

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم الاقتصاد

حاجة الاقتصاد السوري للسندات الحكومية وانعكاساتها المالية والنقدية

(دراسة حالة الجمهورية العربية السورية)

مشروع بحث اعد لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي

إعداد الطالب

مصعب جمال الكحلول

إشراف الدكتورة

ليلى جزائري

دمشق ٢٠١١

حاجة الاقتصاد السوري للسندات الحكومية وانعكاساتها المالية والنقدية

إعداد الطالب

مصعب جمال الكحلول

قدمت هذه الرسالة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي

في جامعة دمشق - دمشق - سورية

وافق عليها

• د. حبيب محمود عضواً

اختصاص - اقتصاد سياسي

• د. ليلي جزائري عضواً مشرفاً

اختصاص - تحليل اقتصادي

• د. احمد العلي عضواً

اختصاص - الإدارة المالية

تاريخ المناقشة : ٢٠١١/١١/١٣

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا بِمَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ

أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

شكر وتقدير

بداية أود أن أتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى أستاذي المشرف الدكتور ليلي جزائري ، التي لم تتواني أبدا عن تقديم العون الفكري والمعنوي وكل ما أمكن ولو على حساب وقتها الثمين .

كما أتوجه بالشكر الجزيل لكل من :

- الأساتذة الكرام ، أعضاء لجنة الحكم على الرسالة ، الدكتور حبيب محمود والدكتور أحمد العلي ، الذين تفضلوا بالموافقة على الحكم على هذه الرسالة المتواضعة .
- عمادة كلية الاقتصاد بجامعة دمشق وأعضاء هيئة التدريس وكل موظفيها أجمعين .
- كل الذين ساهموا في انجاز هذا البحث المتواضع .

الإهداء

إلى :

• الرسول الأعظم

الذي أدانت بعلمه العلماء

وأقرت بفضله الفضلاء

فكان للأمم المختلفة

كالبدر يُهتدى به في الظلماء

• أسرتي

• أصدقائي

المبحث الأول : ماهية السندات الحكومية

أولاً : مفهوم السندات الحكومية

السندات لغة : هي جمع سند ، والسند في اللغة كل ما يستند إليه ويعتمد عليه من حائط وغيره .

والسند في الاقتصاد ورقة مالية مثبتة لقرض حاصل ، وله فائدة ثابتة ^١

والسند اصطلاحاً كما عرفه MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY بأنه صك يمثل قرضاً يحرر من قبل المصدر (issuer) إلى المستثمر (investor) ويلتزم مصدر السند برد المبلغ المحدد " القيمة الاسمية " بتاريخ محدد ، مرفقا بمدفوعات الفائدة الزمنية ^٢.

ويعرفه منير إبراهيم هندي بأنه : صك مديونية يصدر عن منشأة أعمال أو عن الحكومة ، يعطي لحامله الحق في استرداد القيمة الاسمية المحددة عندما يحين تاريخ الاستحقاق ، كما يعطيه الحق في الحصول على فائدة بصفة دورية وفقاً للمعدل المحرر على السند ^٣.

وأما دانيال الكعدي فيعرف السند بأنه : عبارة عن ورقة مالية تمثل ديناً لمالكه على الجهة المصدرة إلى أجل مستحق ، وفي موعد الاستحقاق يسترد الدائن المبلغ الأصلي للسند بالإضافة إلى الفوائد على رأس المال المقترض بحسب نوع هذا السند وصيغته، كما يعتبر السند قيمة حقيقية لأن مبلغ السند يمثل ديناً ، وقيمتة الحقيقية هي قيمة السند التي يتم تسديدها عند الاستحقاق ^٤.

ومن خلال استعراض التعاريف السابقة نستطيع أن نعرف السند الحكومي كما يلي : هو عبارة عن ورقة مالية تصدر عن الحكومة المركزية أو حكومات الأقاليم المحلية من أجل تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة أو تمويل المشاريع التنموية المختلفة ، وهي تمثل قرضاً تلتزم الحكومة فيه بدفع الفوائد المترتبة عليه بصفة دورية إلى حملة السند وذلك وفقاً للمعدل المحرر على السند ، بالإضافة إلى رد القيمة الاسمية للسند عندما يحين موعد الاستحقاق .

^١ المعجم الوسيط ، مجمع اللغة العربية ، القاهرة ١٩٨٥ ، الطبعة الثالثة ، ج ٢ ، ص ٤٥٤

^٢ MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY : FINANCIAL MARKETS + INSTITUTION , BOSTON : PEARSON 2003 ,PAG245

^٣ هندي، منير إبراهيم: إدارة المنشآت المالية وأسواق المال . الإسكندرية . مركز الدلتا 2006 ، ص 142-143

^٤ الكعدي ، دانيال : السندات ، مجلة عالم المال ، العدد (7) ، حزيران 2007 ، ص 28

ثانياً : نشأة السندات الحكومية

إن القرص الحكومي (Government Debt) يمثل ظاهرة حديثة نسبياً ، إذ تعود بدايتها إلى القرن الثاني عشر ، وذلك عندما قامت حكومة فينيسيا بإصدار قرض بفائدة ، مضمون بالعائد المتحصل من احتكار الحكومة للملح ، وبعد قرون تطور هذا الإجراء إلى نظام بدأت فيه عائدات ضرائب الملح المستقبلية تباع في مزادات ، ولم يبدأ هذا الأسلوب في تمويل الحكومات بالانتشار إلى بقية الدول الأوروبية حتى بداية القرن السادس عشر ، عندما قامت جمهورية هولندا (Dutch) - من أجل تمويل حرب الاستقلال الطويل ضد اسبانيا - بإصدار قروض مضمونة بعائدات الضرائب المحددة ، أو بضمان عام من قبل الولاية ، هذه القروض حملت كوبونا سنويا ثابتا ، يدفع في فترة غير محددة في المستقبل ، ولا يعاد فيه دفع قيمة أصل القرض ، وهو ما يعرف بالسند الدائم أو الأبدى ، وسعر الفائدة الأولي كان حوالي 8 بالمائة ، وبما أنه أصبح يوفر تدفقا غير محدد من مدفوعات الفائدة ، أصبح هذا القرض مشهورا من قبل العائلات الغنية ، حيث كانت تحتفظ به من أجل توريثه للأجيال القادمة . وإن نجاح هذا القرض أدى إلى انتشاره في الدول الأخرى ، وفي منتصف القرن الثامن عشر ، حولت بريطانيا القسم الأكبر من القرض القائم لديها إلى إصدار خاص من سندات الدين جعلها قابلة للتداول ، وموفرة بذلك معايير جعلت البريطانيين يستبدلون قروض عام ١٧٢٦ و ١٧٥١ بهذه الإصدارات ^١ . وفي الولايات المتحدة الأمريكية ، قام الكونغرس القاري (Continental Congress) بإصدار أول قرض حكومي في عام 1776 من أجل تمويل الحرب الثورية ^٢ . أما ادونات الخزينة (treasury bills) فقد صدرت لأول مرة في بريطانيا عام 1877 م بالعملة المحلية (الجنية الإسترليني) ، حيث استخدمت كأحدى أدوات الاقتراض الحكومي (الخزانة العامة) القصير الأجل ، وكانت تشكل وعدا (التزاما / كمبيالة) بدفع مبلغ معين مكتوب على الورقة بعد ثلاثة أشهر (٩١) من تاريخ إصدارها . وتطرح هذه الأدوات في سوق الأوراق المالية للاكتتاب ، أو يطلب من بعض المؤسسات المالية المختلفة (discount houses) تقديم عروضها (عطاءاتها) لشراء عدد معين من هذه الادونات بسعر محدد عند إصدارها ، وذلك حسب عملية المزايدة السرية مرتبطة بالقرض العام للدولة ومؤسساتها .

¹ Naill Ferguson, The Cash Nexus, New York: Basic Books, 2001. Page361

² Dominique Dupont & Brian Sack :The Treasury Securities Market. Federal Reserve Bulletin . December 1999. Page785

كما توجد اذونات لا تعرض للاكتتاب العام في سوق الأوراق المالية ، ولا يطلب تقديم العروض لشرائها ، بل تباع مباشرة لبعض المؤسسات المالية المفضلة من الجهة التي أصدرت السندات وبسعر محدد . ويطلق على مثل هذه الإصدارات اسم (tap issue) وكانت هذه السندات (الاذونات) تطرح في سوق الأوراق المالية المحلية ، ولا يتعدى نطاق تداولها حدود الدولة الواحدة ، وبالعملة المحلية فقط ^١ . ويعتبر الاقتصادي الأمريكي Bagehot أول من اقترح فكرة تمويل خزانة الدولة في الولايات المتحدة في عام 1887 بواسطة اذونات الخزينة ، ومنذ ذلك التاريخ اعتبرت اذونات الخزينة من الأدوات الهامة في سوق النقد ^٢ . أما في اليابان فقد بدأت الحكومة اليابانية منذ عام 1886 بإصدار سندات قصيرة الأجل ، بينما لم تقم بإصدار سندات طويلة الأجل إلا بعد العام 1966 ، وجميع هذه السندات كان قد امتصها السوق . أما إصدارها فقد حصل عبر عقود للاكتتاب ، ولتفويض عرض سندات جديدة ، طرفاها البنك المركزي الياباني بصفته وكيلًا للحكومة فيما يتعلق بالدين العام ، من جهة ، وهيئة للاكتتاب الممثلة لمجموعة من المصارف (syndicat) من جهة ثانية ^٣ .

ثالثاً : خصائص السندات الحكومية

إن للسندات الحكومية خصائص عامة مشتركة ، إلا أن بعض الحكومات قد تضع بعض هذه الخصائص ضمن شروط الإصدار ولا تضع الأخرى ، ولذلك تختلف هذه الخصائص من حيث القيمة الاسمية وحجم الإصدار ومعدل الكوبون وتاريخ الاستحقاق من مجموعة سندات لأخرى ، وبشكل عام فإن السندات الحكومية تتميز بعدة خصائص هي :

١. القيمة الاسمية للسند

هي القيمة الأصلية للسند أي القيمة التي يتم إصدار السند بها ، وتمثل كمية النقود التي اقترضتها الحكومة وتلتزم بسدادها في تاريخ لاحق ^٤ ، وعند إصدار أي سند تتم دعوة المستثمرين للاكتتاب بالحد الأدنى من السندات بالقيمة الاسمية أو بمضاعفات تلك القيمة الاسمية ^٥ .

^١ د. عجام،ميثم: التمويل الدولي . زهران للنشر . عمان 2006. ص 157-158

^٢ د. خريوش،حسن علي ، د. أرشيد ،عبد المعطي رضا:الأسواق المالية . عمان . دار زهران 1998. ص 48-49

^٣ د. ملاك، وسام:البورصات والأسواق المالية العالمية.بيروت. دار المنهل اللبناني . الطبعة الأولى 2003 ص 81

^٤ الحناوي،محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات . الدار الجامعية . الإسكندرية 2008 ، ص 226

^٥ كويل ،برايبان: السندات الحكومية . مرجع سابق ص 22

٢. معدل الفائدة

يطلق على معدل فائدة السند سعر كوبون الفائدة أو كوبون السند ، ويمثل المبلغ الذي تلتزم الحكومة المصدرة للسند بدفعه إلى حملة السندات ، ويتم حساب هذا المبلغ بنسبة مئوية للسند الواحد مضافة للقيمة الاسمية للسند ، ويدفع هذا المبلغ أما بشكل سنوي أو كل ستة أشهر حسب نوعية سوق السندات في الدولة المصدرة للسند^١.

٣. تاريخ الاستحقاق

يعني تاريخ الاستحقاق الفترة مابين إصدار السند وحتى حلول تاريخ استرداده ، وغالبا ما تحدد تلك الفترة عند إصدار السندات لتكون فترة طويلة الأجل بعض الشيء ، نظرا لان الحكومة عادة ما تكون في حاجة لتمويل طويل الأجل .

ويحدد تاريخ استحقاق السند وفقا لما يفضله المستثمر ، فعلى سبيل المثال : إذا رغبت إحدى الحكومات في إصدار سندات مدتها عشرون سنة ولم يكن ثمة إقبال من قبل المستثمرين على هذه السندات بتاريخ الاستحقاق المحدد بالعائدات الحالية ، ففي هذه الحالة ستضطر الحكومة إلى أن تصدر سندات ذات تاريخ استحقاق آخر قد يزيد إقبال المستثمرين عليها أو أن تحسن قيمة العائد للمستثمرين لسندات العشرين سنة وذلك بتوفير قيمة أعلى لكوبون الفائدة^٢. وتاريخ الاستحقاق يعطي مؤشرا على حجم السيولة الكلية التي يجب توفيرها من هذه التواريخ^٣.

رابعاً : أهمية سوق السندات الحكومية

يعرف سوق السندات الحكومية بأنه السوق الذي يتم به تداول السندات التي تصدر من قبل الحكومة . وتعد هذه السوق سوقا مهمة للغاية في كافة الاقتصاديات المتقدمة والناشئة نظرا للدور الكبير الذي تقوم به في تطوير اقتصاديات هذه البلدان ، وذلك من خلال توفير العديد من المزايا لكل من السلطتين النقدية والمالية بالإضافة إلى القطاع المالي والمصرفي والمستثمرين

^١ الحناوي، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات . مرجع سابق، ص226

^٢ كويل، برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ، ص 20-21

^٣ د. حسن ،أمين عبد العزيز: الأسواق المالية . القاهرة . دار قباء الحديثة ٢٠٠٧ ، ص ٤٩

١. أهمية قيام سوق للسندات الحكومية بالنسبة للسياسة النقدية

١. يساعد وجود هذا السوق على الفصل بين المتطلبات التمويلية للحكومة والجانب النقدي للاقتصاد ، مما يؤدي إلى تقوية استقلالية المصرف المركزي وتطوير سياسته بصورة تركز أساسا على الحفاظ على مستوى الأسعار .

٢. يوفر أدوات غير مباشرة مثل عمليات السوق المفتوحة ، التي تمكن المصرف المركزي من استخدامها في إدارة السياسة النقدية بصورة أكثر فاعلية ودون خلق أية تشوهات في السوق ، حيث تعزز عمليات السوق المفتوحة من سيولة السوق الثانوي لسندات الخزينة ، وتسمح بتحديد معدلات الفوائد من خلال العرض والطلب على نحو أكثر فاعلية من التحديد الإداري لمعدل الفائدة^١.

٣. يمكن المصرف المركزي من التدخل في السوق الأولية للسندات الحكومية وذلك لغايات إدارة السياسة النقدية عبر التحكم بالسيولة من خلال تغيير صافي الإصدارات عند كل مزاد ، كما يمكن القيام لأغراض امتصاص السيولة ببيع هذه السندات في السوق الثانوية (Outright sale) أو شرائها من هذه السوق (Outright purchase) بهدف ضخ السيولة ، كما يستطيع البنك المركزي أيضا استخدام عمليات إعادة الشراء (repo) من أجل ضخ السيولة، وعمليات إعادة الشراء المعاكسة (reverse repo) من أجل سحبها^٢ .

٤. تعتبر أسعار السندات الحكومية المتشكلة في سوق يتميز بالعمق والسيولة العالية ، أفضل مصدر للمعلومات عن توقعات المتعاملين حول التضخم وتذبذب أسعار الفائدة^٣.

^١ الشوم ،محمود: أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي . دمشق . عالم المال . العدد7 - 2007

^٢ الشوم ،محمود: أهمية إصدار سندات الخزينة وتسديد الدين العام " في إطار إصلاح المالية العامة في سورية " دمشق . مجلة عالم المال . العدد3 - 2007

³ Jorge Castellanos : Developing Government Bond Markets ,Washington, D.C. March 1998 - No. IFM-111, page 3

٢. أهمية قيام سوق للسندات الحكومية بالنسبة للسياسة المالية

١. يتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة قائم على أسس حقيقية غير تضخمية ويوفر بديل أفضل للتمويل من الاقتراض من المصرف المركزي ، وبالتالي يقلل من مخاطر الضغوط التضخمية والضغوط على سعر صرف العملة المحلية .
٢. يزيد كفاءة إدارة الدين العام فالحكومة تصبح أكثر إدراكاً لجانب الكلفة المتوجب دفعها من أجل تمويل الدين العام ، ويؤدي ذلك إلى تقليل أعباء الاقتراض على الفترتين المتوسطة والطويلة الأجل ^١.
٣. يزيد من حساسية المستثمرين لسياسات وتوجيهات الحكومة ، مما يشكل مؤشراً يساعد في التعرف على ردة فعل السوق والمستثمرين على هذه السياسات ، الأمر الذي يساهم في توجيه السلطات نحو تبني السياسات السليمة ^٢.
٤. يحسن القدرة التحليلية لوزارة المالية للوصول إلى توقعات دقيقة لاحتياجاتها التمويلية من حيث زيادة أو تخفيض الضرائب والإنفاق الحكومي ^٣.
٥. إن إصدار السندات الحكومية يعزز من وضوح المحاسبة الحكومية حيث أن القيمة المستوجبة للدين العام ستصبح رقماً واضحاً وموثوقاً يتم نشره في مواعيد حدوثة ^٤.

٣. أهمية قيام سوق للسندات الحكومية بالنسبة للقطاع المالي والمصرفي

١. توفير أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف ، والتي ستزيد من درجة كفاءة إدارة السيولة بها ، ويرفع من درجة تطورها المالي بحيث تتمكن المصارف من تقديم هذه السندات ككفالة لضمان الاقتراض من المصرف المركزي " تسهيل لومبارو " وسيكون بوسع المصارف تحسين قدرتها على التنافس في استقطاب ودائع الزبائن ، بما أنها ستجد نافذة مستمرة لإعادة استثمار الأموال المودعة ^٥.

^١ الشوم ،محمود: أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي . مرجع سابق

^٢ Jorge Castellanos : Developing Government Bond Markets , op.cit; page 8-9

^٣ الشوم ،محمود: أهمية إصدار سندات الخزينة وتسديد الدين العام " في إطار إصلاح المالية العامة في سورية " . مرجع سابق

^٤ الشوم ،محمود: أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي . مرجع سابق

^٥ الشوم ،محمود: أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي . دمشق . عالم المال . العدد 7 - 2007

٢. تشكل الإصدارات المرجعية للسندات الحكومية (Benchmark Issue) منحني عائد مرجعي (Yield Curve) خال من المخاطرة يستخدمه السوق مؤشرا لتسعير كافة الأصول والأدوات المالية الأخرى، مما يساعد على خلق وتطوير أسواق لهذه الأصول والأدوات ، كما أنها تساعد على تأسيس منحني الائتمان الكلي (overall credit curve).

٣. يزيد سوق السندات الحكومية من الاستقرار المالي الكلي ، ويطور الوساطة المالية من خلال تعظيم المنافسة وتطوير البنية التحتية (financial infrastructure) والمنتجات (products) والخدمات (services) في القطاع المالي .

٤. تعمل السندات الحكومية أيضا كمحفز يسرع من تطوير تقنيات ومنتجات مالية جديدة لإدارة المخاطر مثل المشتقات (Derivatives) ، وهي بذلك تزيد من عمق السوق وتعزز الكفاءة المالية وبالتالي تزيد من القدرة التنافسية للاقتصاد^١.

٤. أهمية قيام سوق للسندات الحكومية بالنسبة للمستثمرين

١. يعد الاستثمار بالسندات الحكومية استثمارا خاليا من المخاطرة ، لان إصدار هذه السندات يكون مضمونا بسلطة الدولة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكومية وليس بالأصول المالية أو المادية ، ولذلك فان الاستثمار في هذه السندات يعد أكثر أمانا بالنسبة للمستثمر من الاستثمار في سندات الشركات الأهلية كما يساهم سوق السندات الحكومية بزيادة معدلات الادخار ونقل المدخرات لتمويل الاستثمارات المختلفة .

٢. تطوير هيكل النظام المالي من نظام يعتمد بشكل أساسي على المصارف كمصدر للتمويل ، إلى نظام متعدد الأطراف ، يتكامل فيه دور القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية .

٣. إن هيكل معدل الفائدة الزمني (term structure of interest rates) في سوق السندات الحكومية ، يوفر معيارا أساسيا لتقييم الاستثمارات المختلفة ، حيث يوفر تقديرات تقريبية لعوائد الاستثمار في مختلف الظروف الاقتصادية ، وهذه التقديرات التقريبية تشكل الحد الأدنى من العائد على الاستثمار الذي يقبل به المستثمر كعائد مجزي .

¹ World Bank :Developing a Government Bond Market: An Overview,2001 ,pages 2-3-4-5

٤. تشكل السندات الحكومية جزءا بالغ الأهمية من محفظة الأوراق المالية بالنسبة للمستثمر وخصوصا للعديد من هيئات الاستثمار الكبرى مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين ، وذلك لان السندات الحكومية تؤمن تدفقا مستقبليا من الدخل يمكن التنبؤ به .

