانة، والسندات الدولية، وسندات الطاقة البديلة.

أولاً: السندات الحكومية (Government Bonds):

يقصد بها، السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها، من أجل توفير المدخرات التي لا تستطيع توفيرها من الضريبة، وتستخدمها في سد العجز المالي في موازنتها العامة، أو لتمويل مشروع معين. أو هي صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها الحكومات للحصول على موارد حقيقية غير تضخمية لتغطية عجز الموازنة العامة أو بهدف مكافحة التضخم، وتلجأ الحكومات لإصدارها عندما تصل الضريبة إلى حدها الأقصى^(٢٣).

ويمكن تعريفها؛ بأنها سندات دين تصدرها الحكومات بغرض دعم الانفاق الحكومي والالتزامات الحكومية أيضاً، وتدفع الحكومة عائد لهذه السندات إلى جانب قيمتها الاسمية، وفي الغالب تعتبر هذه السندات التي تصدرها الحكومات الوطنية منخفضة المخاطر لأن الحكومة التي أصدرتها تدعمها^(٢٤).

وإذا كان الأصل أن تصدر هذه السندات الحكومة المركزية للدولة، إلا أنه في الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر الحق في إصدار هذه السندات على الحكومة المركزية فقط ولكن يمتد للحكومات المحلية كما هو الوضع في الولايات المتحدة الأمريكية^(٢٥).

وهذه السندات تتمتع في الغالب بالإعفاء من كافة الضرائب في الدولة المصدرة لها، كما أن هذه السندات تعتبر وسيلة قليلة المخاطر في السوق، ذلك أن سداد قيمة هذه السندات وسعر الفائدة المقرر لها أمر حتمي على الحكومة، ونادرًا ما تتخلف أي حكومة عن سدادها لما في ذلك من آثار سلبية كثيرة. ولهذه سندات تقسيمات عدة سواء من حيث آجالها، أو تداولها، أو قابليتها للاستدعاء، أو العائد، أو شكلها، وحرية الاكتتاب فيها، والغرض من إصدارها، وفيما يلي بيان هذه التقسيمات:

أ. من حيث آجالها:

تنقسم السندات الحكومية من آجالها إلى:

١. سندات قصيرة الأجل (Short-term Bonds):

ويُقصد بها، السندات التي تصدر لتغطية عجز مؤقت في السنة المالية، وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وسنة، وتصدر في صورة أذون الخزانة، وتصدرها وزارة المالية نيابة عن الحكومة، وتقدم للبنك المركزي كغطاء للإصدار النقدي، ويُسمح للبنوك والأفراد للاكتتاب فيها، ولا تحتوي أذون الخزانة على كوبونات كغيرها من السندات الحكومية، ولكن تخصص الفوائد من قيمتها الاسمية عند الاكتتاب فيها.

٢. السندات متوسطة وطويلة الأجل (Long&Medium-term Bonds):

ويُقصد بها، الصكوك التي تلجأ إليها الحكومة، ليس لتغطية عجز مؤقت، ولكن لتغطية عجز لا يمكن تقاديه خلال السنة المالية، وتستخدم هذه السندات في تمويل مشروعات التنمية، ومشروعات البنية الأساسية، وتصدر هذه السندات لأجل تتراوح بين سنة و ٢٠ سنة.

ب. من حيث تداولها:

تنقسم السندات الحكومية من حيث تداولها إلى:

١. سندات قابلة للتداول:

ويُقصد بها، السندات التي يتم تداولها في السوق الثانوية. وتداول هذه السندات قد يقتصر على السوق المحلية، وقد يمتد إلى الأسواق الدولية. ومن أمثلة تلك التي يقتصر

تداولها على السوق المحلية، سندات الإسكان التي يصدرها البنك المركزي نيابة عن وزارة المالية، وسندات الخزنة، وسندات التنمية بالدولار الأمريكي. أما تلك التي تتداول في الأسواق الدولية، فهي الإصدارات الدولية للأسهم والسندات التي تصدرها الأسواق الناشئة للاستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية ويتم تسجيل هذه الإصدارات في البورصات العالمية^(٢٦).

وتجدر الإشارة في هذا الصدد، إلى أن تداول السندات الحكومية في السوق الثانوية، قد يكون في بورصة الأوراق المالية، ويسمى التداول في هذه الحالة بالتداول الرسمي، وقد يتم تداولها خارج المقصورة، ويكون في هذه الحالة تداول غير رسمي (OTC)، وفي أغلب الأسواق الناشئة يتم تداول هذه السندات خارج المقصورة، أما الوضع في مصر عكس ذلك، حيث يتم تداولها في السوق الرسمي.

٢. سندات غير قابلة للتداول:

وهذه السندات يتم شراؤها من وزارة الخزنة وترد إليها لاسترداد قيمتها، ومن أمثلتها في مصر، السندات الصادرة بالعملة الأجنبية لزيادة رؤوس أموال بنوك قطاع الأعمال العام التجارية^(٢٧)، ومن السندات الحكومية الغير قابلة للتداول أيضاً السندات الحكومية التي تقوم بعض الشركات بشرائها من خلال ال ٥٠% من أرباح هذه الشركات التي يتم تجنيبها لهذا الغرض، وعدم تداول هذه السندات سببه نصوص القانون والأنظمة الداخلية للشركات التي تقضي باستثمار نسبة معينة من احتياطات الشركة في السندات الحكومية، وبالتالي تصبح هذه السندات عملياً غير قابلة للتداول، وهو ما أدى إلى اصابة سوق التداول بالضعف^(٢٨).