٥. إن السندات الحكومية تصدر في اغلب الأحيان مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل ، وهي بذلك تشكل عامل جذب مهم للكثير من المستثمرين .

٦. إن وجود سوق للسندات الحكومية يعزز من سيولة السوق المالي والنقدي الثانوي ، فيقلل بذلك من مخاطر إعادة الاستثمار ، و يحفز الشركات على تطوير إدارة المخاطر لديها ^١.

خامساً : عيوب السندات الحكومية

كما إن السندات الحكومية تتمتع بالكثير من المزايا التي تجعلها إحدى أهم الأدوات المالية في السوق المالية والنقدية ، إلا أنها بنفس الوقت لا تخلوا من العيوب ، ولعل من أبرزها ما يلي :

١. قلة تنوع آجال السندات الحكومية

إن إستراتيجية إدارة محافظ السندات تتطلب أن تكون آجال السندات المتاحة والمتداولة في السوق متعددة بحيث توفر خيارات متعددة للمستثمر يستطيع أن يبني عليها إستراتيجية الاستثمار المناسبة والتي تحقق له الأهداف المحددة مسبقا من قبله ، وهو ما يستلزم ضرورة اتساع وتنوع آجال السندات الحكومية ، وبشكل عام تتراوح آجال السندات الحكومية بين متوسطة الأجل ١-٧ سنوات ، وطويلة الأجل أكثر من سبع سنوات ، وهذا ما يفقد المستثمر القدرة على تنويع محفظته المالية وفقا لأجل الاستحقاق ^٢.

٢. ارتفاع فئة الإصدار

تصدر السندات الحكومية بقيمة اسمية ثابتة ضمن فئات تكون عالية نسبيا ، ويعتبر إصدار السندات الحكومية بتلك القيمة العالية في غير متناول الطبقة العريضة من المتعاملين وهم صغار المستثمرين ، مما يؤثر على تداول السندات ، وذلك لأن ارتفاع فئة الإصدار للسندات الحكومية

^١ Jorge Castellanos : Developing Government Bond Markets , op.cit; pages 8-9-10-11

^٢ د. عبد التواب، محمد حلمي: البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي، القاهرة، 2004 ص 82

قد لا يتناسب مع حجم المدخرات القابلة للاستثمار لدى صغار المستثمرين ، ولا يتناسب مع احتياجات السيولة في حالة الرغبة في التسييل الجزئي لمحفظه الأوراق المالية^١.

٣. الأثر على سعر الفائدة

نتيجة لدخول الدولة سوق الائتمان سيؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر الفائدة بسبب منافستها للقطاع الخاص في أموال التسليف الكلية في البلاد ، مما يؤثر سلباً على اقتراض الأفراد^٢.

٤. أثر التضخم

إن دخول الدولة سوق الائتمان سيؤدي إلى مزاحمتها للقطاع الخاص في أموال التسليف الكلية في البلاد ، وعلى هذا الأساس يتسبب التمويل من خلال الدين العام (على الأرجح) آثاراً طارئة أو مزاحمة (Crowding out effects). فالأموال التي اكتتب بها القطاع الخاص والأفراد كان بالإمكان توجيهها نحو الاستثمار أو بناء المنازل أو زيادة الاستهلاك الذي من شأنه تحفيز الإنتاج. وهكذا فإن جزءاً لا يُستهان به من (السيولة) الخاصة قد تم امتصاصها في القنوات الحكومية مما قد يكون له آثاراً انكماشية، ولتشجيع الاكتتاب في الدين العام قد تلجأ السلطات العامة إلى رفع أسعار الفائدة على السندات الحكومية. والنتائج المحتملة لذلك هي انخفاض الاستثمار الخاص وارتفاع معدلات التضخم^٣.

^١ د. عبد النواب ، محمد حلمي: البورصة المصرية والبورصات العالمية، مرجع سابق ، ص 84

^٢ حداد ، فراس : السندات الحكومية بين مؤيد ومعارض . مجلة أبيض وأسود . العدد 328

^٣ حداد ، فراس : السندات الحكومية بين مؤيد ومعارض . مرجع سابق

سادساً : مخاطر الاستثمار في السندات الحكومية

١. مخاطر تقلبات سعر الفائدة Interest Rate Risk

وهي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات والحكومة نتيجة التغيرات التي تحصل في سعر الفائدة السائد في السوق ، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة السائد في السوق يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسند^١ ، مما ينتج عنه ما يلي^٢:

١. خسائر ضمنية للمقترض " المستثمر " تتمثل بالفرق بين سعر الفائدة على السندات ، وسعر الفائدة السائد في السوق .

٢. انخفاض في تكاليف التمويل الذي تحصل عليه الجهة المصدرة للسند " الحكومة " .

أما في الحالة المعاكسة ، أي حالة انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق ، ففي هذه الحالة فإن انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق يؤدي إلى ارتفاع في القيمة الاسمية للسند ، مما ينتج عنه ما يلي :

١. أرباح إضافية يحصل عليها المقترض " المستثمر " تتمثل بالفرق بين سعر الفائدة على السندات وسعر الفائدة السائد في السوق .

٢. ارتفاع في تكاليف التمويل الذي تحصل عليه الجهة المصدرة للسند " الحكومة " .

٢. مخاطر التضخم Inflation Risk

وهي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات الحكومية بفعل ظاهرة التضخم ، التي تؤدي إلى الارتفاع المستمر والتدريجي في الأسعار ، وما ينتج عنه من انخفاض في القوة الشرائية للوحدة النقدية ، وهذا يؤدي إلى تآكل في القيمة الاسمية للسندات الحكومية^٣ .

^١ د. خريوش، حسن علي ، د. أرشيد، عبد المعطي رضا: الأسواق المالية. مرجع سابق ، ص 82

^٢ د. حسن ، أمين عبد العزيز: الأسواق المالية . مرجع سابق ، ص 55

^٣ د. فليح ، حسن خلف : الأسواق المالية والنقدية . جدارا للكتاب العالمي – عمان . عالم الكتاب الحديث – إربد .

وترتبط مخاطر التضخم بطول فترة استحقاق السند ، فكلما طالت فترة استحقاق السند كلما ارتفعت درجة المخاطرة ، ولهذا نجد أن مخاطر التضخم تكون أكبر في السندات متوسطة وطويلة الأجل منها في السندات قصيرة الأجل^١.

ونلاحظ هنا أن الجهة المصدرة للسند " المقترض " هي المستفيدة في هذه الحالة على حساب الجهة المقرضة " المستثمر " حيث تحصل الجهة المصدرة للسند على نقود ذات قوة شرائية أعلى عند بيعها للسند ، وتدفع نقود ذات قوة شرائية أقل عند الاستحقاق^٢.

ويمكن لحملة السندات الحكومية تجنب هذه المخاطر التي تنتج عن ظاهرة التضخم بشراء السندات الحكومية ذات معدل الفائدة المتغير أو المرتبط بمؤشرات الأسعار .

٣. مخاطر الاستدعاء Call Risk

هي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات الحكومية عندما تقوم الجهة المصدرة للسند " المقترض " باستدعاء السندات من أجل السداد قبل أن يحين موعد استحقاقها .

وترتبط هذه المخاطر بالعلاقة بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة السائد في السوق ، حيث يتحمل حامل السند " المقرض " خسارة في حالة استدعاء السندات عندما يكون سعر فائدتها الاسمي أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق ، وهذا الاستدعاء يحقق منفعة لمصدر السند " المقترض " تتمثل في سداد قرض ذي كلفة تمويل مرتفعة واستبداله بقرض آخر ذي كلفة تمويل منخفضة تساوي معدل الفائدة السائد في السوق^٣.

٤. مخاطر إعادة الاستثمار Reinvestment Risk

هي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات عندما لا يتمكنون من إعادة استثمار القيمة الاسمية والفائدة على السند القديم في استثمار جديد يحقق لهم عائداً يساوي العائد المتحقق من الاستثمار السابق، ويكون حملة السندات قصيرة الأجل هم الأكثر تعرضاً لهذه المخاطر حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس معدل العائد في حالة انخفاض معدل الفائدة السائد في السوق^٤.

^١ د. حسن ، أمين عبد العزيز: الأسواق المالية . مرجع سابق ، ص 55

^٢ د. حسن خلف ، فليح : الأسواق المالية والنقدية . مرجع سابق ، ص 252

^٣ د. حسن خلف ، فليح : الأسواق المالية والنقدية . مرجع سابق ، ص ٢٥٤

^٤ د. خريوش، حسن علي ، د. أرشيد ، عبد المعطي رضا: الأسواق المالية . مرجع سابق ، ص 83

سابعاً : تصنيف السندات الحكومية

يمكن تصنيف السندات الحكومية كغيرها من السندات التي تصدرها الشركات والمنشآت الخاصة وفقاً لعدة اعتبارات ، من أهمها :

١. تصنيف السندات الحكومية من حيث الجهة المصدرة للسند :

١,١. سندات الحكومة المركزية

وهي السندات التي تصدرها الحكومة المركزية لأجل مختلف ، ولا يواجه مصدرو هذا النوع من السندات أية مخاطر وظيفية وسوقية ، وعادة ما يتم إصدار هذا النوع من السندات بغرض تمويل الإنفاق العام في الدولة^١ ، وتتميز هذه السندات بأنها خالية من المخاطرة وذلك لأن هذه السندات تكون مضمونة من قبل الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكومية كالضرائب .

وتعد سندات الخزينة Treasury Bonds & Notes من أهم السندات الحكومية التي تصدرها الحكومة المركزية ، ومن بين هذه السندات ، سندات الادخار " Savings Bonds " ^٢ .

٢,١. سندات الهيئات الحكومية المحلية

وهي السندات التي تصدرها هيئة حكومية أو تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية ، وتكون أرباحها معفاة من الضرائب^٣ ، وعادة ما يتم الوفاء بقيمة هذه السندات من خلال الضرائب المتحصلة ، أو من خلال العائد الذي تدره المشاريع التي يتم استثمار هذه السندات فيها ، ويتم إصدار هذه السندات لأجل طويلة مما قد يعرضها لمخاطر التضخم والتغيرات التي تطرأ على أسعار الفوائد ، كما أنها تتميز بانخفاض درجة المخاطرة^٤ .

^١ د. خريوش، حسن علي ، د. أرشيد ، عبد المعطي رضا: الأسواق المالية .مرجع سابق ، ص 83

^٢ محفوظ ، جبار : الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية ، الطبعة الأولى 2002، ج ٢ ، ص

^٣ د. هارون ، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ، مرجع سابق ، ص 237

^٤ د. خريوش، حسن علي ، د. أرشيد ، عبد المعطي رضا: الأسواق المالية .مرجع سابق ، ص 84

وتعد سندات البلدية " Municipal Bonds " من أشهر السندات التي تصدر عن الهيئات الحكومية المحلية ، وتمتاز هذه السندات بإعفاء الأرباح المحققة منها من الضرائب (ولا تعفى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيعها)^١ *.

٢. تصنيف السندات الحكومية من حيث شكل الإصدار :

١,٢. السند لحامله " BEARER BONDS "

هو ورقة مالية قابل للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل ، ويصدر خاليا من اسم المستثمر ولا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار ، فتنتقل ملكية السند بطريقة الاستلام ، ويكون لحامله الحق بالحصول على الفائدة عند استحقاقها ، كما يكون له الحق بالحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق^٢.

٢,٢. السند الاسمي أو المسجل " Nominal or Registered "

يكون السند اسميا أو مسجلا عندما يحمل اسم صاحبه ، ويوجد في سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة ، وهذه السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل (fully registered) ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته ، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيل جزئيا (Partially Registered) ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط ، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من المصرف مباشرة^٣.

^١ محفوظ ، جبار : الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية ، مرجع اسبق ، ص 68

* إن الأرباح الرأسمالية هي مقدار الارتفاع في قيمة الأصل المستثمر فيه ، وتتحقق هذه الأرباح عند بيع الأصل بقيمة أعلى من قيمته الاسمية

^٢ الكعدي ، دانيال : السندات ، مجلة عالم المال ، ص 29

^٣ د. هارون ، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ، مرجع سابق ، ص 242

٣. تصنيف السندات الحكومية من حيث الفترة الزمنية :

١,٣. سندات دائمة " Perpetual Bonds "

هي السندات التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ، حيث أن حاملها يستطيع الإبقاء على ملكيتها كيفما يشاء ، إلا إذا رغبت الحكومة المصدر للسندات في استردادها ^١ .

٢,٣. سندات حكومية طويلة الأجل " Long-term Bonds "

وهي السندات التي يزيد أجلها عن السبعة أعوام ، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل يتم تداولها في سوق المال ، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي تصدر على السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل ^٢ ، وتستغل الأموال المقترضة من هذه السندات في تمويل عجز الموازنة ، وأيضاً في سداد الديون المستحقة الدفع ^٣

٣,٣. سندات حكومية متوسطة الأجل " Medium-term Bonds "

وهي السندات التي يزيد أجلها عن العام الواحد ولا تتجاوز السبعة أعوام ، وتعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل ^٤ .

٤,٣. سندات حكومية قصيرة الأجل " Short-term Bonds "

وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عاماً واحداً ، وعادة ما تكون مدتها ثلاثة أشهر أو ستة أشهر ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد ^٥ ، وتتمتع هذه السندات بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها ، وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً ، وتستخدم الأموال المقترضة من هذه السندات غالباً لسد عجز الخزينة الذي قد تعاني منه الحكومة لفترة قصيرة الأجل ^٦ .

^١ هندي ، منير إبراهيم : إدارة المنشآت المالية وأسواق المال . مرجع سابق ، ص 143

^٢ د. هارون ، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ، مرجع سابق ، ص 243

^٣ كويل ، برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ص 7

^٤ د. هارون ، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ، مرجع سابق ، ص 243

^٥ د. هارون ، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ، مرجع سابق ، ص 243

^٦ كويل ، برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ص 7

٤. تصنيف السندات الحكومية من حيث السوق التي يتم إصدار السند بها

١,٤. السندات المحلية

هي السندات التي تصدرها الحكومة في السوق المحلية للسندات الخاصة بها ، ويعد الاستثمار في هذه السندات استثمارا خاليا من المخاطر ، إذ تستطيع الحكومة طبع مزيد من البنكوت لسداد المبلغ المقترض في حالة وجود عجز لدى الحكومة لا يمكنها من سداد ديونها الداخلية ، ولكن على الرغم من أن الاستثمار في السندات الحكومية المحلية آمن من الناحية الائتمانية ، فهناك مخاطر بالنسبة للعملة قد يواجهها المستثمرون الأجانب ، في حال انخفاض قيمة العملة التي تم إصدار السندات بها أمام قيمة عملة المستثمر الأجنبي ، إذ سيواجه هذا المستثمر خسارة ناجمة عن هذا الانخفاض في قيمة العملة المحلية ^١.

٢,٤. السندات الدولية " السيادية "

هي السندات التي تصدرها الحكومة المركزية في أسواق رأس المال الدولية ، وغالبا ما يتم إصدار هذه السندات بعملات أجنبية مختلفة كالدولار واليورو .

وهناك العديد من الأسباب التي تدعوا الحكومة لإصدار سندات دولية ، وأهم هذه الأسباب ما يلي ^٢:

١. يمكن أن توفر أسواق السندات الدولية قاعدة اكبر من المستثمرين أكثر من السوق المحلية .
 ٢. لا تملك بعض الدول النامية سوقا كبيرا للأوراق المالية كما ينبغي لجمع رأس المال بشكل كاف ، ومن ثم لابد من التطلع لمستثمرين دوليين لتمويلها .
 ٣. قد تتمكن الحكومة ذات العملة المحلية الضعيفة من جذب مزيد من اهتمام المستثمرين الأجانب بإصدار سندات بعملة قوية بدلا من إصدار سندات محلية بعملة ضعيفة.
- وتمتاز السندات الدولية بأنها تستفيد من وضع ضريبي مميز يتمثل في إعفائها من الاقتطاع الضريبي عند المنبع من جانب البلد المصدر ^٣ ، كما أنها تتميز بالسيولة النقدية العالية و تكون

^١ كويل ،برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ص 15-16

^٢ كويل ،برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ص 131-130

^٣ د. ملاك، وسام : البورصات والأسواق المالية العالم ، الجزء الثاني ، ص 158-159-160

مكفولة من قبل الجهة التي أصدرتها ، ولكنها تحمل درجة مخاطر اكبر مقارنة بالسندات المحلية ، وذلك لان سوق السندات الدولية يرتبط ارتباطا وثيقا بما يسود سوق العملات الدولية من مظاهر الاستقرار أو عدم الاستقرار من حيث العرض والطلب ، أو من حيث أسعار الفائدة المختلفة الآجال ^١.

٥. تصنيف السندات الحكومية من حيث معدل الفائدة

١,٥. السند الصفري " Zero Coupon Bonds "

هو السند التي لا يحمل قسائم فائدة ، وإنما يصدر بخصم أي بقيمة أقل من قيمته الاسمية ، وعند حلول أجل الاستحقاق يسدد بقيمته الاسمية ، ويمثل الفارق بين القيمة الاسمية والقيمة المخصومة ، العائد الذي يحصل عليه المستثمر الحامل للسند ^٢.

٢,٥. سندات حكومية ذات معدل فائدة ثابت "Fixed Rate Bonds"

وهي السندات التي يتم تحديد معدل الفائدة بها بنسبة مئوية من قيمتها الاسمية ، ويبقى هذا المعدل ثابتا حتى تاريخ الاستحقاق ، وهذه السندات إما أن تكون دائمة " دون تاريخ استحقاق محدد " أو يتم استردادها بالقيمة الاسمية لها في موعد محدد أو بين موعين يتم تحديدهما ^٣.

٣,٥. سندات حكومية ذات معدل فائدة متغير "Floating Rate Bonds"

وهي السندات التي يتغير معدل الفائدة بها وفقا للتغيرات التي تحدث في سعر الفائدة السائد في السوق ، حيث يعاد تحديد معدل الفائدة وفق معايير محددة وذلك بإضافة هامش معين فوق المعدل المرجعي (base rate) كل سنة أو ستة أشهر . فعندما تدفع الفائدة كل ستة أشهر ، يعاد تحديد معدل الفائدة بفترات زمنية مؤلفة من ستة أشهر للمرة المقبلة ، مع الرجوع إلى مقياس معدل الفائدة في السوق ^٤ . وبصفة عامة : ليست السندات الحكومية المحلية ذات معدل الفائدة المتغير شائعة ومنتشرة ، حيث تعتبر بديلا ضعيفا لسندات ووثائق سوق المال ذات معدل الفائدة المتغير ،

^١ د. عجام، ميثم: التمويل الدولي. مرجع سابق ، ص 163-164

^٢ 2 RESERVE BANK OF INDIA : A Primer on Government Securities Market . Mumbai September 2008 . page 9

^٣ كويل ,برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ، ص ٢٤

^٤ RESERVE BANK OF INDIA : A Primer on Government Securities Market .op.cit; page 9

وكذلك الاستثمارات النقدية مرتفعة العائد ، وقد تستخدمها الحكومة في حالة وجود معدلات تضخم مرتفعة ومعدلات فائدة مرتفعة^١.

٤,٥. سندات حكومية مرتبطة بمؤشرات الأسعار Capital or Inflation Indexed Bonds

تصدر الحكومة السندات المرتبطة بمؤشرات الأسعار لجذب حاملي السندات الراغبين في حماية استثماراتهم ضد التضخم ، وفيها يرتبط ما يتم سداه من فائدة وما يعاد سداه من أصل رأس المال بالتغيرات في الرقم القياسي لأسعار التجزئة ، فعندما يرتفع الرقم القياسي لأسعار التجزئة ترتفع معه مدفوعات السندات المرتبطة بمؤشرات الأسعار بالنسبة المئوية نفسها . وبذلك فان هذه السندات تتميز بما يلي^٢:

١. تتم حماية قيمة ما يعاد سداه من رأس المال في تاريخ الاستحقاق من التضخم .
٢. يتم دفع سعر كوبون منخفض للسندات، على أن يكون سعر فائدة حقيقي يتم حمايته ضد التضخم
٦. تصنيف السندات الحكومية من حيث القابلية للاستدعاء أو الإطفاء

هي السندات التي تتضمن عقودها شرطا يدعى بشرط الاستدعاء Callable Provision ، ويخول هذا الشرط الجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات التي تصدر بهذا الشرط بسعر محدد وفي خلال فترة محددة ، وبهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات^٣:

١,٦. سندات حكومية غير قابلة للاستدعاء " Non Callable Bonds "

وهي السندات التي يحق لصاحبها الاحتفاظ بها حتى انتهاء أجلها ، ولا يجوز للجهة المصدرة للسند استدعاء السند لأي سبب من الأسباب ، فهذه السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على خلاف ذلك بصراحة في عقد الإصدار .