ج. من حيث قابليتها للاستدعاء:

تنقسم السندات الحكومية من حيث قابليتها للاستدعاء إلى:

١. سندات غير قابلة للاستدعاء (Non Callable Bonds):

ويُقصد بها، تلك السندات التي يحتفظ بها صاحبها لحين حلول أجل استحقاقها، ثم يسترد قيمتها من الجهة المصدرة لها، ولا يكون لهذه الأخيرة الحق في استدعاء هذه السندات إلا إذا تم النص صراحة في عقد الإصدار على خلاف ذلك، وهذا النوع من السندات يفضله المستثمرون ليقادوا مخاطر الاستدعاء.

٢. سندات قابلة للاستدعاء (Callable Bonds):

ويُقصد بها، السندات التي يكون للجهة المصدرة الحق في استدعائها وسداد قيمتها لصاحبها، وذلك عندما لا يكون للسند مدة محددة، أو تكون مدته طويلة والمصدر يرغب

في سداد القرض قبل انتهاء المدة، وهذا الأمر يحدث عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق، فتكون أسعار الفائدة المقررة على السند أعلى، غير أنه يعرض المستثمر لمخاطر انخفاض العائد، لذلك نجد أنه عندما يتم استدعاء هذه السندات، فإنه يتم سدادها بقيمة أكبر من القيمة الاسمية، بحيث يمثل الفارق بين القيمتين علاوة الاستدعاء.

ويتضح مما سبق، أن هذه الأوراق المالية تكون مناسبة فقط عندما تنخفض أسعار الفائدة بما يكفي للسماح بإعادة تمويل الدين بتكلفة أقل، كما أن هذه السندات القابلة للاستدعاء مناسبة أيضاً لحكومة تتمتع بالثقة والمصداقية في الأسواق^(٢٩).

ونشير إلى أن هذه السندات القابلة للاستدعاء تختلف من حيث المدة المسموح خلالها بالاستدعاء، فهي إما أن تكون سندات **مطلقة**، بحيث يكون للجهة المصدرة الحرية المطلقة لاستدعاء السند قبل حلول أجل استحقاقه دون التقيد بوقت محدد وعلى حامل السند أن يقدم سنده للجهة المصدرة متى استدعته حتى لا يفقد الفائدة، وإما أن تكون سندات **الاستدعاء المؤجل**، وفيها يمنح حاملها مدة حماية من الاستدعاء تتراوح بين ٥ إلى ١٠ سنوات من تاريخ اصدار السند، ولا يحق للجهة المصدرة استدعائها قبل مضي هذه المدة.

غير أن إمكانية الاستدعاء هذه ليست بلا مقابل، ذلك أن السندات القابلة للاستدعاء تصدر بسعر فائدة أعلى من تلك المقررة على السندات غير القابلة للاستدعاء^(٣٠).

د. من حيث العائد:

تنقسم السندات الحكومية من حيث عائدها إلى:

١. **سندات كوبيون:**

ويُقصد بها، تلك السندات التي يُقرر لها عائد دوري. وهذا العائد قد يكون عائد ثابت وقد يكون عائد متغير.

والسندات ذات العائد الثابت؛ هي تلك التي يدفع عنها كوبيونات ثابتة طوال مدة السند، وهي تضمن لحاملها عائد ثابت، وهذا ما يرغب فيه الكثير من المستثمرين، حيث تعتبر هذه السندات مصدر للدخل بالنسبة للمستثمر، هذا الدخل يتمثل فيما يدفعه مُصدر السند لحامله من فائدة وقيمتها الأصلية عندما يحل أجل استحقاقها^(٣١). ويظهر من ذلك، أن هذه الأداة قد تكون أداة تمويل جيدة للحكومة، وذلك في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، كما أنها قد تكون على العكس من ذلك، وذلك عندما تنخفض أسعار

الفائدة عن تلك المقررة لها، وفي هذه الحالة الأخيرة تكون هذه السندات مفيدة لحاملها بسبب ما يتحقق لهم من أرباح رأسمالية.

أما السندات ذات العائد المتغير؛ فهي سندات تدفع فوائد متغيرة عن كل فترة فائدة، وتحدد فترة الفائدة للإصدار ضمن شروطه، وقد تكون هذه الفترة شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية، وتسدد الفائدة في نهاية كل فترة، وسعر الفائدة يحدد قبل بداية كل فترة فائدة.

٢. سندات بدون كوبون:

ويُقصد بها، تلك السندات التي تقوم الجهة المصدرة ببيعها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، وعندما يحل أجل استحقاقها يحصل حاملها على القيمة الاسمية، ويمثل الفارق بين القيمتين عائد السند^(٣٢). وهذه السندات تعتبر وسيلة استثمار جيدة لصغار المستثمرين، حيث تتطلب مبالغ صغيرة للاستثمار فيها، كما أنها مفيدة أيضا بالنسبة للمستثمرين الذين يتمتعون بدرجة عالية من المخاطرة.