^١ كويل ,براين: السندات الحكومية . مرجع سابق ، ص ٢٤-٢٥

^٢ كويل ,براين: السندات الحكومية . مرجع سابق ، ص 26

^٣ د. هارون ،محمد صبري: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ، مرجع سابق ، ص 246-247

٢,٦. سندات حكومية قابلة للاستدعاء " Callable Bonds "

عندما ترغب الجهة المصدرة للسندات في سداد القرض قبل انتهاء أجله ، فإنها تشترط قابليتها للاستدعاء ، وعادة ما تصدر هذه السندات بعلاوة إصدار تشجيعا للمستثمر على شرائها لان شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل مصدر السند فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالية أو في وقت تكون فيه أسعار الفائدة الثابتة عليه أعلى من تلك السائدة في السوق ، وتختلف هذه السندات من حيث المدة المسموح خلالها بالاستدعاء ، فمنها سندات تكون مطلقة **Free Callable** يكون للجهة المصدرة الحرية في استدعائها في أي وقت بعد إصدارها ، وعلى حامل السند تقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الجهة المصدرة للسند ولا يفقد حقه في الفائدة ، وهذا النوع نادر الوجود بخلاف السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مدة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ إصداره ، وبذلك لا يجوز للجهة المصدرة للسند استدعاؤها قبل مضي هذه المدة ، ويمكن استدعاء بعض هذه السندات اعتبارا من أول يوم يتم فيه السماح بالاستدعاء وحتى انتهاء أجل السندات ، وعادة ما تكون معدلات الفائدة على السندات القابلة للاستدعاء أعلى من معدل الفائدة على السندات غير القابلة للاستدعاء .

٧. تصنيف السندات الحكومية من حيث قابليتها للتحويل

١,٧. سندات حكومية قابلة للتحويل

السند الحكومي القابل للتحويل هو السند الذي يمكن تحويله من نوع معين من الإصدارات إلى نوع آخر من إصدار مختلف قبل حلول تاريخ استحقاقه ، ويتم هذا التحويل في مواعيد محددة في المستقبل وفق اختيار حامل السند ، فكل 100 من القيمة الاسمية للسندات الحكومية القابلة للتحويل يمكن أن يتم تحويلها إلى عدد معين من إصدار مختلف من السندات كبديل لاستردادها .

مثال : لنفترض أن الحكومة قد أصدرت في عام ٢٠١٠ سند خزانة قابل للتحويل بمعدل فائدة قدره ٨ % سنويا ويستحق السداد في عام ٢٠١٥ ، ويمكن تحويل هذا السند إلى سند محول يحمل معدل فائدة قدره ٧,٣٠ % ويستحق السداد عام ٢٠٢٠ ، وشروط التحويل كما يلي :

القيمة الاسمية لسندات قابلة للتحويل بفائدة ٨ %	تاريخ التحويل
يمكن الحصول عليها لكل 100 من القيمة الاسمية لسندات قابلة التحويل بفائدة ٧,٣٠	
١٠٠	1 كانون الثاني ٢٠١٣
٩٨	1 حزيران ٢٠١٣
٩٦	1 كانون الثاني ٢٠١٤
٩٤	1 حزيران ٢٠١٤

نلاحظ أن هناك معدل تحويل للسندات يختلف في كل تاريخ ، وقد يكون آخر موعد للتحويل في نفس يوم تاريخ استرداد السندات القابلة للتحويل ولكن قد يكون قبل ذلك .

ويستطيع حملة السندات الذين لم يقوموا بتحويل السندات التي يملكونها من الإصدار الذي يحمل معدل فائدة قدره ٨ % سنويا إلى الإصدار الذي يحمل معدل فائدة قدرها ٧,٣٠ % سنويا ، أن يستردوا قيمة هذه السندات بقيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها في ١ كانون الثاني من عام ٢٠١٥^١

٢,٧. سندات حكومية غير قابلة للتحويل

السند الحكومي الغير قابل للتحويل هو السند الذي لا يمكن تحويله من نوع معين من الإصدارات إلى نوع آخر من إصدار مختلف ، ويسدد عند حلول تاريخ استحقاقه ، حيث يحصل حملة السندات على مدفوعات الفائدة الاسمية بالإضافة إلى ما يعاد سداه من أصل قيمة السند .

^١ كويل ,برايمان: السندات الحكومية . مرجع سابق , ص 25-26

ثامناً : أنواع السندات الحكومية

١ . اذونات الخزينة Treasury Bills

هي عبارة عن صكوك مديونية تمثل قروضا قصيرة الأجل ، قد تكون فترة استحقاقها ٣ أشهر أو ٦ أشهر أو ٩ أشهر ، وهي تصدر عن الحكومة المركزية لتمويل النفقات الحكومية ريثما تحصل على الإيرادات الناجمة عن الضرائب ، وتبيعها للجمهور بقيمة أقل من قيمتها الاسمية Zero Coupon Bonds ، وعند انتهاء أجلها يحصل حامل الإذن على القيمة الاسمية كلها ، ويكون الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية للإذن بمثابة عائدا على الاستثمار في هذا الإذن ^١. وهناك نوعين رئيسيين من اذونات الخزينة وهما ^٢ :

سلاسل منتظمة من الاذونات " Regular Series Bills "

تصدر أسبوعيا أو شهريا في عروض تنافسية " Competitive Bids " ولفترة ثلاثة أشهر (13) أسبوع ، أو ستة أشهر (26) أسبوع ، أو سنة (52) أسبوع ، وان كل إصدار جديد لثلاثة أشهر أو ستة أشهر يباع أسبوعيا في المزاد ، أما الإصدار ذو فترة استحقاق سنة فانه يباع مرة كل ثلاثة أشهر .

سلاسل غير منتظمة من الاذونات " Irregular Series Bills "

وهي تصدر عن الخزينة عند حاجتها إلى سيولة فقط .

وتعد اذونات الخزينة من أكثر أدوات سوق النقد سيولة وقابلية للتسويق حيث يمكن تحويلها إلى نقد بأقل تكلفة ممكنة ، وقد تلجأ الحكومة في بعض الأحيان إلى استدعائها قبل نهاية فترة استحقاقها في حال توفر الإيرادات الكافية .

¹ Peter S. Rose : Money and Capital Markets " The Financial System in the Economy " Plano Texas, BUSINESS PUBLICATIONS.1983 , PAGES 260-261

^٢ عبد الجواد ، محمد عوض + الشديغات ، علي إبراهيم : الاستثمار في البورصة ، دار الحامد ، عمان ، الطبعة الأولى 2006 ، ص 72-73

٢ . سندات الخزينة Treasury Notes and Bonds

هي عبارة عن صكوك مديونية تمثل قروضا متوسطة وطويلة الأجل ، حيث تتراوح فترة استحقاق سندات الخزينة بين 1 - 30 سنة ، وهي تصدر عن الحكومة المركزية من أجل الحصول على موارد غير تضخمية لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة أو من أجل مكافحة التضخم . وتتيح سندات الخزينة للمستثمر الحصول على مدفوعات فائدة " كوبونات " نصف سنوية إلى نهاية فترة الاستحقاق ، وفي نهاية هذه الفترة يسترجع المستثمر القيمة الاسمية للصك الذي بحوزته . ويمكن استدعاء سندات الخزينة خلال فترة محددة هي على الأغلب فترة السنوات الخمس الأخيرة من أجل السند ، حيث تقوم الخزينة بإعادة شراء السندات بسعر معادل للقيمة الاسمية قبل موعد استحقاقها^١ .

٣ . السندات الادخارية " Saving Bonds "

وهي صكوك مديونية غير قابلة للتداول في البورصة ، تصدر عن الحكومة المركزية ، وتشتري فقط من وزارة الخزانة ، وهناك نوعين من هذه السندات:

النوع الأول يعرف بالسلسلة (E) : وفيها لا تلتزم الخزينة بدفع الفوائد لحملة السندات إلا عند حلول تاريخ الاستحقاق .

النوع الثاني يعرف بالسلسلة (H) وفيها تلتزم الخزينة بدفع فوائد لحملة السندات كل ستة أشهر .

وتتغير الفوائد التي تدفع لحملة هذه السندات كلما تغير سعر الفائدة الخاص بسندات أخرى تصدر عن وزارة الخزانة ، ويستطيع حملة السندات إرجاع سنداتهم لوزارة المالية واسترداد أموالهم قبل تاريخ الاستحقاق وفق إجراءات تكون محددة سلفا ، وتتميز هذه السندات أنه كلما اقترب تاريخ استحقاق السندات كلما كانت قيمة الاسترداد والفوائد أحسن ، وذلك تشجيعا للمستثمرين على عدم استرداد سنداتهم قبل استحقاقها مما يوفر للحكومة مصادر تمويل أخرى^٢ .

^١ د. الشعار، نضال: الأسواق المالية وأدواتها " البورصة " ، مرجع سابق ، ص ٦٥

^٢ محفوظ، جبار : الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية ، مرجع سبق ، ص 63-64

٤ . أوراق الخزينة المجزئة Stripping Treasury Securities

بما أن السندات الحكومية تصدر بقيمة اسمية كبيرة للورقة المالية ، لا تكون في متناول صغار المستثمرين الذين لا يملكون الإمكانية اللازمة للاستثمار في أعداد غير كسرية من السندات ، فإن العديد من شركات الاستثمار تقوم بشراء هذه السندات الحكومية بكميات كبيرة ، وتقوم بفصل مدفوعات الفائدة " Coupons " عن أصل قيمة السند " Principal " ، ثم تعمل على إعادة بيعها إلى جمهور المستثمرين بكميات صغيرة أو بأجزاء من الورقة المالية ، وتباع هذه الكميات الصغيرة أو الكسرية على شكل أسهم " Shares " ، حيث يمثل السهم الواحد سندا واحدا أو جزءا من السند (جزءا من مدفوعات الفائدة عليه ، أو جزءا من ملكية أصل قيمة السند) ، وتدعى عملية تجزئة مدفوعات الفائدة على السند أو تجزئة ملكيته بالأجزاء المجمعة Corpus ، أما عملية بيع الأسهم الممثلة لهذه السندات أو أجزاء السندات فتسمى تجزئة الفائدة " Coupon Stripping " . والإيصالات المتولدة عن عملية تجزئة الفائدة على السندات الحكومية لا تصدر عن الخزينة نفسها ، ولكن التدفقات النقدية المتولدة عنها هي تدفقات مضمونة لأن السندات المودعة لدى أحد المصارف الحارسة " Custodian Bank " هي التزامات دين على الخزينة^١ .

مثال : لنفرض أن إحدى شركات الاستثمار اشترت سندات خزينة بقيمة 100 مليون ل.س تحمل معدل فائدة قدره 5% تسدد كل 6 أشهر ، وهذه السندات تستحق السداد بعد 5 سنوات .

تقوم شركة الاستثمار أولا بإيداع سندات الخزينة في حساب مصرفي يسمى حساب العهدة ، ومن ثم تقوم بفصل مدفوعات الفائدة (2.5 مليون ليرة سورية تسدد على 10 دفعات نصف سنوية) عن أصل قيمة السندات (100 مليون ليرة سورية تستحق بعد 5 سنوات) فيصبح لديها 11 عنصرا منفصلا يمكن تداوله ، ثم تقوم بإصدار إيصالات بقيم مختلفة مسحوبة على حساب العهدة ، وبما أن الخزينة ملزمة بدفع الفوائد المستحقة على سنداتها على 10 دفعات في السنوات الخمس ، بالإضافة إلى التزامها بدفع أصل القرض عند نهاية فترة الاستحقاق ، فإن الإيصال الذي يمثل حقا بالحصول على جزء من التدفقات النقدية (مدفوعات الفائدة 2.5 مليون ليرة سورية + قيمة أصل القرض 5 مليون ليرة سورية) يعد بمثابة سند خصم Zero-coupon

^١ د. الشعار، نضال: الأسواق المالية وأدواتها " البورصة " ، مرجع سابق ، ص 65-66

٥ . سندات البلدية Municipal Bonds

تصدر هذه السندات من قبل حكومة الولاية أو الإقليم أو البلديات أو الإدارات المحلية ولآجال مختلفة قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل ، وهي مشابهة لسندات الخزينة وسندات الشركات باستثناء أن دخل الفائدة عليها يكون معفى من الضرائب في الولاية المصدرة لهذه السندات ، ولا تعفى هذه السندات من الضرائب الرأسمالية الناتجة عن بيعها ، وهذا الإعفاء الضريبي يحقق ميزة لمصدر هذا السند تتمثل في الاقتراض بتكلفة منخفضة لأن حامل السند سيكون راضيا بالفائدة المنخفضة التي يحملها السند ما دامت هذه الفوائد معفاة من الضريبة^١ .

وهناك نوعين من سندات البلدية : سندات الالتزام العام و السندات الايرادية^٢ .

• سندات الالتزام العام " General Obligation Bonds "

وهي مدعومة بالسمعة والثقة المطلقة للمصدر ، وهذا يعني أن على المصدر أن يستخدم كل المصادر المتاحة وخصوصا القدرة الضريبية من أجل تسديد قيمة القرض .

• السندات الايرادية " Revenue Bonds "

وهي التي تصدر لتمويل مشاريع محددة مثل المشافي والمدارس والمطارات والطرق ، وتكون مدعومة من قبل وكالة محلية محددة تدير المشروع أو بالايرادات التي يحققها المشروع ، ودرجة المخاطرة في هذه السندات تكون أكبر من درجة المخاطرة على سندات الالتزام العام .

وتعد سندات التنمية الصناعية Industrial Development Bonds أحد أهم أشكال السندات الايرادية ، وهي تصدر لتمويل المشاريع الصناعية التي يمكن أن تديرها شركات خاصة .

^١ MISHKIN ,Frederic & Eakins ,Stanley : Financial Markets + Institution , op.cit;
PAG250-251

^٢ د. كنجو كنجو ، د. أيمن شيخا ، القائم بالأعمال . مروان رشيد: الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 107

المبحث الثاني : تقييم السندات الحكومية

أولاً : تقييم السندات الحكومية

يقصد بتقييم السندات : تحديد القيمة التي يقوم المستثمرون بدفعها من أجل شراء السند رغبة منهم بالحصول على التدفقات النقدية المستقبلية لهذا السند والمتمثلة في مدفوعات الفائدة المنتظمة ، وما يتم إرجاعه من أصل قيمة السند عند حلول أجل استحقاقه .

وهناك ثلاث معلومات رئيسية ينبغي توفرها لدى المستثمرين من أجل تحديد القيمة الحالية للسند وهذه المعلومات هي :

- ١ . مقدار وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية المتمثلة في الفوائد الدورية المنتظمة .
- ٢ . معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المستثمرون كحد أدنى من أجل الاستثمار في السند .
- ٣ . مدفوعات أصل قيمة السند (القيمة الاسمية) والتي تلتزم الجهة المصدرة للسند بسدادها لحامل السند عند حلول أجل الاستحقاق .

وهنا يجب التمييز بين نوعين من السندات^١ : السندات الدائمة ، السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد .

١ . السندات الدائمة

إن القيمة الحقيقية للسندات الدائمة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من السند في المستقبل ، والمتمثلة في مدفوعات الفائدة الدورية .

ومنه فان قيمة السند تحسب وفق المعادلة التالية :

$$V = C_1 \frac{1}{(1+k)^1} + C_2 \frac{1}{(1+k)^2} + \dots + C_{\infty} \frac{1}{(1+k)^{\infty}}$$
$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C}{(1+k)^t} = \frac{C}{K}$$

^١ هندي ، منير إبراهيم : إدارة المنشآت المالية وأسواق المال . مرجع سابق ، من ص 143 إلى 153

حيث تمثل C مقدار الفائدة الدورية مضروباً بالقيمة الاسمية للسند

و k معدل العائد على الاستثمار

مثال: لنفرض أن سند حكومي دائم تبلغ قيمته الاسمية 1000 ل.س يحمل فائدة (الكوبون) قدرها 8 % سنوياً ، وان المستثمر يقبل شراء هذا السند إذا حقق له عائد استثمار قدره 10 % ، وبالتالي فان قيمته السوقية ستحسب كالتالي :

$$V = \frac{C}{K} = 80/0.1=800$$

٢. السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد

إن القيمة الحقيقية للسندات التي تحمل تاريخ استحقاق محدد تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من السند في المستقبل ، والمتمثلة في مدفوعات الفائدة الدورية بالإضافة إلى ما يعاد سداده لحامل السند من أصل قيمة السند عند حلول أجل استحقاقه .

ويتم حساب قيمة السند الذي يحمل تاريخ استحقاق محدد وفق المعادلة التالية :

$$V = C_1 \frac{1}{(1+k)^1} + C_2 \frac{1}{(1+k)^2} + \dots + C_n \frac{1}{(1+k)^n} + MV \frac{1}{(1+k)^n}$$
$$V = \sum_{t=1}^n c_t \frac{1}{(1+k)^t} + MV \frac{1}{(1+k)^n}$$

مثال : لنفرض أن سند حكومي تبلغ قيمته الاسمية 1000 ل.س يحمل فائدة (معدل الكوبون) قدرها 6 % سنوياً ، ويستحق بعد سنتين ، وان المستثمر يقبل عائد استثمار على هذا السند قدره 10 % ، وبالتالي فان قيمته السوقية ستحسب كالتالي :

$$V = \sum_{t=1}^2 60 \frac{1}{(1+0.1)^1} + 60 \frac{1}{(1+0.1)^2} + 1000 \frac{1}{(1+0.1)^2}$$

$$= 54.55 + 72.6 + 826.45$$

$$= 953.6 \text{ ل.س.}$$

يمثل هذا الرقم الحد الأعلى للسعر الذي يقبل المستثمر بدفعه من أجل حيازة السند ، ويطلق على الفرق بين قيمة التدفقات النقدية للسند (1127.15) وبين القيمة الحالية لها (953.6) بعائد السند " Bond Yields " وهو يساوي في هذا المثال 173.55 ل.س. ، ويتكون هذا العائد من مدفوعات الفائدة الدورية وقدرها 127.15 ل.س. ، ومن أرباح رأسمالية قدرها 46.4 ، وهذه الأرباح الرأسمالية ناتجة عن الفرق بين القيمة التي سوف تدفع لحيازة السند (953.6) وبين القيمة التي سيحصل عليها حامل السند عند حلول أجل استحقاقه (1000)

وإن هذا الأسلوب في التقييم يسمح بمعرفة المبلغ الذي ينبغي على المستثمر دفعه لشراء السند ، وبالتالي فإن المستثمر لن يقوم بشراء السند إلا إذا كان سعره في سوق الأوراق المالية يعادل أو يقل عن السعر الذي حدده المستثمر لشرائه .

٣. العائد الجاري

يعرف العائد الجاري بأنه مقدار الفائدة التي يحصل عليها حامل السند من إصدار محدد للسندات ويعبر عنه بنسبة مئوية من سعر السند الحالي في السوق ، حيث أن سعر السند الحالي في السوق قد يكون أعلى أو أدنى من القيمة الاسمية له ، وبالتالي فإن العائد الجاري لهذا السند يختلف عن العائد الاسمي " معدل الكوبون " له ^١.

ويتم حساب العائد الجاري وفق المعادلة التالية :

$$\text{العائد السنوي الجاري} = \text{الفائدة السنوية} / \text{القيمة الحالية للسند في السوق} \times 100$$

ونظرا لتغير قيمة السند في السوق بمرور الوقت ، فإن لعائد الجاري يتغير بتغير الأسعار في السوق .

مثال : أصدرت الخزينة سند حكومي يحمل فائدة اسمية قدرها ٨ % سنويا ، وبسعر إصدار قدره ١٠٠٠ ل.س. ، وسعره الحالي في السوق يساوي ١١٠٠ ل.س. .

¹ RESERVE BANK OF INDIA : A Primer on Government Securities Market . Mumbai September 2008 . pages 34

عائد الفائدة الاسمي = ٨ % سنويا

عائد الفائدة الجاري = $1100/80 \times 100 = 137,5\%$

٤. العائد حتى تاريخ الاستحقاق

هو العائد الذي يمكن للمستثمر أن يحققه إذا قام بشراء السند واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق^١.

ويتم حساب هذا العائد وفق المعادلة التالية :

$$V = \sum_{t=1}^n c_t \frac{1}{(1+k)^t} + MV \frac{1}{(1+k)^n}$$

مثال : سند خزانة قيمته الاسمية 1000 ل.س يباع حاليا في السوق بسعر قدره 1073.34 ل.س ، يحمل معدل فائدة قدره 10% سنويا ، ويستحق بعد سنتين .

نلاحظ من المثال أن سعر السند في السوق أعلى من القيمة الاسمية له ، أي أن السند يباع بعلاوة إصدار قدرها 73.34 ل.س ، وهذا يعني أن العائد حتى تاريخ الاستحقاق أقل من معدل الفائدة الاسمي (معدل الكوبون) .