هـ. من حيث الشكل:

١. السندات الاسمية (Nominal Bonds):

ويُقصد بها، تلك السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل بالتسجيل، حيث إن التعامل فيها يكون مع من صدر السند باسمه أو وكيله القانوني، ولا يتم التعامل مع غيرهم إلا بعد تغيير البيانات الواردة في السند وتغيير مالكه في سجل الدين العام. وأهم ما يميز هذه السندات أنها تحمي المكتتبين فيها من حالات سرقة السندات أو ضياعها، ولكن يعاب عليها أنها تعرقل حركة تداول هذه السندات.

٢. السندات لحاملها (Bearer Bonds):

ويُقصد بها، تلك السندات التي لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل بالتسليم، فحائز السند هنا هو مالكه دون الحاجة لأن تتحقق الجهة المصدرة للسند من صاحبه، فمن يرجع عليها بالسند عند حلول أجل الاستحقاق يحصل على قيمته، وتلحق بهذه السندات كوبونات قابلة للانفصال بقيمة الفوائد الدورية، بحيث تصرف الفائدة لحائز الكوبون في ميعاد استحقاقه. وأهم ما يميز هذه السندات أنها تسهل عملية التداول، غير أنها لا تحمي المكتتبين ضد السرقة.

٣. السندات المختلطة:

وتعتبر هذه السندات وسط بين السندات الاسمية والسندات لحاملها، فهي تعتبر اسمية بالنسبة لأصل مبلغ السند، حيث لا يجوز صرفه إلا لمن صدر السند باسمه،

وتعتبر لحاملها بالنسبة لكوبونات الفوائد، حيث تُصرف الفائدة لحائز الكوبون الملحق بالسند دون التحقق من شخصية الحائز^(٣٣).

ز. من حيث حرية الاكتتاب:

١. سندات اختيارية:

السند بصفة عامة هو عقد بين المقرض والمقترض، ومن طبيعة العقد أن يكون اختيارياً، وهذا هو الغالب في الأسواق، حيث يتم طرح السندات، وللمقرضين الحرية في الاكتتاب في هذه السندات وتوجيه الفائض المالي لديهم للحكومة باعتبارها المقترض، ولهم الحرية أيضاً في ادخار أموالهم أو توجيهها لطريق آخر غير شراء السندات.

٢. سندات إجبارية:

إذا كان الطبيعي أن هذه السندات لا تنطوي على عنصر الاجبار، إلا أنه في حالات استثنائية قد تلجأ الدولة إلى اجبار الأفراد على ابرام قروض معها، حيث تصدر الدولة السندات، وتجبر بعض المواطنين على الاكتتاب فيها.

ولكن نادراً ما تلجأ الحكومة لمثل هذه السندات، لما لها من آثار اقتصادية سلبية، وإذا اضطرت الدولة للجوء لهذه السندات، فإنها تفضل القروض الاجبارية المستترة، وإذا لجأت إليها، فيكون ذلك لدوافع أخرى غير معالجة عجز الموازنة العامة، كأن يكون مثلاً لمواجهة التضخم أو للحد من ارتفاع الأسعار.

ويشار إلى أن القرض التي تقوم الدولة باقتراضه قد يكون اختيارياً من البداية، ولكنه يتحول إلى قرض إجباري، وذلك عندما تقرر الدولة المقترضة. وهي الطرف الأول في العقد. بتأجيل سداه عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك دون الرجوع للمقرضين باعتبارهم الطرف الثاني في العقد^(٣٤).

ي. من حيث الغرض من الاصدار:

تصدر السندات الحكومية لعدة أغراض منها:

١. سداد العجز المالي:

ينتج العجز المالي عن زيادة المصروفات عن الإيرادات في الميزانية العامة، ويحدث هذا العجز نظراً لتمويل مشروعات البنية الأساسية وعملية التنمية، أما العجز النقدي فهو ناتج عن نقص أو تأخر الإيرادات المنتظرة في فترة من السنة، نظراً لعدم التطابق الزمني بين المصروفات والإيرادات، ويعالج هذا العجز النقدي بإصدار صكوك متغيرة الأجل، وهي أذون الخزينة، وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وسنة، أما العجز المالي، فيتم معالجته بإصدار السندات الحكومية.

٢ . الإحلال:

وذلك بإحلال دين جديد محل دين قديم، حيث تقوم الدولة عندما يحل أجل استحقاق الدين القديم باستبداله بدين جديد محله، ولا يترتب على إصدار السندات في هذه الحالة زيادة في حجم الدين العام.

٣ . معالجة التضخم:

ويحدث ذلك عندما يكون هناك سيولة زائدة في السوق، فتقوم الدولة بإصدار هذه السندات لكي تمتص هذه السيولة وذلك حتى تتفادي الآثار المترتبة على التضخم والتي تؤثر سلباً على الاقتصاد.

٤ . تمويل مشروعات معينة:

ويحدث ذلك عندما يتم إصدار سندات حكومية لتمويل نوع معين من المشروعات وخير مثال على هذه السندات هي **السندات الخضراء**؛ ولقد عرفها البنك الدولي بأنها عبارة عن صكوك استنادة تصدرها الحكومة للحصول على أموال تخصص لتمويل مشروعات تتعلق بالبيئة أو المناخ، وهذا النوع من السندات يجذب مستثمرين من القطاع الذي يهتم بالاستثمارات المستدامة والمسؤولة بحيث تكون المعايير البيئية والاجتماعية جزء من تحليلهم الاستثماري، وهذه السندات تخلق وسيلة جديدة للمستثمرين يمكنهم من خلالها تحقيق العائد الذي يحتاجون إليه بالإضافة لتحقيق غرض آخر وهو دعم المشاريع صديقة البيئة والمناخ فمن خلال هذه السندات يمكن الوصول لمستثمرين جدد . هذا من شأنه أن يؤدي لاتساع قاعدة المستثمرين . يفكرون في مخاطر المناخ طويلة الأجل والبيئة والاستثمار المستدام عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية^(٣٥).

ويعتبر البنك الدولي ومؤسسة التمويل من أكبر مصدري السندات الخضراء حيث أصدر البنك الدولي السندات الخضراء لأول مرة في عام ٢٠٠٨ بينما أصبحت مؤسسة التمويل الدولية أول مؤسسة تصدر سندات خضراء عالمية في عام ٢٠١٣، وكان البنك الدولي هو المهيمن على إصدار هذه السندات ولكن اختلف الوضع وتطور حيث أصبح هناك بنوك وشركات ودول تصدرها^(٣٦).

وبعد أن فرغنا من تناول السندات الحكومية، يمكن القول إن السندات التقليدية إما أن تأخذ شكل السندات الادخارية أو سندات الخزينة. **والسندات الادخارية**؛ هي نوع من أنواع الأوعية الادخارية طويلة الأجل، حيث يتراوح أجل استحقاقها من ٢٠ إلى ٣٠ عام، وتجذب بها السلطات المالية المدخرات الوطنية والأجنبية، وذلك من خلال بيعها بمعدل خصم عن سعرها الاسمي، بالإضافة إلى تقرير سعر فائدة متغير أو ثابت. بينما

سندات الخزينة؛ فهي عبارة عن صكوك دين متوسطة أو طويلة الأجل، ومن الممكن النص في نشرة الاكتتاب الخاصة بها على حق الحكومة في استدعائها على فترات وبقيم وأجال محددة^(٣٧).

ثانياً: أذون الخزنة (Treasury Bills):

عرف البعض أذون الخزنة؛ بأنها سندات تتضمن تعهد الحكومة بدفع مبلغ معين في تاريخ الاستحقاق، وهي بذلك تعتبر قروض قصيرة الأجل. وتعتبر أذون الخزنة أحد أدوات الدين قصيرة الأجل التي تصدر من قبل الحكومات (نقل فترة استحقاقها عن سنة واحدة)، وفي الغالب يأخذ هذا الطرح الصفة الدورية كل أسبوع، كما تُطرح أذونات لمدة عام بشكل دوري كل شهر.

وتعتبر أذون الخزنة أيضاً سندات تمويل مفيدة في المراحل الأولى لإنشاء سوق الدين، حيث لا يرغب المستثمرون في توجيه فوائضهم النقدية في اتجاه القروض الحكومية طويلة الأجل، فهي من أهم الأدوات المالية الحكومية التي يتم التعامل بها في السوق الثانوي، ولكن يعاب عليها أنه لا يمكن للحكومة التأكد من تكلفة خدمة الدين الناجم عنها، وذلك نظراً لقصر فترة استحقاقها فيتم تداولها أكثر من مرة.

وتعد أذون الخزنة أكثر أدوات الدين سيولة وقابلية للتسوق، وتباع هذه الأذون بخصم للمستثمرين، حيث يتم الاكتتاب فيها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، وعند حلول أجل استحقاقها يحصل المكتتب على القيمة الاسمية لها، ويكون الفرق بين القيمة الاسمية التي تصدر بها الأذون والقيمة الفعلية التي تباع بها بمثابة العائد على الاستثمار في هذه الأدوات، فمثلاً إذا كانت القيمة الاسمية لإذن الخزنة ١٠٠ جنيه مصري، فإن المستثمر يشتريه بمبلغ ٩٠ جنيه مصري، وعند حلول أجل الاستحقاق يحصل على الـ ١٠٠ جنيه، فيكون العائد على الإذن ١٠%.

وإصدار أذون الخزنة له ثلاثة عناصر؛ الأول: القيمة الاسمية للإصدار، والثاني: أجل الاستحقاق، والثالث: القيمة الصافية والتي تحدد سعر الفائدة. وتلجأ الحكومات الى إصدار هذه الأذون في حالة العجز المؤقت أو الموسمي، والذي قد يرجع إلى عدم التوافق الزمني بين الإيرادات العامة والمصروفات العامة خلال السنة المالية^(٣٨).

ويأخذ إذن الخزنة صفة الورقة التجارية، إذ أنه قابل للتظهير والخصم لدى البنك المركزي.