وبتطبيق المعادلة السابقة عند عائد استثمار قدره 8% نجد :

$$V = \sum_{t=1}^2 100 \frac{1}{(1+0.8)^t} + 1000 \frac{1}{(1+0.8)^2}$$

$$= 1073.34 = 92.59 + 943$$

$$1073.34 \neq 1035.59$$

هنا نجد أن سعر سند الخزانة عند عائد استثمار 8% لا يساوي سعر السند في السوق ، لذلك نعيد حساب عائد قيمة السند عند عائدات استثمار مختلفة (طريقة التجربة والخطأ) حتى نجد عائد الاستثمار الذي يتساوى عنده سعر السند السوقي مع مجمل التدفقات النقدية المستقبلية .

^١ الحناوي ، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات . مرجع سابق ، ص ٢٣٧-٢٣٨

وعند حساب قيمة السند بعائد استثمار قدره 6% نجد :

$$V = \sum_{t=1}^2 100 \frac{1}{(1+0.6)^t} + 1000 \frac{1}{(1+0.6)^2}$$

$$1073.34 = 94.34 + 979$$

$$1073.34 = 1073.34$$

وهنا نجد أن العائد حتى تاريخ الاستحقاق يساوي 1073.34 وهو العائد الذي يتساوى عند قيمته سعر السند السوقي مع مجمل التدفقات النقدية المستقبلية حتى تاريخ الاستحقاق .

٥. العائد حتى تاريخ الاستدعاء

هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر عندما يقوم بشراء سند ينطوي على شرط الاستدعاء ، وبالتالي فإن هذا المستثمر لن يستطيع الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه ، إذ قد تقوم الجهة المصدرة للسند باستدعائه قبل حلول تاريخ استحقاقه ، لذلك فإن العائد الذي سيحصل عليه المستثمر لن يكون العائد حتى تاريخ الاستحقاق^١.

ويتم حساب العائد حتى تاريخ الاسترداد وفق المعادلة التالية :

$$V = \sum_{t=1}^n c_t \frac{1}{(1+k)^t} + Mr \frac{1}{(1+k)^n}$$

حيث n تمثل عدد السنوات حتى تاريخ الاستدعاء

أما Mr فتمثل سعر الاستدعاء : وهو السعر الذي يجب أن تدفعه الجهة المصدرة للسند لحملة هذه السندات عند استدعائها (هذا السعر يساوي عادة القيمة الاسمية للسند مضافا إليها قيمة مدفوعات الفائدة لمدة عام واحد)

^١ الحناوي , محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات . مرجع سابق , ص ٢٣٨-٢٣٩

٦. تأثير تغير تاريخ الاستحقاق والعائد المطلوب على قيمة السندات

هناك أربعة متغيرات أساسية تؤثر على تحديد قيمة السند في السوق وهي^١:

١. مقدار الفائدة الدورية

٢. القيمة الاسمية للسند

٣. تاريخ الاستحقاق

٤. معدل العائد المطلوب على الاستثمار

بالنسبة لتأثير الفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند على سعر السند في السوق ، فمع بقاء العوامل الأخرى ثابتة ، فإن سعر السند السوقي يرتفع كلما ارتفع مقدار الفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند . أما بالنسبة لتأثير كل من معدل الفائدة المطلوب على الاستثمار وتاريخ الاستحقاق على قيمة السند في السوق فنوضحه في المثال التالي :

لنفرض أن وزارة المالية أصدرت سند بقيمة اسمية قدرها ١٠٠٠ ل.س ، يحمل معدل فائدة قدره ٨٪ سنويا ، وينتهي أجل استحقاقه بعد ثلاث سنوات .

والآن سنقوم بحساب سعر السند في السوق في ظل ثلاث فروض :

الفرض الأول : أن العائد المطلوب على الاستثمار في هذا السند قدره ٨٪ في ظل ثبات أسعار الفائدة في السوق .

الفرض الثاني : ارتفاع معدل الفائدة السائد في السوق مما أدى إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار إلى ١٠ ٪

الفرض الثالث : انخفاض معدل الفائدة السائد في السوق مما أدى إلى انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار ٤ ٪ .

الحل : باستخدام المعادلة التالية :

$$V = \sum_{t=1}^n c_t \frac{1}{(1+k)^t} + MV \frac{1}{(1+k)^n}$$

^١ هندي ،منير إبراهيم : إدارة المنشآت المالية وأسواق المال . مرجع سابق ،من ص ١٤٣ إلى ١٥٣

القيمة الحالية للسند = القيم المستقبلية للسند

نقوم بحساب قيمة السندات الحالية حتى تاريخ الاستحقاق عند عائد استثمار كل فرض من الفروض ، فنجد القيم التالية :

الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق	قيمة السند عند عائد قدره ٨ %	قيمة السند عند عائد قدره ١٠ %	قيمة السند عند عائد قدره ٦ %
٣	١٠٠٠	٩٥٠,٢٧	١٠٥٣,٤٦
٢	١٠٠٠	٩٦٥,٢٩	١٠٣٦,٦٧
١	١٠٠٠	٩٨١,٨٢	١٠١٨,٨٧

نستنتج من الجدول السابق مايلي^١:

١. إذا كان معدل الفائدة السائد في السوق يساوي معدل الفائدة الاسمي على السند (سعر الكوبون) فان القيمة السوقية للسند سوف تتساوى مع القيمة الاسمية للسند ، وعادة تكون القيمة الاسمية للسند لحظة إصداره تساوي قيمته السوقية .

٢. كلما ارتفع سعر الفائدة السائد في السوق وارتفع معه معدل العائد المطلوب على الاستثمار عن معدل الفائدة الاسمي ، كلما انخفضت القيمة السوقية للسند عن قيمته الاسمية ويباع السند في هذه الحالة بخصم .

٣. كلما انخفض سعر الفائدة السائد في السوق وانخفض معه معدل العائد المطلوب على الاستثمار عن معدل الفائدة الاسمي ، كلما ارتفعت القيمة السوقية للسند عن قيمته الاسمية ويبيع السند في هذه الحالة بعلو .

٤. وفي جميع الحالات فان القيمة السوقية للسند تقترب من قيمته الاسمية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق .

ونلاحظ أيضا في هذا المثال بأن حملة السندات يحققون أرباح أو خسائر رأسمالية تتوقف على مدى تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد شراء السندات .

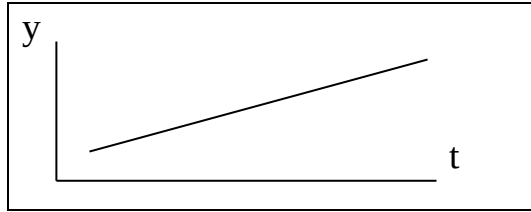
^١ هندي ،منير إبراهيم : إدارة المنشآت المالية وأسواق المال . مرجع سابق ،من ص ١٤٣ إلى ١٥٣

ثانياً : منحنى عائد السندات الحكومية (Government securities Yield curve)

منحنى العائد على السندات الحكومية هو منحنى يصف هيكل أسعار الفائدة لفترات استحقاق مختلفة ، وشكل المنحنى يعكس العلاقة بين أسعار الفائدة y والفترة الزمنية المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق t ، موفراً بذلك للمقرضين والمقترضين إشارات حول توقعات أسعار الفائدة في المستقبل^١.

وينقسم منحنى العائد إلى ثلاثة أشكال^٢:

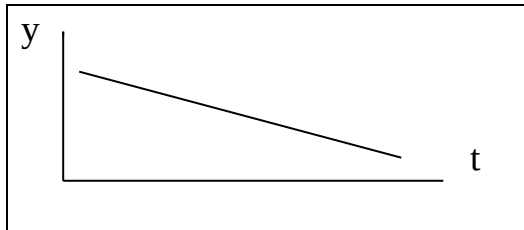
١ - منحنى عائد متصاعد : يتشكل عندما تكون أسعار الفائدة في الآجال الطويلة أعلى من الأسعار في الآجال القصيرة .



٢ - منحنى عائد مستقيم : يتشكل تتساوى أسعار الفائدة في الأجلين القصير والطويل



٣ - منحنى عائد مقلوب : يتشكل عندما تكون أسعار الفائدة في الأجل الطويل أدنى من أسعار الفائدة في الأجل القصير



¹ Simon Gray : The Management of Government Debt. Bank of England, London . May 1996,page 9

^٢ د. بدوي، محمد عبد المطلب: التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية . مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات . دبي . جامعة الإمارات العربية المتحدة 2007

المبحث الثالث : إصدار السندات الحكومية

تمهيد

ترتبط آفاق تطور ونمو نشاط أسواق السندات الحكومية بصورة كبيرة بمدى كفاءة و فاعلية إجراءات إصدار هذه السندات لأول مرة في السوق الأولي ، وهناك بدائل عديدة من حيث آلية إصدار السندات الحكومية ، ونطاق المشاركة ، ويتوقف الاختيار بين هذه البدائل على درجة تطور القطاع المالي وأوضاع الطلب ونمط المستثمرين . ويعرف السوق الأولي بأنه السوق الذي يتم من خلاله بيع وترويج الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة^١ ، ويتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة^٢ .

أولاً : آلية إصدار السندات الحكومية

١ - شروط إصدار السندات الحكومية

قبل أن تقوم الحكومة بطرح السندات للاكتتاب العام يجب أن تقوم بتقديم وثيقة العرض " نشرة الاكتتاب " التي تبين فيها تفاصيل الإصدار ومن أهمها :

١ . إجمالي السندات التي سيتم إصدارها " حجم الإصدار "

٢ . معدل الفائدة " الكوبون " وتواريخ سدادها

٣ . نوع السندات

٤ . تاريخ استحقاق السندات

كما تتضمن وثيقة العرض أيضا التفاصيل المتعلقة بالتقدم بالطلب للحصول على السندات^٣.

^١ الميداني ، محمد أيمن عزت : تطوير أسواق الرأسمال في سورية ، الثلاثاء الاقتصادي ، 2002

^٢ الشواور ، فيصل محمود : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) ، دار وائل للنشر ، عمان ، الطبعة الأولى 2008 ، ص 55

^٣ كويل ، برايان : السندات الحكومية . مرجع سابق ، ص 33+34

ورغم أن هذه التفاصيل ثابتة ومحددة عند الإصدار ، إلا أنها يجب أن تكون مقبولة من وجهة نظر السوق ، إذا ما رغبت الحكومة في نجاح الاكتتاب .

١,١. حجم الإصدار

تتباين إصدارات السندات الحكومية فيما بينها من حيث الحجم إلى حد كبير، وبشكل عام فإنه كلما كان حجم إصدار السندات الحكومية كبيراً كلما كان أكثر جذباً للمستثمرين ويلقى رواجاً أكبر في السوق^١.

ويمثل حجم إصدار السندات الحكومية مبلغ القرض الذي تصدر به هذه السندات ، وقيمة هذا المبلغ إما أن تكون محددة منذ البداية ويعرف عندها بالقرض محدد القيمة ، وإما أن تكون غير محددة ويعرف عندئذ بالقرض غير محدد القيمة^٢.

فالقرض محدد القيمة هو المبلغ الذي تحدد الدولة قيمته في نشرة الإصدار بشكل مسبق ، مثلاً ١٠٠ مليون ليرة سورية ، ويقفل الاكتتاب به بمجرد تغطيته ، أو بانتهاء المدة المحددة للاكتتاب ، وإذا زاد المبلغ المكتتب به عن المبلغ المحدد ، تخفض الاكتتابات بنسبة تغطية القرض^٣، ويتم هذا التخفيض إما عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسند بإتباع طريقة حسابية واحدة تسري على كافة المكتتبين في سندات القرض ، أو عن طرق تخفيض قيمة الاكتتابات التي تزيد عن مبلغ معين ، حتى يشمل التخفيض كافة الاكتتابات مرتفعة القيمة .

أما القرض غير محدد القيمة ، فإن الحكومة لا تحدد فيه قيمة القرض وإنما تحدد مدة معينة تقبل فيها جميع الاكتتابات مهما كان مقدارها ، وتلجأ الحكومة إلى هذا الطريقة إذا خشيت من عدم إمكان تغطية المبلغ الذي تحدده من قبل المكتتبين بشكل كامل^٤.

^١ كويل برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ، ص 33

^٢ ناشد ، سوزي عدلي : المالية العامة ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت 2003 ص 251

^٣ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة . دمشق . مطبعة الداودي 1998 - ص 165

^٤ ناشد ، سوزي عدلي : المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 251

٢,١. سعر الفائدة

تحدد الحكومة في نشرة الاكتتاب عند إصدار السندات معدل الفائدة الاسمي الذي يحمله السند ، وتأخذ الحكومة في الحسبان عند تحديد معدل الفائدة الاسمي حالة السوق المالي ، ومركزها المالي ، ومقدار المبلغ المطلوب ومدة القرض واحتمالات تغيير معدلات الفائدة والتسهيلات التي تقدمها للمقرضين ، ومقدار عرض النقود وطلبها ^١ ، وفي كل الحالات يجب أن يكون معدل الفائدة على السندات متقارباً مع سعر الفائدة الجاري في الأسواق المالية ^٢ .

كما تقوم الحكومة بتحديد مواعيد دفع الفوائد التي تستحق على السندات في المستقبل ، والتي قد تدفع على أقساط سنوية ، أو على أقساط نصف سنوية كل ستة أشهر وذلك حتى لا يتضرر صغار حملة السندات إذا طالت المدة عن ذلك ^٣ .

٣,١. سعر الإصدار

تحدد الحكومة في نشرة الاكتتاب عند إصدار السندات سعر الإصدار الاسمي ، فإذا تم الاكتتاب بسعر الإصدار الاسمي ، فإن القيمة الاسمية للسند تكون معادلة للقيمة الفعلية التي تقبضها الحكومة ثمناً لهذا السند ، وهذا السعر يطلق عليه سعر التكافؤ .

وقد يتم الاكتتاب على السندات الحكومية بسعر يقل عن سعر التكافؤ ، حيث تباع الحكومة السندات المصدرة بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية، وذلك تشجيعاً للمستثمرين على الاكتتاب بها، إذ سيحصل حامل السند عند تسديد السندات على مبلغ يزيد عن المبلغ الذي اكتتب به ، وهذا الفرق بين القيمتين يسمى علاوة تسديد ^٤ ، وإذا ما صدر القرض بسعر يقل عن سعر التكافؤ ، فإن معدل فائدته يكون عادة أقل من المعدل الجاري للفائدة في السوق ، وتلحق هذه الطريقة ضرراً بالحكومة حيث ستصبح مدينة أكثر مما تسلمته من أموال ، وهذا يزيد من تكلفة الاقتراض بالنسبة للحكومة كما أنه يصب في مصلحة المكتتبين بالسندات ^٥ .

٤,١. شكل السندات

^١ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 165

^٢ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي، جامعة دمشق 2000 ، ص 278

^٣ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 165

^٤ المهاني، محمد خالد، الجشي ، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 278

^٥ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 166

قد تصدر السندات الحكومية ضمن فئة واحدة تتساوى فيها القيمة الاسمية لكل السندات مثلا (١٠٠٠ ل.س) ، أو قد تصدر ضمن فئات متعددة ، بحيث تكون القيم الاسمية لبعض السندات (١٠٠٠ ل.س) ، وبعضها الآخر (١٠٠٠٠ ل.س) ، ويفضل دائما أن لا تكون القيمة الاسمية للسندات عالية جدا ، وذلك من أجل سهولة الاكتتاب بها من قبل المستثمرين وأيضا من أجل سهولة تداولها في الأسواق المالية ، كما ويفضل أيضا أن لا تكون قيمتها منخفضة حتى لا تحل محل النقود في التداول .

ويرفق عادة بكل سند مصدر قسائم (كوبونات) يكون عددها مساويا لعدد الأقساط المحددة للتسديد ، ويحمل كل منها تاريخ استحقاق محدد ، حيث يستطيع حامل السند عند حلول تاريخ الاستحقاق أن يفصل هذه القسائم ويسلمها إلى الخزينة العامة أو المصرف الذي ينوب عنها لكي يقبض قيمتها من رأس المال والفوائد ، أو من الفوائد فقط ، ويستطيع أيضا خصمها لدى المصارف قبل تاريخ الاستحقاق فهي تعتبر بمثابة ورقة مالية ^١ .

وهذه السندات إما أن تكون اسمية ، أو لحاملها ، أو تكون مختلطة حيث تكون اسمية بالنسبة إلى المبلغ المكتتب به ، فتقيد أسماء مالكيها في سجل خاص للدين ، ولا تنتقل ملكيتها إلا بعد تغيير البيانات المدونة في سجل الدين ، وتكون لحاملها بالنسبة إلى تحصيل الفوائد ، بحيث تدفع الفائدة لحامل القسيمة المرفقة بالسند دون التحقق من شخصيته ^٢ .

٢. طرق إصدار السندات الحكومية

^١ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 279-280

^٢ ناشد ، سوزي عدلي : المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 252-253

هناك طرق عديدة تستخدمها الحكومات في مختلف بلدان العالم - سواء أكانت متقدمة أو نامية - من أجل طرح سندات القرض العام على الجمهور ، وهذه الطرق هي :

١,٢ .الاكتتاب العام (البيع المباشر)

تقوم الحكومة بطرح السندات مباشرة إلى الجمهور للاكتتاب بها ، حيث تقوم من خلال وسائل الإعلام المختلفة بالإعلان عن القرض مع تحديد ميعاد بداية الاكتتاب ونهايته ، والشروط والمزايا التي تمنح للمكتتبين ، وتوفر هذه الطريقة على الدولة مبالغ العمولة التي يتقاضاها الوسطاء في حال قاموا هم بتسويق القرض وطرحه على الجمهور، كما أنها تضمن رقابة فعالة على عملية الإصدار ، ومع ذلك فإنها لا تخلو من بعض المخاطر المتمثلة في عدم تغطية القرض بشكل كامل مما يضعف الثقة بالحكومة ، ولذلك يشترط لنجاح هذه الطريقة أن تتوفر لدى جمهور المكتتبين ثقة كاملة في مالية الحكومة ^١.

وهناك طرق عديدة يتم بها طرح السندات على الاكتتاب العام ، فإما أن يتم الاكتتاب بسعر ثابت أو عن طرق المزادات (Auctions) :

١,١,٢ .الاكتتاب بسعر ثابت

يقوم وزارة المالية بالإعلان عن الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية في نشرة اكتتاب بسعر ثابت ، وقد يتم تحديد سعر الإصدار الجديد بالرجوع إلى أسعار إصدارات مرجعية سابقة موجودة في السوق ولها نفس تاريخ الاستحقاق .وتعتبر العروض ذات الأسعار الثابتة غير شائعة نسبيا لدى اغلب الحكومات وذلك لان هذه العروض قد لا تحدد سعر الإصدار بشكل صحيح ، فإذا كانت السوق غير مستقرة عند إصدار السندات ، فقد يحدث تغير مفاجئ في أسعار الفائدة مما قد يزيد من الإقبال على شراء السندات أو قد يقلل من الإقبال على شرائها ، فإذا كان سعر الإصدار مرتفعاً فإن معظم إصدارات السندات لن تباع ، أما إذا كان سعر الإصدار منخفضاً فإن الحكومة سوف تدفع تكلفة اقتراض أعلى مما ينبغي ^٢.

٢,١,٢ .الاكتتاب عن طريق المزادات (Auctions)

^١ ناشد ، سوزي عدلي : المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 254

^٢ كويل ,براين: السندات الحكومية . مرجع سابق ص 36

تمثل المزادات التقنية الأكثر استخداما من قبل معظم الحكومات لطرح سندات القرض على الاكتتاب العام ، نظرا لما تتمتع به من مزايا على صعيد تعزيز التنافس والشفافية ، وهناك بشكل عام طريقتان للمزاد ، هما طريقة السعر الموحد (Uniform-price) وطريقة الأسعار المتعددة (Discriminatory-Price) .

وفقا لهاتين الطريقتين ترتب العطاءات (Bids) ترتيبا تنازليا ، بحيث يتم تخصيص الأوراق المالية (Securities) للمشاركين الذين قدموا السعر الأعلى ، على أن يقوم المشاركون في المزاد جميعا - في طريقة السعر الموحد (Uniform-price) - بدفع السعر الذي يساوي أدنى سعر قدم من قبل المشارك الفائز .

وأما في طريقة الأسعار المتعددة (Discriminatory-Price) ، فإن المشاركين يقومون بدفع السعر الذي حدد من قبل كل واحد منهم في العطاء الذي قدمه¹ .