وفي كل مرحلة من مراحل تطور الاقتصاد المصري كان القانون ينظم استخدام أذون الخزنة كغطاء نقدي، وذلك إلى أن تم استخدامها لغرض جديد في عام ١٩٩١،

وهو تمويل عجز الموازنة العامة^(٣٩). وكانت الحكومة المصرية قد اتجهت للأخذ بهذه الأداة في يناير ١٩٩١ كجزء من نظام الإصلاح الاقتصادي المصري الذي بدأت مصر في تطبيقه بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي.

ووفقاً لما سبق عرضه يمكن تحديد خصائص أدون الخزنة أو أهم ما يميزها على النحو التالي^(٤٠):

١. أدون الخزنة هي صكوك دين، بمعنى أنها تشمل تعهداً بالدفع في تاريخ محدد.
٢. أدون الخزنة محددة المدة، ويرتبط هذا بمتطلبات النفقات العامة في كل فترة.
٣. تهدف أدون الخزنة لتمويل عجز مؤقت أو موسمي في الخزنة العامة.
٤. أدون الخزنة وسيلة للحصول على موارد حقيقية (سيولة نقدية غير مستغلة لدى الأفراد أو المنشآت أو البنوك) على خلاف التمويل التضخمي (طبع وإصدار أوراق بنكوت جديدة)، لذلك يستخدم البنك المركزي هذه الوسيلة لمواجهة التضخم. وبالنظر لأدون الخزنة باعتبارها أداة من الأدوات المالية الهامة، نجد أنها تحقق بعض الإيجابيات كما أنها لها بعض السلبيات. فأما عن الإيجابيات فهي؛
١. تمويل عجز الموازنة العامة بموارد حقيقية.
٢. تساعد على امتصاص السيولة من السوق من خلال طرحها.
٣. توافر عنصر الأمان عند الاستثمار فيها فهي مضمونة بشكل كامل من الحكومة والمتعارف عليه أن الحكومات لا تغلس.
٤. تعتبر من الأدوات التي تستخدمها الدولة لتزويد من نشاطها الاقتصادي، فعندما يقرر البنك المركزي تحقيق سياسة الانكماش الاقتصادي فإنه يقوم برفع سعر الفائدة فيقوم المستثمرين بتوجيه مدخراتهم للاستثمار فيها فيتربط على ذلك الحد من القوة الشرائية للأفراد.

وأما عن السلبيات فهي؛

١. تؤدي لزيادة أعباء خدمة الدين العام، وتؤدي أيضاً لزيادة سعر إقراض البنك المركزي للبنوك (سعر الخصم)، مما يؤدي إلى ضعف الائتمان المصرفي.
 ٢. يعتبر العائد الناتج عنها منخفض مقارنة بأدوات الدين الأخرى تماشياً مع القاعدة الاستثمارية- الأعلى مخاطرة يمنح العائد الأكبر.
- وأخيراً فإن معظم البنوك التي تعمل في السوق تقوم بشراء أدون الخزنة بما لديها من سيولة نقدية، وليس بفائض السيولة النقدية، وذلك لكي تحقق هامش ربح كبير، مما يجنبها المشاركة في التنمية الاقتصادية باستثمارات حقيقية^(٤١).**

وبالإضافة إلى السلبيات السابقة، فإن أذون الخزنة تعتبر في حقيقة الأمر ضرائب مؤجلة إلى المستقبل، وبذلك ينتقل عبئها من الجيل الحالي إلى جيل المستقبل، وإذا لم تستطع الدولة زيادة مواردها في المستقبل، فلن تستطيع الاستمرار في مواجهة عجز الموازنة العامة من خلال الاقتراض بواسطة أذون الخزنة، كما أن هذا النوع من الاقتراض يصحبه ارتفاع في أسعار الفائدة، وهو ما يؤدي إلى زيادة الأعباء على الموازنة العامة، وانخفاض معدلات الاستثمار^(٤٢).

ثالثاً: السندات الدولية:

السندات الدولية؛ هي قروض أو دين على الحكومة، تجاه حائزي هذه السندات من المؤسسات المحلية والخارجية، وهي قد تكون وفقاً لأجل استحقاقها قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، وتلجأ الحكومات إليها لأنها توفر قاعدة كبيرة من المستثمرين، كما أن بعض الدول النامية قد لا تتوفر على سوق كبيرة للأوراق المالية وتتطلع لمستثمرين دوليين لتمويلها، فتقوم بإصدار هذا النوع من السندات^(٤٣)، وتسمى أيضاً بالسندات الأوروبية وتسميتها بهذا لا يعني اقتصر الإصدار على الدول الأوروبية ولكن يدل على أجنبية العملة التي تصدر بها وهي يقصد بها السندات التي تصدر بعملة غريبة عن عملة الدولة التي أصدرت فيها^(٤٤).

والسندات الدولية هذه، تعتبر بمثابة الية من آليات التمويل، وميزتها أنها تساعد الحكومة في تنويع مصادر التمويل بدلاً من الاقتصر على السوق المحلية فقط، وبما يساعد على خفض التكلفة، وإطالة أجل الدين الحكومي، وهذه السندات قد تصدرها الحكومات، وقد تلجأ إليها الشركات الكبرى، إلا أن تلك التي تصدرها الحكومات تكون ضخمة، كما أن المخاطرة فيها وفقاً للمركز الائتماني منخفضة.