مثال : لنفرض أن الحكومة السورية قامت بالإعلان عن مزاد من أجل طرح سند خزينة ، وكانت البيانات كالتالي :

رقم المزاد	1
تاريخ المزاد:	1 كانون الثاني 2010
رقم تعريف الورقة المالية:	TB291008
تاريخ الاستحقاق :	29 كانون الثاني 2020
الأجل(بالسنوات):	10 سنوات
تاريخ التسوية:	4 كانون الثاني 2010
سعر الاقتطاع :	8.22 %
إجمالي الحجم المخصص :	١٠٠٠ مليون ليرة سورية

وقد تلقت الحكومة العطاءات من المستثمرين وهي بالترتيب : 300 مليون ل.س بسعر 100.19 و 200 مليون ل.س بسعر 100.14 و 250 مليون ل.س بسعر 100.13 و 150 مليون ل.س بسعر 100.9 و 100 مليون ل.س بسعر 100 و 150 مليون ل.س بسعر 99.93 .

الحل :

¹ Leonardo Bartolini and Carlo Cottarelli : Designing Effective Auctions for Treasury Securities. Federal Reserve Bank of New York. July 1997. Pages1-2

رقم العارض Bid No.	سعر العطاء Price Of Bid	كمية العطاء (ل.س) Amount of Bid	الكمية التراكمية Cumulative amount	العائد الضمني Implicit Yield
1	100.19	300	300	8.19
2	100.14	200	500	8.20
3	100.13	250	750	8.20
4	100.9	150	900	8.21
5	100	100	1000	8.22
6	100	100	1100	8.22
7	99.93	150	1250	8.23

نلاحظ من هذا الجدول أن المصدر سوف يحصل على الكمية المحددة في نشرة الإصدار عن طريق قبول كامل العطاءات ذات سعر الفائدة الذي يقل عن سعر الاقتطاع ، وهي هنا من رقم 1/ إلى رقم 4/ ، أما العطاءان اللذان يحملان سعر فائدة يساوي سعر الاقتطاع ، فيتم تخصيص الكمية المتبقية (100 مليون ليرة سورية) بينهم بالتساوي بحيث يخصص لكل عطاء 50 مليون ليرة سورية ، ويرفض العطاء رقم 7/ وذلك لأنه يحمل سعر فائدة أكبر من سعر الاقتطاع .

١. إذا تم طرح الضمانات على الاكتتاب العام وفق طريقة السعر الموحد (Uniform-price) ، فإن كافة العارضين سوف يدفعون سعر الفائدة لأدنى عطاء فائز وهو هنا يساوي سعر الاقتطاع 8.22.

٢. أما إذا طرحت الضمانات على الاكتتاب العام وفق طريقة الأسعار المتعددة (Discriminatory-Price) ، فإن المشاركين يقومون بدفع سعر الفائدة الذي حدد من قبل كل واحد منهم في العطاء الذي قدمه وهو على التوالي 8.19, 8.20, 8.20, 8.21, 8.22 . وإن لكل واحدة من طريقتي عرض الضمانات على الاكتتاب العام مزايا عديدة ، كما أن لكل واحدة منهما مساوئ سوف نعرضهما في الإطار رقم (١)¹.

إطار رقم (١)

¹ برنية ,محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية . صندوق النقد العربي . أبو ظبي 2004 . ص 65

طريقة الأسعار المتعددة مقابل طريقة السعر الموحد : المزايا والمساوي	
طريقة الأسعار المتعددة	طريقة السعر الموحد
- تعزز التنافس في السوق لأن كل مشارك يحرص على نجاح وقبول عرضة . - تشجع المشاركين على جمع المعلومات والتحليل مما يؤثر إيجابيا على تطور السوق . - تعظم الدخل عند الحكومة عند مستوى طلب معين (استغلال فائض المستهلك) . - تحفز عملية التداول بعد المزاد (تنشط السوق الثانوية) . - تناسب حالة الأسواق الضيقة أو الصغيرة ، وفي حالة عدم اليقين حول الأسعار . - عيبها الأكبر أنها تعاقب هؤلاء الذين يتقدمون بأسعار أعلى من السعر الأدنى الفائز ، ما يسمى بلعنة الفائز (Winner,s Curse) ، مما قد يؤثر سلبا على الطلب .	- تحل مشكلة لعنة الفائز الموجودة في طريقة الأسعار المتعددة . - تشجع على مشاركة أوسع من قبل المتعاملين وتزيد من الطلب . - تزيد في المتوسط من دخل الحكومة من المزادات . - عيبها الرئيسي أنها قد تشجع على تحالف المعارضين لتوجيه الأسعار وخصوصا في الأسواق الصغيرة .

■ العطاءات التنافسية (Competitive) والعطاءات الغير تنافسية (Non-competitive)

تعرف **العطاءات التنافسية (Competitive Bids)** بأنها العطاءات التي يقوم فيها المستثمرون بتحديد سعر الصك (security) الذي يرغبون بشرائه ، ويتم تخصيص الصكوك لهم إذا كان السعر المحدد من قبلهم يقع ضمن سعر القطع (Cut-of Price) ، وهؤلاء المستثمرون يكونون عادة من البنوك والمؤسسات المالية والمتعاملين الأوليين (Primary Dealers) ¹.

أما **العطاءات الغير تنافسية (Non-competitiv Bids)** فتعرف بأنها العطاءات التي تمنح صغار المستثمرين أو مستثمري التجزئة والجملة فرصة المشاركة في المزادات دون تحديد السعر في العطاء المقدم من قبلهم ، ويتم تخصيص الصكوك لهم على أساس سعر

¹ RESERVE BANK OF INDIA:A Primer on Government Securities Market . op.cit; page 15

يعادل المتوسط المرجح (Weighted Average Price) لأسعار العطاءات التنافسية الفائزة في المزاد^١.

٢,٢. الاكتتاب عن طريق المصارف

تقوم الحكومة وفق هذه الطريقة بالاتفاق مع مصرف أو مجموعة من المصارف أو البيوتات المالية (Syndicat) حيث تقوم هذه المصارف أو البيوتات المالية بدور الوسيط في عملية تغطية القرض وذلك عن طريق شراء السندات من الحكومة بقيمة تقل عن سعر التكافؤ، ثم تقوم هي بتسويقها للجمهور بالسعر الذي تراه مناسباً، وبذلك يحصل هذا الوسيط على عمولة مالية (الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للجمهور) لقاء سمسة البيع والمخاطرة التي يتحملها في حال عدم اكتتاب الجمهور بكامل القرض^٢، وتمتاز هذه الطريقة بأنها تشجع الاكتتاب على السندات بمنحها الثقة إلى المصارف، كما أنها تسرع من عملية حصول الحكومة على أموال القرض ويوفر عليها عناء تصريف السندات، ولكن يعاب عليها حصول المصارف على عمولة كبيرة ناتجة عن شرائها للسندات بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية مما يقلل من حصيلة إيرادات القروض^٣.

٣,٢. البيع في الأسواق المالية "البورصة"

وفق هذه الطريقة تقوم الحكومة بعرض سندات القرض في سوق الأوراق المالية، وتبيعها بدفعات صغيرة بالسعر الذي يحدده السوق، وتلجأ الحكومة لهذه الطريقة عندما يكون مبلغ القرض قليلاً، أو عندما لا تكون الحكومة بحاجة سريعة أو عاجلة إلى المال^٤.

وتمتاز هذه الطريقة بأن الحكومة تستطيع أن تبيع سندات القرض في السوق المالي مستفيدة بذلك من تغيرات الأسعار التي تحدث في السوق، إلا أنه يعاب عليها أنها تقتصر فقط على القروض الصغيرة أو المقسمة إلى دفعات صغيرة يمكن عرضها بالتتالي، لأن عرض كميات كبيرة من

^١ Simon Gray :GOVERNMENT SECURITIES "PRIMARY ISSUANCE" Bank of England, July 1997. Pages 15-16

^٢ الناصر، ناصر عبيد: المالية العامة، مرجع سابق، ص 168-169

^٣ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي، مرجع سابق، ص 280-281

^٤ ناشد، سوزي عدلي: المالية العامة، مرجع سابق، ص 255

السندات الحكومية في السوق يؤدي إلى انخفاض سعرها وسعر السندات المالية الأخرى ، لذلك فإن استخدام هذه الطريقة محدود جداً^١ .

٤,٢. إصدار السندات الدولية

يتولى مسؤولية كل إصدار من إصدارات السندات الحكومية مصرف أو مجموعة مصارف دولية " Syndicat International " تقوم بترتيب كافة الإجراءات المتعلقة بإصدار السندات وإدارة عملية الإصدار نيابة عن مصدر السند ، حيث تقدم النصيحة والمشورة لمصدري السندات فيما يتعلق بتحديد شروط وبنود الإصدار التي ستؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين عليه ورواجه ، مثل العملة التي ينبغي أن يتم إصدار السندات بها ، ومعدل الفائدة " سعر الكوبون " والقيمة الاسمية " سعر الإصدار " . كما أن هذه المجموعة المصرفية تساعد محرري السندات بالحصول على مراكز ائتمانية للسندات ، حيث تختلف المراكز الائتمانية للسندات بحسب قوة الاقتصاد في الدولة المصدرة للسند ، فعادة ما تأخذ السندات الصادرة عن حكومات الدول المتقدمة اقتصادياً مركزاً ائتمانياً مرتفعاً مقارنة بالسندات الصادرة عن حكومات الدول المتخلفة اقتصادياً^٢ .

ثانياً : المشاركون في المزاد Participation

تسمح بعض الدول لكافة الأطراف بالمشاركة في المزاد ، بينما يحدد بعضها الآخر المشاركة في المزاد لأطراف معينة فقط مثل المؤسسات المالية ، والمصارف ، والمتعاملين الأوليين ، ويجب على الحكومة عند تحديد الأطراف الذين يحق لهم المشاركة في المزاد ، أن تفاضل بين مزايا توسيع نطاق المشاركة في السوق وبين مساوئ هذا التوسيع ، حيث أن توسيع نطاق المشاركة يؤدي إلى زيادة التنافسية في السوق وتحقيق توزيع أفضل للسندات ، ولكن من الناحية الأخرى قد يؤثر ذلك سلباً على نظام المدفوعات والتسوية ، وتقوم بعض الدول أيضاً بوضع سقفاً تحدد حجم العطاءات المقدمة من قبل المستثمرين وذلك للحد من المخاطر التي تنشأ عن التلاعب والاحتكار ، وهذه السقوف تتراوح لدى أغلب الدول بين 20-30 % من الحجم الكلي للعطاءات الفائزة ، كما تقوم بعض الدول بالسماح بالعطاءات الغير تنافسية بنسبة محددة من إجمالي العطاءات تمثل عادة 20 % ، وذلك تشجيعاً لصغار المستثمرين على المشاركة في السوق ،

^١ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 281

^٢ كويل ،برايان: السندات الحكومية . مرجع سابق ص 15-43-44

وحماية لهم من أعباء لعنة الفائز (Winner,s Curse) ، وضمانا لتنفيذ كامل كمية الإصدار ، وتسعر السندات المخصصة ضمن العطاءات الغير تنافسية بسعر يمثل سعر القطع (حالة السعر الموحد) أو المتوسط المرجح لأسعار العطاءات التنافسية الفائزة(حالة الأسعار المتعددة) ، وأما بالنسبة للمتعاملين الأوليين فإن السماح لهم بالمشاركة في العطاءات الغير تنافسية يعتبر بمثابة حافز لهم وذلك لقاء قيامهم بدور صانع السوق (Market,s Maker)¹ .

وتبرز من جانب آخر أهمية السماح للمصرف المركزي بالمشاركة في العطاءات الغير تنافسية ، وذلك لغايات إدارة السيولة ، وتمنع أغلبية الدول المصارف المركزية من المشاركة في مزادات الأوراق المالية الحكومية من أجل تمويل عجز الحكومة ، إلا أن عدد من هذه الدول يسمح بذلك ضمن شروط محدده من أجل إدارة السياسة النقدية ، وخصوصا في البلدان النامية التي تعاني من محدودية الأدوات الأخرى المتاحة للسلطات النقدية ، ومن أهم هذه الشروط أن تكون المشاركة عبر العطاءات الغير تنافسية لكي لا تؤثر هذه المشاركة على التسعير ، بالإضافة إلى ضرورة أن تكون هذه المشاركة مصحوبة بالشفافية والإفصاح الكاملين² .

ثالثاً : نظام الوسطاء الأوليين (Primary dealer system)

إن الهدف الأساسي لمديري الدين العام الحكومي يكمن في تمويل احتياجات الحكومة بأقل تكلفة ممكنة ، ومن أجل تحقيق هذا الهدف لجأت الكثير من الدول إلى الاعتماد على مؤسسات مالية مؤهلة بشكل كبير ، وذلك من أجل لعب دور هام يتمثل بالتخصص في وساطة الأوراق المالية الحكومية بين السلطات المصدرة لهذه الأوراق المالية من جهة ، وبين السوق من جهة أخرى³ .

وتقدم هذه المؤسسات المالية (primary dealers) كثيراً من المزايا لهذه الدول تتمثل في :

١ . تطوير السوق الأولي وتوسيعه وذلك لأن هذه المؤسسات المالية تضمن النفاذ الاختياري لإصدارات الأوراق المالية الحكومية بأعلى سعر ممكن عن طريق توسيع نطاق المشاركة في مزادات الأوراق المالية الحكومية .

¹ M. S. Mohanty : Improving liquidity in government bond markets: what can be done. P 61-62

² برنية، محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية . مرجع سابق. ص 72

³ Robin McConnachie : Primary Dealers in Government Securities Markets.Bank of England. London. May 1996. P 6

٢. تطوير السوق الثانوي وتعزيز عمقه وسيولته عن طريق قيام هذه المؤسسات المالية بدور صانع السوق (market-maker) ، وبالتالي تزيل المشاكل الناجمة عن التعارض في الأهداف الكامنة في إيكال مهمة صناعة السوق إلى المصارف ، وتشكل هذه الميزة أهمية كبيرة للبلدان النامية حيث تعفي المصارف المركزية من الحاجة للعب دور صانع السوق والذي قد يتعارض مع أهدافها الرئيسية^١ .

٣. تعزيز التنافسية وخصوصا عند السماح لشركات أجنبية بلعب دور المتعاملين الأوليين(primary dealers) في السوق ، حيث ستساهم في إدخال أموال كبيرة إلى السوق تؤدي عن طريق زيادة التنافسية إلى تخفيض العمولات ، مما يساعد بدوره على تقليل تكاليف التداول في السوق الثانوية وتحفيز السوق الأولية بشكل غير مباشر .

وفي المقابل فإن عيوب اللجوء إلى الوسطاء الأوليين(primary dealers) تتمثل في إمكانية احتكار شركة أو شركات قليلة الوساطة في السوق ، مما قد يعيق المنافسة ، ويضر بمصلحة الحكومة والمستثمرين ، إذ قد تتلاعب هذه الشركات بأسعار المزاد بشكل يؤدي إلى تخفيضها ، ومن ثم تقوم ببيع الأوراق المالية في السوق بسعر أعلى^٢ .

ويتعين على الوسطاء الأوليين تحمل مجموع من الالتزامات والمسؤوليات التي تختلف من دولة لأخرى وأهمها :

١. المشاركة باستمرار في المزادات عن طريق شراء السندات الحكومية المصدرة ، ويتحدد نطاق المشاركة بحجم أو نسبة معينة من الإصدارات خلال فترة زمنية محددة (سنة مثلا) أو بنسبة معينة من كل إصدار ، وهناك دول لا تفرض قيودا كمية على هذه المشاركة بل بالاستناد إلى تفاهم ودي بالمشاركة الايجابية والفعالة في الإصدارات الأولية .

٢. القيام بوظيفة صناعة السوق حيث تلزم بعض الدول الوسطاء الأوليين بضرورة نشر سعرين للشراء والبيع باستمرار في السوق الثانوية مع تحديد سقف للهامش بين السعرين ، أو تحديد حصة من نشاط التداول في السوق ينبغي المحافظة عليها ، فيما لا تفرض في المقابل دول أخرى أي قيود على هؤلاء الوسطاء بهذا الشأن^٣

¹ M. S. Mohanty : Improving liquidity in government bond markets. op.cit; P 62-63

² Robin McConnachie : Primary Dealers in Government Securities Markets, op.cit; P 8-9

^٣ برنية ،محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية . مرجع سابق .ص77-78

المبحث الرابع : تداول السندات الحكومية

تمهيد

يتم تداول الأوراق المالية الحكومية في السوق الثانوي بعد إصدارها في السوق الأولي ، حيث يوفر هذا السوق آلية مهمة لانتقال وتداول الأوراق المالية الحكومية إلى نطاق من المستثمرين أوسع من المستثمرين في السوق الأولي .

ويعرف السوق الثانوي بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الصادرة (Outstanding Shares) ويدعى أيضا ببورصة الأسهم ، حيث يتم فيه تداول الأسهم والسندات التي تم إصدارها في السوق الأولي ، بالإضافة إلى بعض المشتقات المالية " Financial Derivatives " مثل خيارات الأسهم " Put and Call Options " والعقود المستقبلية السلعية والمالية .

والمعاملون الأساسيون في السوق الثانوي هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية ، حيث يقوم المستثمر بشراء وبيع الأسهم والسندات التي تم إصدارها في السوق الأولي ، وتعود حصيلة التدفقات النقدية الناتجة عن هذه العمليات إلى المستثمر نفسه وليس إلى الجهة المصدرة للأوراق المالية ، وهناك نوعين من المستثمرين في هذا السوق :

- أفراد
- مؤسسات : مثل صناديق الاستثمار و صناديق التقاعد و شركات التأمين والمؤسسات مالية و شركات أعمال ... الخ^١ .

^١ الميداني ، محمد أيمن عزت : تطوير أسواق الرأسمال في سورية ، الثلاثاء الاقتصادي ، 2002

أولاً : أنظمة التداول

تمثل أنظمة التداول الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لانجاز صفقاتهم ، كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار ونشاط التداول .

وهناك نمطان رئيسيان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول هذه وهما : السوق غير المنظمة (Over-the-Counter (OTC Securities Markets) والسوق المنظمة في إطار البورصة (Organized Securities Exchanges)^١ .

والبورصات المنظمة تتألف من مؤسسات مركزية تتجمع فيها قوى العرض والطلب على الأوراق المالية القائمة في مكان واحد هو قاعة البورصة . وتتم عملية التداول في البورصات المنظمة من خلال نظام المزايمة (المزاد العلني) Auction .

أما البورصات الغير منظمة (OTC) فتتألف عادة من شبكة اتصالات إلكترونية Telecommunications Network موصولة إلى أماكن مختلفة ، أي أنها غير محصورة في مكان واحد ، وتتم عمليات التداول فيها بطريقة التفاوض (Negotiation) بين المستثمرين ووكلاء الأسهم (Dealers) الذين يعلنون أسعارهم (أسعار الطلب وأسعار العرض Bid and Ask Prices) على الكمبيوتر ، لتحديد السعر النهائي للصفقة^٢ .

وتتميز السوق المنظمة بمساهمتها في تحسين تدفق المعلومات عن نشاط التداول كما تساعد في التغلب على مشكلة احتكار السوق من قبل الوسطاء ، وخصوصا في حالة ضعف التنافس وصغر حجم السوق ، لذلك فهي توفر الحماية لصغار المستثمرين وتساهم في تحسين السيولة من خلال تركيز نشاط التداول في مكان واحد ، أما السوق غير المنظمة (OTC) فتتميز بأنها توفر للمتعاملين فرصة مباشرة للحصول على السيولة ، كما أنها تخفف من أعباء المقاصة والتسوية ، لذلك فهي تناسب بصورة أكبر المستثمرين الكبار وتجار الجملة^٣ .

^١ برنية ،محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية . مرجع سابق .ص 86

^٢ الميداني ، محمد أيمن عزت : تطوير أسواق الرأسمال في سورية ، مرجع سابق

^٣ برنية ،محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية . مرجع سابق .ص 87

ثانياً : أدوات وتقنيات التداول

تعد سوق الأوراق المالية الحكومية من أكبر الأسواق وأكثرها عمقا وسيولة على مستوى العالم ، كما وتعتبر الأوراق المالية الحكومية من أكثر الأدوات المالية أمانا على مستوى العالم .

١. الأدوات التي يتم الاتجار بها في السوق الثانوي

إن النشاط الرئيسي في سوق الأوراق المالية الحكومية الثانوي يتضمن الاتجار في سوق النقد (cash market) للأذون والسندات ذات الإصدار الأحدث . وأيضاً يوجد سوق آخر نشيط جداً وهو سوق عند الإصدار (when-issued market) وهو يتضمن الاتجار بالأوراق المالية الحكومية خلال الفترة الممتدة بين تاريخ الإعلان عن إصدار جديد من السندات الحكومية وتاريخ إصدار هذه السندات .

وخلال الفترة الممتدة بين تاريخ الإعلان عن إصدار جديد وتاريخ إصدار السندات الحكومية قبل المزاد ، فإن العملاء والزبائن يتعاقدون لشراء وبيع أوراق الخزينة على شرط قسائم العائد (yield quotes) وذلك لأن الكوبون والسعر لم يعرفا بعد . وبعد إعلان نتائج المزاد فإن إدارة الصفقات التجارية تتم بشرط السعر . حيث أن التسوية (Settlement) وهي تبادل الأوراق المالية الفعلية من أجل الدفع ، وتعد في تاريخ الإصدار ، بالعائد الذي نفذت به الصفقات التجارية التي حدثت قبل المزاد تتحول إلى أسعار .

بالإضافة إلى سوق النقد المعياري (standard cash market) ، بما يحتويه من سوق عند الإصدار (when-issued market) ، فإن سوق الأدوات المتطورة الأخرى والذي يركز على أوراق الخزينة قد تطور خلال السنوات الأخيرة ، على سبيل المثال، سوق أوراق الخزينة المجزئة STRIPS ، سوق الأدوات المشتقة "derivative instruments" (الأسواق الآجلة forwards، الأسواق المستقبلية futures ، الخيارات options ، المقايضات swaps) قد أصبحت منتشرة بشكل واسع^١.

¹ DEPARTMENT OF THE TREASURY : Joint Report on the Government Securities Market, Washington, January 1992. pages 55-56

٢. تقنيات التمويل (Financing techniques)

إن الأسلوب الرئيسي للتمويل عن طريق سندات الخزينة هو اتفاقيات إعادة الشراء (repurchase agreements) أو الريبو ، والمشاركون الرئيسيون في سوق الريبو هم السماسرة والعملاء والبلديات والمؤسسات المالية وصناديق التقاعد^١ .

وتلعب الريبو دورا رئيسيا في التخصيص الكفاء لرؤوس الأموال في الأسواق المالية . وتستخدم بشكل واسع من قبل العملاء لتمويل دورهم في صناعة السوق وإدارة المخاطرة ونشاطات المضاربة ، كما أنها توفر طريقا آمنا وذي كلفة منخفضة لصناديق التقاعد ومؤسسات الإيداع وصناديق الإقراض الأخرى . كما تلعب الريبو دورا رئيسيا أيضا في عمليات السوق المفتوحة لأنها تؤثر في حجم الاحتياطيات في النظام المصرفي وبالتالي تؤثر في سعر الفائدة القصير الأجل^٢ .

كما أن سوق الريبو يساهم في تعزيز سيولة السوق الثانوية للسندات الحكومية ، وكذلك في إنشاء إدارة نشطة لدى الحكومة لإدارة الأرصدة النقدية وإدارة الدين العام ، فمن جانب ، يساهم استخدام الأوراق المالية الحكومية كضمانات لعملية الريبو مع السماح بمشاركة جهات وأطراف عديدة في هذه العمليات يساهم في تعزيز الطلب والتداول على هذه الأوراق في السوق الثانوية مما يساهم في تعزيز تنافسية هذا السوق ، وهذا الأمر الذي ينعكس ايجابيا على أسعار الفائدة في السوق الأولي وبالتالي على كلفة الدين العام . كذلك فإن استخدام عمليات الريبو من قبل السلطات في إدارة احتياجاتها قصير الأجل دون اللجوء إلى إصدارات أدوات الدين قصيرة الأجل مما يساهم في تعزيز عمق السوق من خلال تركيز الإصدارات من هذه الأدوات في استحقاقات معينة مما يمهّد في اعتماد إصدارات مرجعية خاصة إذا ما اقترن ذلك بإجراءات تخفض من دورية مزادات أدوات الدين في السوق الأولي^٣ .

¹ DEPARTMENT OF THE TREASURY : Joint Report on the Government Securities Market .pages 59-60

² Michael J. Fleming, Warren B. Hrungr, and Frank M. Keane : Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facility.Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, January 2010. Page 5

^٣ برنية ،محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية . مرجع سابق .ص 85

ثالثاً: نظام المقاصة والتسوية (Clearing and settlement system)

يمثل نظام مقاصة وتسوية الأوراق المالية الحكومية إلى جانب أنظمة التداول (بما في ذلك خدمات الحفظ والإيداع) الركن الأساسي للبنية التحتية اللازمة لسوق الأوراق المالية الحكومية . ويتوقف تصميم هذا النظام على اعتبارات عديدة تتعلق بمخاطر النظام المالي والمصرفي ، ومستوى المنافسة في السوق ، وطبيعة المشاركين ، وبغض النظر عن هذه الاعتبارات ، فإن القواعد الأساسية تلزم بوجود حسابات للسندات الحكومية (Securities Accounts) بما يقود إلى تعاملات لا ورقية بهذه السندات ، ومن شأن ذلك أن يساهم في تحسين سرعة وكفاءة عمليات تسوية الأوراق المالية الحكومية^١.

وتتضمن عمليات تقاص وتسوية تجارة الأوراق المالية الحكومية عدة مراحل رئيسية : المرحلة الأولى تتمثل بـ التأكيد (confirmation) على شروط التجارة من قبل مشاركي السوق المباشرين ، والمرحلة الثانية هي حساب التزامات الأطراف المشاركة الناتجة عن عمليات التأكيد وتعرف بالمقاصة (clearance) ، والمرحلة الثالثة هي التحويل النهائي للأوراق المالية (التسليم delivery) في البورصة الذي يقابل التحويل النهائي للمبالغ (الدفع payment) من أجل تسوية (settle) الالتزامات المختلفة وتعرف بالتسوية (settlement). كل من هذه الخطوات يمكن أن تتحقق بطريقة واحدة أو أكثر من طريقة . بالإضافة إلى أن هناك نشاطات مهمة أخرى يمكن أن تحدث ضمن أو تساعد كل من هذه المراحل ، مثل هذه النشاطات تتمثل في التأكيد على تفاصيل التجارة بين مشاركي السوق المباشرين ومشاركي السوق غير المباشرين (المستثمرون المؤسسيون والمستثمرون الاجنبيون والوكلاء الآخرون) ، كما ويتم نقل أوامر التسويات المختلفة عن طريق الاتصال بمؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزي (central securities depositories) والمتعهدين (custodians) الذين قد يوظفون من قبل المستثمرين من أجل حفظ أوراقهم المالية ومن أجل تسجيل ملكية حصصهم^٢.

^١ برنية، محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية . مرجع سابق . ص 89

^٢ Bank for International Settlements : Recommendations for securities settlement systems, November 2001, Page 37

١. تأكيد الصفقات التجارية وأوامر التسوية

(Confirmation of trade and settlement instructions)

حالما تعقد الصفقة التجارية ، فإن الخطوة الأولى من عمليات المقاصة والتسوية هي ضمان اتفاق الأطراف المختلفة (البائع والمشتري) على شروط الصفقة التجارية ، وهذه الشروط تتضمن الأوراق المالية والسعر وكمية التبادل وتاريخ التسوية والأطراف المشاركة . ويمكن أن تتحقق عمليات تأكيد التجارة هذه بطرق مختلفة ، وآلية الصفقات التجارية نفسها تحدد كيف يمكن أن تتحقق . فعلى سبيل المثال ، يمكن أن يقدم نظام تجاري إلكتروني خدمات التأكيد التجاري لطرفين مشاركين فقط ، كما يمكن تأكيد صفقات تجارية أخرى من قبل البورصة أو شركات المقاصة أو المؤسسات التجارية ... الخ ، وذلك بناءً على المعلومات التي توفر لهم من قبل مختلف الأطراف المشاركة (counterparties) . وفي السوق غير المنظمة ، فإن كل طرف مشارك في الصفقة التجارية يجب أن يزود بقية الأطراف المشاركة الأخرى بشروط الصفقة عن طريق آلية معينة وذلك من أجل التحقق من هذه الشروط ، وهذه الآليات يمكن أن تكون الفاكس أو رسائل SWIFT أو بعض الرسائل الإلكترونية وخدمات الاتصال المختلفة . وأثناء حدوث هذه العمليات ، تقوم أيضاً المكاتب الخلفية للأطراف المشاركة بشكل مباشر بالصفقات التجارية بإصدار أوامر التسوية ، والتي تطلبها مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية للقيام بالاتصال بينهم قبل أن تؤثر على أي تسوية^١

٢. المقاصة (Clearance)

بعد أن يتم تأكيد الصفقة التجارية ، فإن الخطوة التالية تكون هي المقاصة ، حيث يتم بها حساب الالتزامات المختلفة للأطراف المشاركة في الصفقة من أجل القيام بالتسليم أو من أجل الدفع في موعد التسوية . و تحدث المقاصة بإحدى طريقتين . يمكن أن تحدث على أساس إجمالي (gross) أو على أساس صافي (net) . ففي بعض الأسواق تقوم الأطراف المشاركة المركزية CCP (central counterparty) بالتوسط بين الأطراف المشاركة في الصفقات التجارية وذلك بأخذ التزامات أحد الأطراف المشاركة بالنسبة لعلاقتها مع الأطراف الأخرى. وبتحقيق القيمة الصافية للالتزامات الناتجة عن الصفقات التجارية ، فإن استعمال CCP سيقلل من مخاطر الائتمان (كلا من تكلفة الاستبدال والمخاطر الرئيسية) ومخاطر السيولة لمختلف

¹ Bank for International Settlements : Recommendations for securities settlement systems, op.cit; Page37

الأطراف المشاركة في الصفقات التجارية ، الإجراءات على أساس القيمة الصافية تزداد شيوعا في أسواق الأوراق المالية ذات الحجم الكبير للصفقات التجارية ، وذلك لأنها تقلل بشكل هام من الانكشاف الإجمالي¹ .

٣. التسوية (Settlement)

إن تسوية تجارة الأوراق المالية تتضمن التحويل النهائي للأوراق المالية من البائع إلى المشتري والتحويل النهائي للأموال من المشتري إلى البائع . وتاريخيا فإن تحويل الأوراق المالية يتمثل في الانتقال المادي لشهادات ملكية الأوراق المالية (certificates) . وعلى كل حال، ففي السنوات الأخيرة ، فقد تم حفظ الأوراق المالية في مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية CSD على شكل قيد دفترى ، بحيث تمت إزالة الشهادات المادية التي تمثل ملكية الأوراق المالية ، لذلك فإن هذه الأوراق المالية توجد فقط في سجلات حسابية (dematerialisation) ويحدث انتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق قيد حسابي في الدفاتر التابعة لـ CSD . كما أن الـ CSD تقوم أيضا بتوفير حسابات مالية (funds accounts) وترخص بتحويل الأموال من خلال دفاترها الخاصة كوسيلة للدفع مقابل الأوراق المالية . وبدلا من ذلك ، قد يحدث تحويل الأموال عن طريق دفاتر تابعة لمؤسسات أخرى مثل المصرف المركزي والمصارف التجارية . وبينما يوجد العديد من الـ CSDs تتعامل مع الأوراق المالية في السوق المحلية المفردة (single domestic market) فإن هناك CSDs أخرى تقدم خدماتها في الأسواق المتعددة (multiple markets) . وفي بعض الحالات ، فقد تم تحقيق هذا الأمر عن طريق الربط بين مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية المحلية (تنجز من قبل كل مؤسسة إيداع تقوم بفتح حساب مع الآخرين وتتصرف أيضا كـ "custodian" لـ زبائنهم الخاصين) ، وفي حالات أخرى فقد اندمجت العديد من الـ CSDs لتشكيل مؤسسات إيداع أوراق مالية مركزية دولية ICSDs (International central securities depositories) والتي أنشئت أيضا لتقديم خدمات العهدة (custodial) والمقاصة والتسوية لمجموعة واسعة من الأوراق المالية في الأسواق المتعددة ، و تقدم الـ ICSDs خدماتها عن طريق الارتباط بشكل مباشر أو غير مباشر (عن طريق مؤسسات العهدة المحلية local custodian) مع الـ CSDs المحلية . ويجب على الـ CSDs أن تزيل المخاطر الرئيسية من خلال الربط بين تحويل الأوراق المالية وتحويل

¹ Bank for International Settlements : Recommendations for securities settlement systems, op.cit; Page37-38

الأموال بطريقة تحقق التسليم مقابل الدفع (delivery versus payment) ، و الإطار القانوني والتعاقدى لهذه التقنية يضمن بأن تسليم الأوراق المالية يجب يحصل فقط عند استلام الأموال¹ .

٤. الحفظ أو العهدة (Safekeeping or custody)

هناك جزء من عمليات تسوية الأوراق المالية يستمر بعد التسوية النهائية وهو حفظ الأوراق المالية (Safekeeping) . وبينما تحفظ الأوراق المالية عادة في مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية CSDs ، فإن العديد من حملة الأوراق المالية النهائيين هم ليسوا أعضاء مباشرين في هذه المؤسسات . لذلك فإن هناك مستثمرين يقومون بإنشاء علاقات تعهدية (custody relationships) مع أعضاء مؤسسات الإيداع ، والذين يوفرون لهم خدمات الحفظ والإدارة المرتبطة بحيازة وتحويل الأوراق المالية² .

رابعاً : الإصدارات المرجعية (benchmark)

إن تطوير إصدارات مرجعية ذات سيولة عالية للأوراق المالية الحكومية يساهم في تعزيز سيولة أسواق الأوراق المالية الحكومية . والإصدارات المرجعية تعد عاملاً مهماً من أجل تطوير منحى عائد خالي من المخاطرة وتخفيض تكلفة خدمة المديونية الحكومية ، كما إن توفير إصدارات مرجعية ذات فترات استحقاق مختلفة للأوراق المالية الحكومية يساعد على تطوير أسواق التحوط (hedging markets) وتطوير التجارة وزيادة حجمها حيث أن أسعار هذه الأوراق المالية تكون قادرة بشكل أكبر على أسر سعر الفائدة السوقي³ ، كما أن هذه الإصدارات المرجعية ذات السيولة العالية يمكن أن تستخدم كمؤشر لتسعير أصول وأدوات مالية أخرى ، مما يشجع على ظهور أسواق لهذه الأدوات . كما أن وجود مثل هذه الإصدارات يعزز من استخدام العديد من أدوات إدارة المخاطر ، ومن أجل بناء إصدارات ومنحى عائد مرجعي للأوراق المالية الحكومية يجب على الحكومة توحيد الإصدارات الحكومية المتعددة وتركيزها في إصدارات لفترات استحقاق محددة وملائمة لوضع السوق ومرغوبة منه ، وتحديد حجمها ودورية إصدارها بالاستناد إلى ظروف السوق⁴ .

¹ Bank for International Settlements : Recommendations for securities settlement systems, op.cit; Pages 29 -38

² Bank for International Settlements : Recommendations for securities settlement systems, op.cit; Page38

³ M. S. Mohanty : Improving liquidity in government bond markets. op.cit; P 65-66

⁴ برنية ،محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية . مرجع سابق. ص 97-99

المبحث الخامس : تسديد السندات الحكومية

أولاً : طرق تسديد السندات الحكومية

عند انتهاء أجل السندات الحكومية ، تقوم الحكومة برد إجمالي المبلغ المقرض إلى المكتتبين به ، وهناك أربع طرق رئيسية يتم بها سداد السندات وهي : الوفاء ، التثبيت ، التبديل ، الاستهلاك .

١. الوفاء

يقصد بالوفاء رد قيمة القرض بأكمله إلى المكتتبين به عند حلول موعد استحقاقه^١.

ويجب هنا التمييز بين نوعين من القروض^٢ :

● قروض السندات الدائمة : حيث لا تحدد فيها الحكومة موعداً لتسديد السندات ، ولكنها تستطيع متى توفرت الأموال الكافية لديها أن تقوم بتسديد قيمة القرض .

● قروض السندات لأجل : تقوم الحكومة بتسديدها عندما يحين أجل استحقاقها .

وان قيام الدولة بتسديد ديونها في الوقت المحدد لها يدعم من مركزها المالي والاقتصادي ، ويشجع الأفراد والمؤسسات والدول على الاكتتاب بقروضها^٣.

٢. التثبيت

يقصد بالتثبيت قيام الحكومة بتحويل القرض قصير الأجل ، عندما يحين تاريخ استحقاقه ، إلى قرض متوسط أو طويل الأجل^٤ .

ويتم التثبيت عن طريق إصدار قرض متوسط أو طويل الأجل بنفس مبلغ القرض القصير الأجل ، وتسمح لحملة سندات القرض القديم بالاكتتاب في سندات القرض الجديد عن طريق تقديم أذونات الخزينة التي يملكونها إلى الخزينة العامة .

^١ ناشد ، سوزي عدلي : المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 255

^٢ الناصر ، ناصر عبيد : المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 170-171

^٣ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 282

^٤ ناشد ، سوزي عدلي : المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 255

وقد يكون هذا التثبيت إجبارياً تفرضه الحكومة على حملة السندات ، ويترتب عليه إضعاف ثقة المكتتبين في السندات بالمركز المالي للحكومة ، لذلك لا تلجأ الحكومات إلى التثبيت الإجباري إلا في حالات الضرورة القصوى .

أو قد يكون اختيارياً : حيث يستطيع حملة سندات القرض القديم الذين لا يرغبون بتثبيت ديونهم استرداد القيمة الاسمية للسندات التي يمتلكونها .

ويتوقف نجاح التثبيت الاختياري على المركز المالي للحكومة ، وعلى معدل الفائدة الذي تحمله السندات الجديدة مقارنة بمعدل الفائدة السائدة في السوق ^١ .

٣. التبديل

يقصد بتبديل الدين العام تجديده بقصد تخفيف العبء المالي على الحكومة ، وذلك عن طريق تخفيض مقدار الفائدة الذي تدفعه الحكومة عن الدين القديم مع الاحتفاظ بالدين على حاله ، ويمتاز تبديل الدين عن إصدار دين جديد لسداد الدين القديم بأنه يوفر الوقت والمال ^٢ .

ولنجاح عملية التبديل يجب أن تتوفر شروط عديدة أهمها:

١. أن تتوفر ثقة المقترضين بالدولة .
٢. أن يكون سعر السندات في سوق الأوراق المالية أعلى من سعر التكافؤ (التعادل) شريطة ألا يكون الارتفاع عرضياً بل دائماً .
٣. أن تكون الفائدة المقترحة للقرض الجديد مساوية على الأقل معدل الفائدة الجاري في السوق ^٣ .
٤. يجب ضمان تدخل البنوك في منع انخفاض سعر السندات المعروضة للتبديل عن سعر التكافؤ أثناء الفترة المحددة للاختبار .

^١ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص -283 282

^٢ دويدر، محمد : مبادئ الاقتصاد السياسي ، منشورات الحلبي ، بيروت – لبنان ٢٠٠١ ، ج ٤ – ص 461-463

^٣ ناشد ، سوزي عدلي : المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 257

٥. يجب أن يكون الوضع الاقتصادي مستقرًا ، واختيار الوقت المناسب للتبديل بحيث أن لا تكون المدة المقترحة للقرض الجديد طويلة الأجل .

٦. يجب أن تختار الحكومة الفترة التي تتوافر فيها السيولة المالية ، ويقل فيها معدل الفائدة ^١.

٧. وعادة ما تمنح الحكومة القرض الجديد بعض المزايا منها إعفاءه من الضرائب ، أو قبول السندات في سداد الضرائب أو عدم قابلية السندات للحجز ^٢.

وقد يكون التبديل إجباريا أو اختياريا أو مستترا ^٣ :

التبديل الإجباري : ويحصل عندما تلجأ الحكومة إلى تخفيض معدل الفائدة دون موافقة حملة السندات ، وهذا التبديل يضعف الثقة بالمركز المالي للدولة ويضر بسمعتها .

التبديل المستتر : ويحصل عندما تقوم الحكومة بتخفيض معدل الفائدة على القرض بطريقة غير مباشرة كان تفرض ضريبة خاصة على فوائد الدين أو تلجأ إلى تخفيض قيمة العملة مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للفوائد وإن بقيت القيمة الاسمية على حالها .

التبديل الاختياري : وفيه تخفض الحكومة من معدل الفائدة على القرض الجديد ، وتعطي حملة السندات حق الاختيار بين قبول معدل الفائدة على القرض الجديد أو تسليمهم القيمة الاسمية للسندات التي يحملونها .

وتتم عملية تبديل القروض بموجب وسائل عدة من بينها ^٤ :

التبديل على التكافؤ (التعادل) : حيث تخير الدولة حملة السندات بين تسديد قيمتها الاسمية ، أو تسلم سندات من القرض الجديد بالقيمة الاسمية نفسها ، وقد لا تخفض الدولة معدل الفائدة دفعة واحدة وإنما على دفعتين وذلك يحدث عندما يكون مجموع السندات التي يراد تبديلها كبيرا .