ويجب أن تكون جهة الإصدار على دراية بالآثار الاقتصادية الكلية والنقدية المحتملة للإصدار الدولي، فيكون لديها خلفية كاملة عن أثر ذلك على القدرة على تحمل الديون في البلد، وعلى السياسة النقدية، والاحتياطات، وعلى العملة، وقد تتحقق هذه الآثار عند الإصدار، أو في وقت خدمة الدين، ولذلك يجب أن تتم إدارة أي إصدار بشكل جيد في إطار مالي كلي سليم، وأن يكون هناك تنسيق وثيق مع البنك المركزي^(٤٥).

ولإصدار هذا النوع من السندات مزايا عدة منها؛ زيادة حجم الاحتياطي الدولي، ودعم قدرة البنوك على الاقتراض عند الحاجة من الأسواق الخارجية، وخفض العجز

الكلي في ميزان المدفوعات بقيمة تلك السندات، كما أن جود مزيد من الدولارات أو العملات الأجنبية في السوق يعطي قوة دفع للمشروعات التي تحقق عائداً بالعملة الأجنبية، كما أن هذا بدوره قد يعكس الوصول إلى مجموعة أكبر من المستثمرين، ولذلك يجب تعزيز البنية التحتية للسوق، وتحسين البيئة القانونية والمعلوماتية، والحد من مخاطر التسوية، ودمج أنظمة التسوية المحلية والدولية^(٤٦).

وتجدر الإشارة إلى أن دول الخليج العربي قد أصدرت خلال العام الماضي سندات دولية برقم قياسي بلغ ٨٧.٦ مليار دولار، وهو ما يفوق ٧١.٨ مليار دولار في ٢٠١٨ والمستوى القياسي السابق البالغ ٨٤ مليار دولار.

رابعاً: السندات الحكومية المرتبطة بمؤشر:

تقوم عدد من الدول بإصدار السندات المرتبطة بمؤشر اقتصادي، وهذه السندات تُعرف في المملكة المتحدة باسم السندات المرتبطة بمؤشر وأدخلت المملكة المتحدة سندات الدين المرتبطة بمؤشر في عام ١٩٨١ ثم تلتها استراليا عام ١٩٨٥، وفي الولايات المتحدة تُعرف باسم سندات الخزينة المحمية من التضخم (TIPS)^(٤٧)، والمؤشر الأكثر شيوعاً هو مؤشر سعر المستهلك.

وتعتمد الأوراق المالية الحكومية المرتبطة بمؤشر على مدى جودة هذا المؤشر ومدى الثقة فيه، كما أن إصدار هذه السندات يتمتع بمزايا منها، أن هذه السندات ستؤدي إلى تخفيض تكلفة اقتراض الحكومة أكثر من تكلفة إصدارها أوراق مالية بمعدل فائدة ثابت، وهذا يعد حافزاً للحكومة على عدم اتباع سياسة نقدية متوسعة^(٤٨).

ويتم إصدار السندات المرتبطة بمؤشر، عندما تعتقد الحكومة أنه قد يكون هناك اقبال كبير من المستثمرين على السندات التي توفر حماية من التضخم، أو عند وجود اقبال ضعيف من المستثمرين على السندات ذات سعر الفائدة الثابت، ماعدا تلك التي تتميز بمعدل كوبون مرتفع.

وإصدار الأوراق المالية المرتبطة بمؤشر يحقق أهداف معينة، منها^(٤٩):

١. يوفر الإصدار فرصة للتنوع، سواء من حيث الأدوات المقدمة للمستثمرين، أو من حيث قاعدة المستثمرين، فعلى سبيل المثال قد يكون السند مناسباً لصناديق التقاعد أو مستثمري التجزئة.
٢. قد يشجع الإصدار على تحقيق السيولة وزيادة الكفاءة في السوق.
٣. قد توفر الأوراق المالية المرتبطة بمؤشر معدل عائداً حقيقي مفيد لصانعي السياسة والمشاركين في السوق

خامساً: الصكوك السيادية الحكومية:

تعتبر الصكوك أحد أنواع الأوراق المالية الحكومية التي تستخدم في تمويل عجز موازنة الدولة، وتصدر وزارة المالية هذه الصكوك طبقاً لصيغ تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتصدر هذه الصكوك مقابل حق انتفاع بأصول عامة مملوكة للدولة ملكية خاصة دون حق الرقبة، ولا يجوز الحجز أو اتخاذ أي إجراءات تنفيذية على الأصول التي تصدر بشأنها الصكوك ولا يجوز بيع أو ترتيب أي حق عيني عليها.