^١ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 174-175-176

^٢ المهاني، محمد خالد، الجشي ، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 283

^٣ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 172

^٤ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 173-174

التبديل بدفع الفرق : وفيه تهدف الحكومة إلى الحصول على أموال إضافية ، وليس فقط تخفيض أعباء خدمة الدين العام ، ولنفترض وجود سنيين حكوميين أحدهما بفائدة ٥ % وسعره السوقي ١٠٥ ل.س ، والآخر فائدته ٣ % وسعره السوقي ٩٠ ل.س ، عندها تعرض الحكومة على حملة السندات استبدال سنيين من القرض القديم بقيمة ٢١٠ ل.س ثلاثة سندات من القرض الجديد بقيمة ٢٧٠ ل.س على أن يدفع الفرق بين قيمة السندات ومقداره ٦٠ ل.س .

التبديل دون التكافؤ (التعادل) : تلجأ إليه الحكومة في حالة وجود قرضين أحدهما ارتفعت قيمته السوقية فوق سعر التكافؤ والآخر بقيت قيمته السوقية دون سعر التكافؤ ، عندئذ تقوم الحكومة باستبدال سندات القرض الأول بسندات من القرض الثاني بحسب سعر السوق .

٤. الاستهلاك

المقصود باستهلاك القرض العام سداد قيمته على دفعات متتالية لحاملي سندات القرض مما يؤدي إلى تخفيض قيمة القرض والتخلص من الفائدة ، ولا يوجد في الاستهلاك أي قروض جديدة تحل محل القرض القديم ^١ .

وتختلف طريقة الاستهلاك باختلاف طبيعة القرض ، فقد يكون القرض اختياريا كما في حالة القرض المؤبد حيث تستطيع الحكومة استهلاكه جزئيا أو كليا في أي وقت تشاء ، وقد يكون الاستهلاك إجباريا كما في حالة القرض الآجل حيث تحدد الحكومة في نشرة الاكتتاب عند الإصدار مواعيد وطريقة الاستهلاك ، ولا بد للحكومة أن تتقيد بذلك .

وفي كلتا الحالتين فإن طرق استهلاك القروض العامة تكون على الشكل التالي :

٤، ١. الاستهلاك على طريقة أقساط سنوية

وفيها تقوم الحكومة بدفع أقساط سنوية تمثل جزءا من أصل القرض بالإضافة إلى الفائدة السنوية ، فإذا كانت المدة المحددة لاستهلاك السندات خمس سنوات وقامت الحكومة بتسديد قيمة القرض مع فوائده على خمسة أقساط سنوية ، فإن عبء سداد الدين سيكون قد استهلك بنهاية الخمس سنوات .

^١ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 284

ومن عيوب هذه الطريقة أنها قد تلحق الضرر بصغار حملة السندات لأنها لا تمكنهم من الحفاظ على رؤوس أموالهم ، وتدفعهم لإنفاق تدفقاتهم النقدية مما قد يكون له أثر ايجابي يتمثل في ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك ، وهو ما يتوقف أثره على مستوى التشغيل في الاقتصاد الوطني وعلى مرونة العرض الكلي ^١ .

٢,٤ . الاستهلاك بطريقة القرعة

وفيها تقوم الحكومة باختيار عدد من السندات بطريقة القرعة ، وترد لحامليها كل قيمتها الاسمية ، وإذا كان القرض قد صدر بسعر التكافؤ بالإضافة إلى مكافأة تسديد ، سددت الدولة السند مع مكافأة التسديد ^٢ .

ومن عيوب هذه الطريقة أنها تضر بحامل السند في حال استهلكت سندات بقيمة تقل عن قيمتها في سوق الأوراق المالية ، وتضر بالحكومة إذا استهلكت بقيمة أعلى من قيمتها في سوق الأوراق المالية .

٣,٤ . الاستهلاك عن طريق الشراء من السوق المالية

تقوم الحكومة في هذه الطريقة بشراء سندات الدين العام من سوق الأوراق المالية ، وهي طريقة مفيدة لها إذا كان سعر السندات في السوق اقل من قيمتها الاسمية ، حيث تريح الفرق بين القيمتين ، ولكن الحكومة لا تستطيع استهلاك عدد كبير من السندات بواسطتها لان زيادة إقبالها على شراء السندات من السوق يؤدي إلى ارتفاع ثمنها .

^١ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص -285

^٢ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 177

ثانياً : تغطية استهلاك السندات الحكومية

تستخدم الحكومة عدة طرق في تمويل استهلاك السندات الحكومية ، ومن أهم هذه الطرق ما يلي :

١. طريقة الموازنة العامة

تستخدم الحكومة في هذه الطريقة وفورات الموازنة العامة لاستهلاك السندات الحكومية ، أو تتضمن الموازنة العامة اعتماداً سنوياً مخصصاً لاستهلاك السندات الحكومية ، وتطبق هذه الطريقة فقط عندما يكون استهلاك السندات محدداً في نشرة الاكتتاب من جهة المواعيد والأقساط ، بحيث تستطيع الحكومة أن تحدد مسبقاً المبالغ التي تستحق عليها في السنة التي توضع من أجلها الموازنة ^١ .

٢. طريقة صندوق الاستهلاك

وفق هذه الطريقة تقوم الحكومة بإنشاء صندوقاً خاصاً يسمى (صندوق الاستهلاك) ، تزوده بمبالغ سنوية من الموازنة العامة أو من نوع معين من الإيرادات العامة كحصيللة بعض الضرائب ، ويقوم هذا الصندوق بشراء السندات الحكومية من السوق المالية ، وينتظر المواعيد المحددة ليقوم بتسديدها ، والسندات التي يقوم الصندوق بشرائها إما أن تتلف أو يحتفظ بها وبذلك فإن الصندوق يستلم فوائدها السنوية ، ويستعملها في شراء سندات أخرى ^٢ . ويشترط لنجاح هذه الطريقة أن تقوم الحكومة بدفع المبالغ السنوية المخصصة لصندوق الاستهلاك أياً كانت الظروف التي تمر بها وخصوصاً في وقت الأزمات ^٣ .

^١ المهاني، محمد خالد. الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 285

^٢ الناصر ، ناصر عبيد: المالية العامة ، مرجع سابق ، ص 178

^٣ المهاني، محمد خالد، الجشي، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي ، مرجع سابق ، ص 286

الفصل الثالث: إصدار السندات الحكومية في سورية وانعكاساتها النقدية والمالية

المبحث الأول : واقع السندات الحكومية في سورية

معلومات تاريخية

بعد أن حصلت سورية على استقلالها السياسي في ١٧ نيسان ١٩٤٦ ، قامت باتخاذ العديد من الخطوات التي ضمنت لها استقلالها الاقتصادي عن فرنسا بعد أن كانت تربطها معها اتفاقيات اقتصادية كثيرة تعود إلى عهد الاستعمار ، وبعد أن اشتركت سورية في صندوق النقد الدولي في ١٠ نيسان ١٩٤٧ ووقعت على اتفاقية بروتون وودز المتعلقة بالصندوق والبنك الدوليين ، شهد القطاع المالي والمصرفي تطورات كثيرة شملت مجموعة من الإجراءات والتدابير أهمها إصدار قانون النقد الأساسي ذي الرقم ٧٨/ بتاريخ ٢٨ آذار ١٩٥٣ الذي نظم شؤون النقد والتسليف وحدد السلطات النقدية ودورها في الاقتصاد . وقد حددت المادة الأولى من هذا القانون مهمة مجلس النقد والتسليف بالعمل على تنمية السوق النقدية والمالية وتنظيمها وفقا لحاجات الاقتصاد القومي ، وفي سبيل هذا الهدف فعلى مجلس النقد والتسليف أن يقوم بتنمية السوق النقدية عن طريق إصدار أسهم الشركات والمشاريع وإصدار اسناد القرض والاسناد العامة وتداول هذه القيم المنقولة وتوظيف الوفرة النقدي في شراء هذه الأوراق . أما السوق المالية فقد أوكل قانون النقد الأساسي لمجلس النقد والتسليف مهمة بعث هذه السوق وتنميتها وتنظيمها في سبيل جذب الوفرة القومي نحو التوظيفات المالية لأجل قصير أو طويل ، حيث أوكل لمصرف سورية المركزي مهمة بعث سوق تداول الاسناد العامة بصورة خاصة وأناط به في سبيل تحقيق هذا الهدف المهام التالية^١:

١. إصدار الاسناد الوطنية العامة لأجل قصير أو متوسط أو طويل وإجراء عمليات تبديلها وتسديدها .
٢. خصم الاسناد ذات الأجل القصير والمتوسط والطويل التي تصدرها الدولة أو تكفلها ومنح القروض والسلف لقاء رهنها
٣. شراء هذه الاسناد والتخلي عنها
٤. إلزام المصارف بتوظيف الاحتياطي الإجباري والاحتياطي الخاص بأسناد صادرة عن الدولة أو مضمونة منها أو توظيف نسبة من وفرة النقد في اسناد الدين العام .

^١ عشي ،جورج : النظام النقدي في سورية ،مطبعة جامعة دمشق ، الطبعة الثالثة ١٩٥٩ ، ص ٢٨٤

كما مكنت المادة رقم /٧٠/ من هذا القانون مجلس النقد والتسليف من انتهاج سياسة السوق المفتوحة عندما يشاء ذلك ، حيث سمحت له بالتدخل في السوق المالية لشراء سندات الدولة والتخلي عنها^١. وتوجد بالإضافة إلى هذه النصوص في قانون النقد الأساسي نصوص أخرى مشابهة في قانون صندوق الدين العام تجيز توظيف نسبة معينة من أموال الخزينة والإدارات والمؤسسات العامة الجاهزة في اسناد الدين العام . وبالرغم من كل ذلك فلا يزال الاقتصاد السوري يفتقد حتى فترة قريبة إلى سوق مالي ونقدي ، كما لم يقم المصرف المركزي بأي عمل في مجال بيع وشراء الأوراق المالية والاذونات الحكومية ويرجع ذلك بشكل رئيسي إلى قرار اللجنة الاقتصادية الدائمة الصادرة بالمرسوم التشريعي رقم/٤٧/ لعام ١٩٦٧ الذي قيد دور السلطات النقدية (مجلس النقد والتسليف ومصرف سورية المركزي) وقد أخذت اللجنة الاقتصادية جزءاً من مهام السلطات النقدية ، ولم تقم ببقية مهامه كاملة إلا بعد تعطيل مجلس النقد والتسليف في عام ١٩٨٣ ، وبذلك اقتصر دور مصرف سورية على إصدار السندات الحكومية وتمويلها عن طريق الإصدار النقدي لتسديد عجز الموازنة الحكومية^٢. وقد انتهجت سورية منذ بداية العام ٢٠٠٠ نهج الإصلاح الاقتصادي الشامل ، وقد قامت في سبيل تحقيق ذلك بعدة خطوات عملية متدرجة ومتتالية ، وبما أن القطاع المالي والمصرفي يمثل قاطرة الإصلاح وبشكل تطويره جوهر عملية الإصلاح الاقتصادي المنشود ، لهذا فقد شهد هذا القطاع حركية كبيرة في السنوات الأخيرة بغية خدمة وإنجاح عملية الإصلاح الهادفة إلى تحسين أداء الاقتصاد السوري ورفع كفاءته و تنافسيته . وفي هذا السياق فقد لحظت كافة خطط التطوير والإصلاح الاقتصادي في سورية بما فيها الخطة الخمسية التاسعة (٢٠٠٠-٢٠٠٥) والخطة الخمسية العاشرة (٢٠٠٥ - ٢٠١٠) ضرورة العمل على تحقيق ما يلي^٣:

١. تطوير القطاع النقدي وضمان الاستقلالية التامة لمصرف سورية المركزي
 ٢. تطوير القطاع المالي و المصرفي والسياسات المالية وإقلاع السوق المالية
- وبسبب تعدد المنافع الناجمة عن إرساء وتطوير سوق نشطة وكفوءة للأوراق المالية الحكومية ، والتي يمكن أن يستفيد منها الاقتصاد بشكل عام والقطاع المالي والمصرفي بشكل خاص ، فقد أولت الحكومة أهمية كبيرة لإنشاء وتطوير سوق دمشق للأوراق المالية الحكومية لما له من دور حيوي كبير في تحقيق الاستقرار المالي وتعميق القطاع المالي والمصرفي . وفي سبيل تحقيق

^١ عشي ، جورج : النظام النقدي في سورية ، مطبعة جامعة دمشق ، الطبعة الثالثة ١٩٥٩ ، ص ٢٨٧-٢٨٨
^٢ د.جمعة، محمد صالح : السياسة النقدية في سورية وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٠ ، دار الرضا للنشر ، دمشق، الطبعة الأولى ٢٠٠٥ ، ص ١٢٦

^٣ اتجاهات السياسة النقدية والمصرفية ، ثلاثة أعوام من الإصلاح النقدي ، موقع مصرف سورية المركزي،
<http://www.banquecentrale.gov.sy>

ذلك قامت السلطات الاقتصادية بإصدار العديد من المراسيم والقوانين النازمة لسوق الأوراق المالية الحكومية في سورية ، وهذه المراسيم والقوانين تتضمن قانون النقد الأساسي رقم/٢٣/ لعام ٢٠٠٢ والقانون رقم /٢٢/ لعام ٢٠٠٥ حول إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية ، والمرسوم التشريعي رقم /٦٠/ لعام ٢٠٠٧ الذي نص على إنشاء سوق دمشق للأوراق المالية الحكومية ، والتعليمات التنفيذية للمرسوم التشريعي للأوراق المالية الحكومية رقم /١٣٢٩/ لعام ٢٠٠٨ ، والقرار رقم (٣٨٨٠/و) لعام ٢٠١٠ المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، والقرار رقم (١٥٧٦/و) لعام ٢٠٠٩ المتضمن النظام الداخلي لوحدة الأوراق المالية الحكومية ، وقد حددت هذه المراسيم والقوانين الملامح الأساسية للإطار التشريعي والتنظيمي والمؤسسي لسوق الأوراق المالية الحكومية في سورية .

أولاً : الإطار التنظيمي

١. قضايا السوق الأولى

١.١. الأدوات المصدرة

تعتبر وزارة المالية الجهة الوحيدة المسؤولة عن إصدار وإدارة الدين العام بما في ذلك إدارة السيولة الحكومية^١ ، ويكون المصرف المركزي مسؤولاً بصفته وكيلاً للوزارة عن إصدار الأوراق المالية الحكومية^٢. وقد حدد المرسوم التشريعي رقم /٦٠/ لعام ٢٠٠٧ في المادة الأولى منه الأدوات المالية المصدرة بأذونات وسندات الخزينة والأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن وزارة المالية ، وعرف أذونات الخزينة بأنها أوراق دين حكومية قصيرة الأجل تاريخ استحقاقها لا يتجاوز السنة. أما سندات الخزينة فقد عرفها بأنها أوراق دين حكومية متوسطة وطويلة الأجل مدة استحقاقها أطول من سنة و لا تتجاوز /٣٠/ سنة . وعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها أدوات مالية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية تصدر باسم المالك بقصد التمويل وتكون قابلة للتداول . وتبلغ القيمة الاسمية لإذن الخزينة الواحد مليون ليرة سورية ، ويصدر لمدة محددة ٩١-١٨٢-٢٧٣ يوماً بأسلوب الخصم ، ويحسب معدل الخصم على اذونات الخزينة على أساس ٣٦٥ يوماً للسنة وفق المعادلة التالية :

$$س = ق / ١ + (ف \times ز) / ٣٦٥$$

حيث : س = المبلغ المستحق الدفع من قبل المشتري للبائع.

ق = القيمة الاسمية لأذونات الخزينة محل التداول.

^١ القرار رقم /١٣٢٩/ : المتضمن التعليمات التنفيذية للمرسوم التشريعي للأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٣/٣٠

^٢ المرسوم التشريعي رقم /٦٠/ الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/١

ف = معدل الفائدة.

ز = عدد الأيام بين يوم تسوية المعاملة (داخلاً في الحساب) وتاريخ استحقاق أذونات الخزينة المعنية (خارجاً عن الحساب)

أما القيمة الاسمية لسند الخزينة الواحد فتبلغ ٥ مليون ليرة سورية

وقد قامت وزارة المالية بعد انتظار طويل في تاريخ ١٣/١٢/٢٠١٠ بطرح أذون وسندات تحمل كوبون ذي معدل فائدة ثابت ، حيث قامت بطرح الإصدار الأول من اذونات الخزينة بقيمة اسمية قدرها ١ مليار ليرة سورية وفترة استحقاق قدرها ٩١ يوم وسعر فائدة قدره ١٪ ، وفي نفس التاريخ تم طرح اذونات خزينة بقيمة اسمية قدرها ١ مليار ليرة سورية وفترة استحقاق قدرها ١٨٢ يوم وسعر فائدة قدره ١,١٥٪ ، وفي تاريخ ٢٠/١٢/٢٠١٠ تم طرح الإصدار الأول من سندات الخزينة بقيمة اسمية قدرها ١ مليار ليرة سورية وفترة استحقاق قدرها سنة واحدة وتحمل سعر فائدة قدره ١,٥٪ . وبعد نجاح الطرح الأولي من أذون وسندات الخزينة ، حيث بلغ متوسط نسبة تغطية العروض ٢,٤ مرة ، قامت وزارة المالية بطرح مزيد من إصدارات اذونات وسندات الخزينة ، وقد بلغ الرصيد القائم لأذون الخزينة ٣ مليار ليرة سورية بفترة استحقاق مختلفة (٣ أشهر، ٦ أشهر)، كما بلغ رصيد السندات القائم ٤,٧ مليار ليرة سورية بفترة استحقاق مختلفة (١ سنة، ٣ سنة، ٥ سنة) . الجدول رقم (١) ، ولم تقم وزارة المالية بإصدار أذون وسندات خزانة تحمل كوبون ذي سعر فائدة متغير أو مرتبط بمعدل التضخم أو سندات إسلامية حتى الآن ، وقد قامت وزارة المالية في المادة الرابعة من المرسوم رقم ٢٣/ بتاريخ ١٤/٢/٢٠١١ بإعفاء فوائد وعوائد الأوراق المالية الحكومية من ضريبة الدخل مهما كانت صفة حاملها ، وذلك بهدف زيادة جاذبية الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية وتوسيع نطاق المشاركين في مزاداتها .

الجدول رقم (١) : الرصيد القائم من أذون وسندات الخزينة (مليون ليرة سورية)

الرصيد الكلي	السندات				الأذون			تاريخ المزاد
	رصيد السندات القائم	5 سنة	3 سنة	1 سنة	رصيد الأذون القائم	٦ أشهر	٣ أشهر	
1,000					1,000		1,000	13/12/2010
1,000					1,000	1,000		13/12/2010
1,000	1,000			1,000				20/12/2010
1,000	1,000		1,000					20/12/2010
1,000	1,000	1,000						20/12/2010
2,000	1000		1700		1,000	1,000		14/02/2011
7,700	4700				3,000	المجموع		

المصدر: موقع وزارة المالية <http://www.syrianfinance.org>

٢,١. أساليب الإصدار

١,٢,١. مزادات السعر الموحد Uniform-price

يتم إصدار أذونات الخزينة عن طريق مزادات السعر الموحد ، حيث تعبر الجهات المشاركة في المزاد (العارضون) عن حجم الأذونات التي يرغبون بشرائها ومستوى سعر الفائدة المقترح، وتسلم أذونات الخزينة المصدرة للعارضين الفائزين الذين اقترحوا سعر فائدة أدنى من أو مساوٍ لأعلى سعر تقبل وزارة المالية بدفعه (سعر الاقتراع) ، وبصرف النظر عن مستوى سعر الفائدة التي اقترحوها يحصل جميع العارضون الفائزون على أذونات الخزينة بالسعر المحدد بسعر الاقتراع^١.

٢,٢,١. مزادات السعر المتعدد Discriminatory-Price

يتم إصدار الأوراق المالية الحكومية (سندات الخزينة) من خلال مزادات السعر المتعدد، وتعبر الجهات المشاركة في المزاد (العارضون) عن حجم السندات التي يرغبون بشرائها ومستوى سعر الفائدة المقترح ، حيث يتم المزاد كما يلي^٢:

أ- يحسب معدل العائد المرجح كالتالي:

١. يتم ترتيب العروض بشكل تصاعدي بناءً على سعر الفائدة المقترح من قبل المصارف حتى تغطية حجم السندات المستهدف.

٢. يتم حساب الناتج لكل عرض (القيمة الاسمية للسندات المطلوبة من كل مصرف × السعر المطلوب).

٣. يتم حساب تراكمي الناتج السابق.

٤. يتم حساب تراكمي القيمة الاسمية للسندات المطلوبة.

٥. يحسب سعر العائد المرجح لكل عرض وذلك عن طريق قسمة تراكمي الناتج على تراكمي القيمة، ويكون سعر العائد المرجح للمزاد هو السعر المرجح عند آخر عرض تم قبوله، ويكون هو معدل الكوبون.