وأما عن خصائص هذه الصكوك فهي؛

١. اسمية ومتساوية القيمة.
 ٢. تصدر لمدة محددة بالعملة المحلية أو بعملة أجنبية.
 ٣. يتم تداول الصكوك السيادية مع الالتزام بالمعايير الشرعية ونشرة الإصدار.
 ٤. تصدر بصيغ معينة مثل المضاربة والمراوحة والإجارة والوكالة والاستصناع^(٥٠).
- وفي ضوء التجارب الدولية نجد هناك العديد من الدول التي تقوم بإصدار الصكوك السيادية، فمثلاً نجد دولة ماليزيا التي تعتبر من أكبر الدول في إصدار الصكوك السيادية حيث تسيطر على ٣٣% من إجمالي إصدارات الصكوك السيادية عالمياً ويرجع هذا لأسباب عديدة منها وجود سوق مالي إسلامي للتداول ووجود نظام إعفاءات ضريبية والاعتماد على البورصة كجهة إصدار واكتتاب في هذه الصكوك ومن الأسباب أيضاً وجود هيئة عليا شرعية تتبع البنك المركزي مهمتها الرقابة وضبط العمل بهذه الأدوات المالية^(٥١)، تليها السعودية بنسبة ٣٢%، ثم نجد دولة اندونيسيا التي أصدرت حكومتها عام ٢٠١٨ صكوك قيمتها ٣ مليار دولار أمريكي لمدة ٨ سنوات، واستخدمتها هذه الدول في دعم مشروعات تنموية واقتصادية وأداة لمعالجة مشكلة السيولة في الأجل القصير ومعالجة عجز الموازنة العامة^(٥٢).

الخاتمة

تناولت في هذا البحث ماهية سوق الأوراق المالية الحكومية من خلال تعريفه وبيان عوامل نجاحه وأهميته وسبل مواجهة معوقات هذه السوق، ثم تعرضت للأوراق المالية الحكومية وبيان تعريفها وأنواعها، وانتهيت إلى النتائج التالية؛

١. سوق الأوراق المالية الحكومية هي المكان أو الميكانيكية التي يتم من خلالها بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية لذا فهي تقسم إلى سوق أولي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية، وسوق ثانوي يتم من خلالها تداول هذه الأوراق.

٢. يعتبر من وظائف عملية إدارة الدين العام؛ تسويق الأوراق المالية الحكومية، والوفاء بالدين العام، وتخفيف عبء الدين العام.
٣. الأوراق المالية الحكومية هي أدوات دين تصدرها الحكومة الوطنية كوسيلة لاقتراض المال، ويحصل حاملي هذه الأدوات على سعر فائدة وعلى قيمتها الاسمية عند حلول أجل استحقاقها.
٤. تتوقف كفاءة السوق على مدى توافر السيولة حيث تتحقق السيولة عندما يتوافر عدد كبير من المستثمرين وتكون هناك حركة بيع وشراء مستمرة مما يتحقق معها عمق وحيوية السوق، وكذلك تحقيق مبدأ الافصاح والشفافية بحيث يتم توفير البيانات والمعلومات التي تفيد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وأن تكون هذه المعلومات واضحة وغير مضللة.

هوامش ومراجع البحث:

- (١) د. نسيمه عمران شرطي، أثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٩)، رسالة ماجستير، كلية عمادة الدراسات العليا، جامعة مؤتة، ٢٠١١، ص ٩.
- (٢) د. أيمن محمود زكريا، تقويم أداء سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وسوق البحرين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإدارية، جامعة أم درمان الإسلامية، ١٩٩٨، ص ٥.
- (٣) Developing Government Bond Markets, The WORLD BANK and INTERNATIONAL MONETRAY FUND, 2001, P1.
- (٤) إحسان محمد إبراهيم مرسي، اقتراض الحكومات، نادي التجارة، العدد ٦٢٨، ٢٠٠٩، ص ٣٩.
- (٥) المصدر: صندوق النقد العربي . <https://www.amf.org.ae/ar>.
- (٦) د. عاطف حسن النقلي، إنشاء سوق الأوراق المالية الحكومية كأداة لإدارة الدين العام، كلية الحقوق جامعة الزقازيق، ص ٦.
- (٧) Velimir Lukić, integration of government bond market in the euro area and monetary policy, journal of central banking theory and practice, 2016, p 72.
- (٨) د. عراقي عبد الصمد عراقي، طبيعة سوق الأوراق المالية، مجلة البحوث الاقتصادية المعاصرة، العدد ١، ١٩٨٨، ص ٢٤٧.

- (٩) حسين عبد المطلب حسين، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٢٠٠٢.
- (١٠) د. عاطف حسن النقلي، التخصصة وسوق الأوراق المالية في مصر، مجلة المال والتجارة، مجلد ٢٦، العدد ٣٠٦، ١٩٩٤، ص ١٧.
- (١١) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٧، ص ١٠٦.
- (١٢) د. بشير هادي عودة؛ د. زهرة حسن؛ د. مصطفى مهدي، الأسواق المالية: الإطار العام مقومات النجاح، مجلة دراسات إدارية، العدد ٤، ٢٠٠٨، ص ١٦٧.
- (١٣) د. عصام حنفي محمود، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ١٩٩٥، ص ٣٥٧.
- (١٤) حجيلة بن وارث؛ ربيعة حملوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري: دراسة بورصة الجزائر، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، العدد ٢٧، ٢٠١٦، ص ٩٧.
- (١٥) د. عاطف حسن النقلي، انشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٥١.
- (16) Repurchase and Reverse Repurchase Transaction, <https://www.newyorkfed.org>, 2007.
- (١٧) يُقصد باتفاقية إعادة الشراء: أن يقوم البنك المركزي بإقراض الأوراق المالية مقابل النقد؛ أما اتفاقية إعادة الشراء العكسية: يُقصد بها أن يقوم البنك المركزي باقتراض الأوراق المالية مقابل النقد.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND THE WORLD BANK, *Developing Government Bond Markets*, OP CIT, P80.
- (18) Dr/ Paul M Johnson, *Open Market Operation: A Glossary of Political Economy Terms*, Auburn University, 2005, <http://webhome.auburn.edu>.
- (19) Open Market Operations, <https://www.newyorkfed.org>, 2007.
- (٢٠) د. عاطف حسن النقلي، انشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٧٣.
- (21) Societe general eknpec6ahk bank, p 1, <https://www.societegenerale.com>.
- (22) James Chen, Government Bond, 29 NOV 2020, <https://www.investopedia.com>.

(٢٣) د. إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، رسالة دكتوراة، كلية حقوق حلوان، ٢٠٠٩، ص ٥٨؛ د. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٢٩.

(24) James Chen, Government Bond, 29 NOV 2020, <https://www.investopedia.com>.

: Moorad Choudry, Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis, p11,

(٢٥) د. إسلام شاهين، المرجع السابق، ص ٥٨؛ د. منير هندي، المرجع السابق، ص ٢٩.

(٢٦) د. طارق محمود عبد السلام، تفعيل سوق السندات الحكومية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥، ص ٢٢.

(٢٧) د. إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق، ص ٦٠.

(٢٨) د. احمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري، ٢٠٠٦ رسالة ماجستير، كلية تجارة الزقازيق، ص ٢١٠.

(29) V. Conti, R. Hamoui and H.M. Scobie, Bond Markets, Treasury and Debt Management The Italian case, SPRINGER-SCIENCE+BUSINESS MEDIA, B.V, 1994,p 7.

(٣٠) د. هالة حلمي السعيد، نجوى سمك، دراسة تحليلية لسوق السندات في جمهورية مصر العربية، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، عدد ١٧، ٢٠٠١، ص ٨.

(31) Everything you Need to Know About Bonds, <https://www.Pimco.com/en.us>, P 3

(32) Moorad Choudry, the Bond and Money Markets, Butterworth-Heinemann, 2001, p 12.

(٣٣) د. طارق محمود عبد السلام، تفعيل سوق السندات الحكومية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥، ص ٣٢.

(٣٤) د. إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٦٩.

(35) New World Bank Green Bond Is a Story of Market Growth and Innovation, 2015, <https://www.worldbank.org>.

(36) Green Bonds, 2017, <https://www.worldbank.org>.

- (٣٧): د. عاطف حسن النقلي، انشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، الجزء الأول، بدون دار أو سنة نشر.
- (٣٨) د. إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٧١.
- (٣٩) سعيد الخضري، ملاحظات حول تجربة استخدام أذون الخزانة في معالجة عجز الموازنة في مصر، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٢، ١٩٩٣، ص ٢٤١.
- (٤٠) طلبة السيد زين الدين، أذون الخزانة وتحديد سعر الفائدة: دراسة إحصائية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٢، ١٩٩١، ص ٣٠٦.
- (٤١) طلبة السيد زين الدين، أذون الخزانة وتحديد سعر الفائدة، مرجع سابق، ص ٣٢٤.
- (٤٢) د. أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي، مرجع سابق، ص ٢٠٠.
- (٤٣) اسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٧٤.
- (٤٤) د. مريم، تأثير أزمة منطقة اليورو على أداء الأسواق المالية الدولية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ٢٠١٢-٢٠١٣، ص ٩.
- (45) Patrick B. G. van der wanssem, lars jessen and diego rivetti, issuing international bonds a guidance note, world bank document, no3, 2019, p9.
- (46) Susan Black and Anella Munro, Why issue bonds offshore?, No 52, p 104, <https://www.bis.org>.
- (47) Government Securities Market, p 175, <https://rbidocs.rbi.org.in>.
- (٤٨) د. عاطف حسن النقلي، انشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٢٠.
- (49) Organisation organisation for economic co-operation and development, debt management and government securities markets in the 21st century, 2002, p63.
- (٥٠) صكوك المراجعة: هي التي يصدرها التاجر بقصد شراء سلعة ثم يقوم ببيعها بمربحة معلومة، وصكوك المضاربة: هي التي يصدرها شخص أو هيئة تتولى إدارة المشروع المقترح من أجل تمويل، وصكوك الاستئصال: التي يصدرها الصانع ويحصل على قيمتها في تصنيع المنتج وفقاً للمواصفات المطلوبة ويقوم بتسليمه، وصكوك الاجارة التي تتعلق بالأصول المؤجرة حيث يصبح حاملوها هم الملاك.
- (٥١) د. بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد ١٤، ٢٠١٥، ص ٢٦.
- (٥٢) د. أحمد شوقي سليمان، الصكوك السيادية أحد أهم الأدوات لتمويل الموازنة العامة، مقال منشور على <https://www.bankgate.com>، ٢٠٢٠/٢/٢٢.