^١ القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

^٢ القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

ب- حساب السعر:

١. كل عارض فائز قدم سعر فائدة مساوي للعائد المرجح، تكون قيمة السندات الواجب دفعها تساوي القيمة الاسمية للسندات المخصصة له.
٢. كل عارض فائز قدم سعر فائدة أقل من العائد المرجح، يتم احتساب قيمة السندات الواجب دفعها من خلال إضافة علاوة على القيمة الاسمية للسندات المخصصة له.
٣. كل عارض فائز قدم سعر فائدة أكبر من العائد المرجح، يتم احتساب قيمة السندات الواجب دفعها من خلال خصم القيمة الاسمية للسندات المخصصة له.
٤. يتم حساب قيمة السندات الواجب دفعها من قبل المصارف من خلال معادلة تسعير السندات:

$$P = \sum_{K=1}^N \left[\frac{C}{(1+r)^{(K)}} \right] + \left[\frac{PAR}{(1+r)^{(N)}} \right]$$

حيث: p : قيمة السند

C: قيمة الكوبون (معدل الكوبون × القيمة الاسمية للسند).

r: معدل العائد المطلوب من قبل العارض.

PAR: القيمة الاسمية للسند.

K: رقم الكوبون.

N: عدد الكوبونات المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.

٣,١. دورية الإصدار

قبل بداية شهر كانون الثاني من كل عام، تقوم وزارة المالية بإعداد روزنامة تأشيرية لمزادات أدونات الخزينة ويتم نشرها على الموقع الإلكتروني لكل من وزارة المالية ومصرف سورية المركزي ولكل مزاد على حده، وتعد مزادات أدونات الخزينة على أساس شهري في يوم الاثنين الثاني من كل شهر، ويمكن أن يتم بصورة استثنائية عقد مزادات خاصة بين تاريخي مزادين مجدولين إذا ما رأت وزارة المالية حاجة لذلك في ظل إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل . وقد أعلنت وزارة المالية عن نيتها لطرح أدون وسندات خزينة بأجل مختلفة خلال السنة المالية ٢٠١١ بمبلغ إجمالي يبلغ ٣٠ مليار ليرة سورية ، مقسم إلى ٣ مليار ليرة سورية أدون خزينة ، و ٢٧ مليار ليرة سورية سندات خزينة ، وقد بينت الروزنامة التأشيرية للعام ٢٠١١ عدد المزادات والمعلومات المتعلقة بكل مزاد ^١ ، كما في الجدول رقم (٢)

^١ المرسوم التشريعي رقم ٦٠/ الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/١

الجدول رقم (٢) : الروزنامة التأشيرية لعام ٢٠١١ (مليون ليرة سورية)

مجموع الإصدار	السندات				الأذونات			تاريخ المزاد
	5 سنة	3 سنة	2 سنة	1 سنة	٩ أشهر	٦ أشهر	٣ أشهر	
0								10/01/2011
3,000		2,000				1,000		14/02/2011
1,000				1,000				14/03/2011
2,000				2,000				11/04/2011
8,000			8,000					09/05/2011
1,000		1,000						13/06/2011
2,000			2,000					11/07/2011
6,000	4,000	2,000						08/08/2011
3,000				2,000			1,000	12/09/2011
1,000					1,000			10/10/2011
1,000		1,000						14/11/2011
2,000			2,000					12/12/2011
30,000	27,000	مجموع السندات			3,000	مجموع الأذونات		

المصدر : موقع وزارة المالية <http://www.syrianfinance.org>

٤,١. إعلان المزادات

يتم الإعلان عن المزادات من خلال الموقع الالكتروني لكل من وزارة المالية ومصرف سورية المركزي وعن طريق الصحف الرسمية قبل خمسة أيام عمل من تاريخ المزاد بموعد أقصاه الساعة الثانية عشرة ظهرًا. ويتضمن الإعلان المعلومات التالية^١:

١. تاريخ المزاد
٢. تاريخ التسوية وتسليم الأذونات.
٣. رقم تعريف الورقة المالية للأذونات.
٤. تاريخ استحقاق الأذونات.

^١القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

٥,١. الدعوة للمشاركة

تتم الدعوة للمشاركة في المزاد قبل يومي عمل من تاريخ المزاد وبموعد أقصاه الساعة الثانية عشرة ظهرًا حيث يقوم مصرف سورية المركزي بإرسال رسائل فردية لكل مشارك مؤهل للمزاد على رقم الفاكس الخاص به ، ويطلب من المشاركين المؤهلين للمزاد تأكيد استلامهم دعوة المشاركة بواسطة رقم الفاكس المعتمد في نفس اليوم . وتحدد الدعوة ما يلي ^١:

١. تاريخ المزاد.
٢. تاريخ التسوية وتسليم الأذونات.
٣. المدى التأشيري (حد أقصى وحد أدنى) لحجم أذونات الخزينة ، على أن يتضمن ويفصح عن حجم مشاركة مصرف سورية المركزي بصورة غير تنافسية.
٤. تاريخ استحقاق الأذونات.
٥. رقم الورقة المالية لخط الأذونات.
٦. الأحجام القائمة من الأذونات المعرفة بذات رقم الورقة المالية في حالة إعادة فتح خط قائم بالفعل.
٧. حجم الأذونات التي تستحق آجالها في تاريخ التسوية إن وجدت.
٨. عدد العروض المسموح للمشاركة الواحد بتقديمها.

٦,١. المشاركون

تقتصر المشاركة في مزادات الأوراق المالية الحكومية بشكل مباشر على الأطراف التالية ^٢:

١. المصارف العاملة في سورية والتي ينطبق عليها أحكام ما ورد في المادة ٨ / من التعليمات التنفيذية الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم / ١٣٢٩ / والتي ستوقع على الاتفاقية الثنائية مع مصرف سورية المركزي. ويجب على المصارف المؤهلة أن تقدم عروضها في إطار عملية المزاد كعارض أصلي (أي باسمها) ، ويمكن للمصارف المؤهلة أن تقدم عروضًا في المزاد لحساب عملائها الذين فوضوا هذه المصارف بتقديم عروض بالنيابة عنهم، وذلك بعد إقرار اللجنة السماح للأشخاص الاعتباريين بخلاف المصارف المؤهلة بحيازة الأوراق المالية الحكومية في حساب الأوراق المالية الخاصة بهم.

^١ القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

^٢ القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

٢. مصرف سورية المركزي

يمكن أن يشارك مصرف سورية المركزي في المزاد على أساس غير تنافسي لأغراض السياسة النقدية .

أما المؤسسات الأخرى كشركات التأمين وصناديق الادخار التقاعدي وصناديق الاستثمار وكذلك الأفراد ، فإنهم غير مخولين بالمشاركة في المزادات بشكل مباشر . ولكن يستطيعون المشاركة فيها بشكل غير مباشر عن طريق توكيل احد المصارف بذلك ، وهذا الأمر يضيق من نطاق المشاركين في المزادات ويحد من تنافسيتها ، مما قد يؤثر سلباً على تكلفة القرض العام .

٧,١. تقديم العروض

تقدم العروض لمصرف سورية المركزي باستخدام وسائل الاتصال المختلفة (البريد-الفاكس-الهاتف المسجل - رسائل السويقت) وذلك بين الساعة العاشرة صباحاً والساعة الثانية عشر ظهراً في تاريخ المزاد ، وترفض كافة العروض التي تصل للمصرف بعد الساعة الثانية عشر ظهراً . ويقوم مصرف سورية المركزي بتأكيد استلام العروض المرسله له من المصارف المشاركة بوثيقة موقعة أو بالفاكس أو بالهاتف . ويحدد العارض حجم أذونات الخزينة التي يعرض شراءها بحيث لا يقل عن مئة مليون ليرة سورية وبمضاعفاتها عند كل مستوى مقترح من قبله لسعر الفائدة ، ويجب ألا يتجاوز المبلغ الإجمالي للعروض المقدمة من قبل مشارك واحد في المزاد (سواء أكان من المصارف العاملة في سورية أو من المصرف المركزي) عن ٣٠ في المائة من نقطة منتصف المدى التأشيرى المعلن بواسطة وزارة المالية للحجم الاسمي للأذونات التي ستطرح بالمزاد ^١.

٨,١. تخصيص العروض

يتم تخصيص اذونات الخزينة للعارضين الفائزين إما تخصيص كامل أو نسبي ، حيث تحصل كافة العروض ذات سعر الفائدة الأدنى من سعر الاقترطاع على تخصيص كامل ، أما العروض المقدمة بسعر مقترح يعادل سعر الاقترطاع فتخضع لتخصيص نسبي، وذلك إذا تجاوز المجموع الفعلي للعروض المقبولة الحجم الذي ترغب وزارة المالية في إصداره من أذونات الخزينة . ويتم تعديل حجم العروض المخصصة نسبياً للأعلى، بحيث يتم تصحيح حجم العرض الواحد مقرباً "لأقرب مليون ليرة سورية" ^٢.

^١القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

^٢القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

٢. قضايا السوق الثانوي

١,٢. أنظمة التداول

نصت المادة (١٦) من المرسوم التشريعي رقم ٦٠/ لعام ٢٠٠٧ بأنه يجوز تداول جميع الأوراق المالية الحكومية في سوق الأوراق المالية وخارج السوق بعد موافقة مسبقة من اللجنة

٢,٢. الحفظ المركزي والتسوية

يقوم مصرف سورية المركزي قبل الساعة الثانية عشرة ظهرًا في يوم العمل التالي للمزاد بإخطار كل عارض فائز بالحجم الذي ستتم إضافته من أدونات الخزينة لحسابه وبالمبلغ الذي سيتم خصمه من حسابه الجاري في تاريخ تسوية المزاد . ويتم تسوية معاملات أدونات وسندات الخزينة في صورة قيد دفترى على أساس مبدأ التسليم مقابل الدفع ، ويكون تاريخ التسوية لأدونات وسندات الخزينة هو يوم العمل الثالث بعد تاريخ الإصدار T+3 ، حيث يقوم المصرف المركزي في حال توفر رصيد كاف في الحساب الجاري للعارض الفائز بإضافة القيمة الاسمية لأدونات الخزينة المخصصة له في حساب الأوراق المالية المخصص له ، وخصم القيمة المدفوعة المقابلة لأدونات الخزينة المخصصة له من حسابه الجاري ، أما إذا لم يتوفر رصيد في الحساب الجاري للعارض الفائز كاف لتغطية القيمة النقدية لأدونات الخزينة المخصصة له ، تؤجل التسوية وتفرض عليه غرامة تأخير بمعدل (الليبور"الانتربنك"+٥٪) من حجم التخصيص محسوبة عن الفترة من تاريخ تسوية المزاد حتى تاريخ السداد على أن لا تتجاوز خمسة أيام ، وإذا تجاوزت مدة التأخير خمسة أيام يلغى التخصيص وتفرض غرامة مالية بنسبة (٥,٠٪) من حجم التخصيص^١ .

^١ القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١

ثانياً : الإطار المؤسسي

حدد المرسوم التشريعي رقم /٦٠/ الصادر في عام ٢٠٠٧ الإطار المؤسسي للجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية ، حيث نص في المادة الثالثة على تشكيل لجنة لإدارة الأوراق المالية الحكومية من :

١. وزير المالية
- رئيساً
٢. حاكم مصرف سورية المركزي
- عضواً
٣. رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية
- عضواً
٤. معاون وزير المالية لشؤون الإنفاق العام
- عضواً
٥. مدير الدين العام في وزارة المالية
- عضواً
٦. رئيس وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية في الوزارة
- عضواً
٧. رئيس قسم الأوراق المالية الحكومية لدى المصرف
- عضواً

وتتولى هذه اللجنة المهام والصلاحيات التالية :

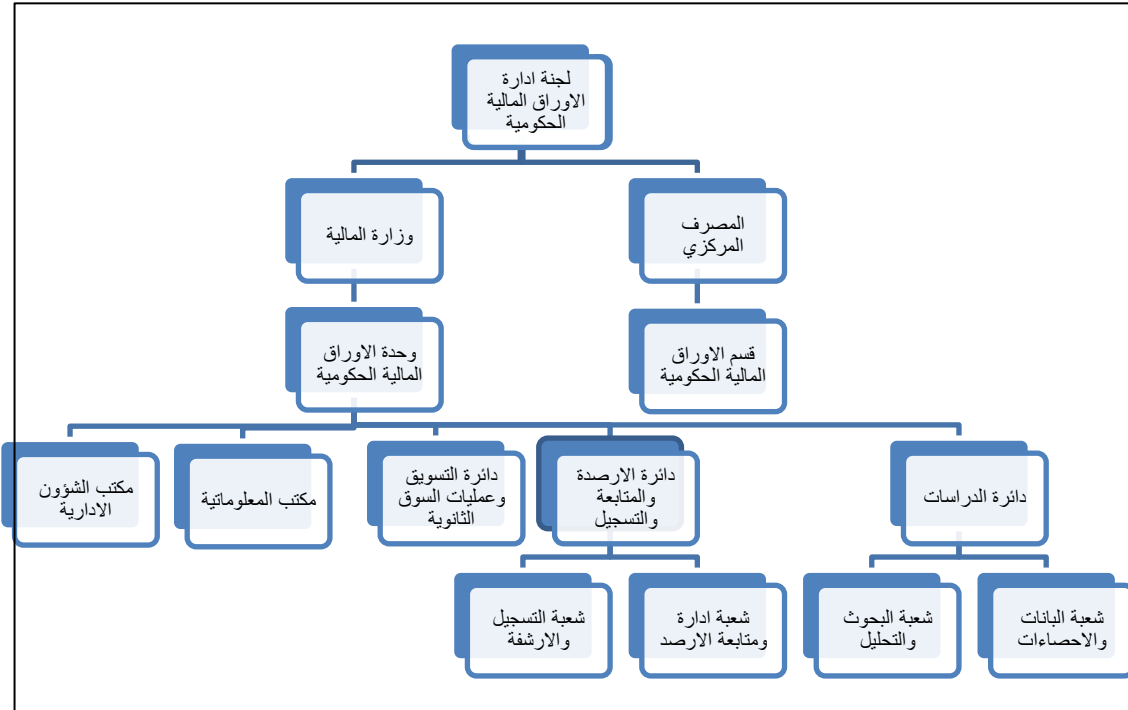
١. وضع الإطار العام لسياسات واستراتيجيات إدارة الأوراق المالية الحكومية.
 ٢. تحديد أهداف واضحة قصيرة الأمد وطويلة الأمد لإدارة الأوراق المالية الحكومية.
 ٣. دراسة المقترحات والتوصيات المقدمة من الجهات الحكومية المعنية ومن المديرية واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها.
 ٤. أي مهام أخرى تراها لازمة لتحقيق أهدافها.
- وتجتمع اللجنة كل ثلاثة أشهر بدعوة من رئيسها أو كلما دعت الحاجة ولا يكون اجتماعها قانونياً إلا بحضور الوزير والحاكم مع أغلبية اللجنة ، وترفع اللجنة مقترحاتها إلى مجلس الوزراء للمصادقة عليه .

كما نص هذا المرسوم في المادة الرابعة منه على إحداث وحدة لإدارة الأوراق المالية الحكومية في وزارة المالية تكون تابعة للوزير مباشرة ، ونص في المادة السادسة منه على إحداث قسم لإدارة الأوراق المالية الحكومية في المصرف المركزي يكون مسؤولاً عن مسك سجل الأوراق المالية الحكومية ، وتشغيل نظام التسديد والتسوية على أساس مبدأ التسليم مقابل الدفع ، وتزويد وزارة المالية بتقارير دورية عن أوضاع الأوراق المالية الحكومية .

وقد بين القرار رقم (١٥٧٦/و) الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٦/٢٢ النظام الداخلي لوحدة الأوراق المالية الحكومية ، وحدد في المادة الرابعة منه هدف عمل وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية بتنفيذ الاقتراض الحكومي الداخلي بواسطة الأوراق المالية الحكومية للأغراض التالية :

١. تمويل عجز الموازنة العامة
 ٢. تمويل المشاريع ذات الأولوية الوطنية المدرجة في الخطط العامة للدولة.
 ٣. توفير التمويل اللازم لمواجهة الكوارث وحالات الطوارئ.
 ٤. تسديد ديون مستحقة على الحكومة بما فيها استبدال الدين العام القائم بأوراق مالية حكومية قابلة للتداول، وذلك بشكل تدريجي.
 ٥. إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل.
- كما حدد في المادة الخامسة مهام وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية بما يلي :
١. إجراء الدراسات والأبحاث المتعلقة بالأوراق المالية الحكومية.
 ٢. تنفيذ ومتابعة عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية بالتعاون مع مصرف سورية المركزي.
 ٣. إعداد الدراسات التسويقية للأوراق المالية الحكومية ومتابعة تداولها في السوق الثانوية.
 ٤. معالجة جميع المواضيع المتعلقة بالأوراق المالية الحكومية وإبداء الرأي فيها.

الشكل رقم (٨) : الهيكل المؤسساتي للجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية



المصدر : موقع وزارة المالية <http://www.syrianfinance.org>، الشكل من إعداد الباحث

المبحث الثاني : انعكاسات إصدار السندات الحكومية على السياسة النقدية

أولاً : تطوير المصرف المركزي

كما ذكرنا في الفصل الأول إن وجود سوق للأوراق المالية الحكومية يساهم بشكل كبير في تطوير مصرف سورية المركزي من خلال توفير أدوات تمكن المصرف المركزي من تطوير وتنفيذ سياسته النقدية وتحديد مستويات أسعار الفائدة التأشيرية بصورة أكثر كفاءة من التحكم الإداري في أسعار الفائدة والذي يخلق تشوهات في السوق .

١. توفير أدوات تمكن المصرف المركزي من تطوير وتنفيذ سياسته النقدية

تتجه المصارف المركزية في مختلف الاقتصاديات المتقدمة والنامية إلى تعديل أهداف سياساتها النقدية وتحسين الأدوات التي تستخدمها لتنفيذ هذه السياسات ، وخلال القعود الثلاث الأخيرة بدأت أكثر المصارف المركزية بالتركيز على هدف استقرار الأسعار كهدف استراتيجي للسياسة النقدية ، ومن أجل تحقيق هذا الهدف على أتم وجه يجب على المصرف المركزي أن يتمتع باستقلالية كافية تمكنه من تحقيق هذا الهدف ليس فقط بدرجة أكبر من الدقة والفعالية وإنما أيضا بمزيد من الشفافية والإفصاح ، لذلك حدث تحول كبير في الأدوات النقدية التي يستخدمها المصرف المركزي في تنفيذ سياسته النقدية ، فمن استخدام أدوات نقدية مباشرة تستهدف متغيرات نقدية جرى التحول نحو الأدوات النقدية غير المباشرة التي تسيطر على معدلات متفق عليها من التضخم ، وتعتبر عمليات السوق المفتوحة من أهم الأدوات النقدية غير المباشرة التي يستخدمها المصرف المركزي من أجل الحفاظ على استقرار الأسعار في السوق ، إلا أن فعالية عمليات السوق المفتوحة مرتبطة بوجود سوق للأوراق المالية الحكومية عميق ويتمتع بدرجة عالية من السيولة ، لأنه يشكل مصدرا رئيسيا للأصول المؤهلة (eligible assets) التي توضع كضمان (collateral) لعمليات الإقراض والاقتراض ، وبالتالي يمنح المصرف المركزي مرونة كبيرة في تنفيذ سياسته النقدية . وبما أن سوق الأوراق المالية الحكومية غالبا ما يكون القطاع المسيطر في سوق الدين الكلي (overall debt market) في معظم الاقتصاديات ، فهو بذلك يلعب دورا أساسيا في آلية نقل الأثر النقدي للسياسة النقدية . وهكذا وبغض النظر عما إذا كان المصرف المركزي يتصرف كمدير للقرض العام أم لا ، فإن هناك ثلاث قنوات رئيسية يمكن لهيكل القرض العام أن يؤثر بها على الظروف النقدية وهي : تركيب القرض العام ، حجم القرض العام ، ملكية القرض العام ^١ .

¹ Bank of England : "Government Debt Structure and Monetary Conditions." Quarterly Bulletin, November 1999

١,١. إدارة السياسة النقدية

إن الإطار العام للسياسة النقدية في سورية يتحدد من خلال قانون النقد الأساسي رقم ٢٣/ لعام ٢٠٠٥ الذي قام بإعادة تفعيل دور مجلس النقد والتسليف باعتباره السلطة النقدية الأعلى في سورية ، وقد حدد هذا القانون أهداف السياسة النقدية في سورية بتنمية السوق المالية والنقدية والحفاظ على القوة الشرائية للعملة المحلية واستقرار سعر الصرف الخارجي لليرة السورية والعمل على إنماء الدخل القومي ، وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف يتولى مجلس النقد والتسليف وضع السياسة النقدية في سورية وإدارتها وفقا للاستراتيجية العامة للدولة وحاجة الاقتصاد الوطني ، وعلى الرغم من ذلك بقيت السياسة النقدية في سورية شبه غائبة ولا تتمتع باستقلال كاف يمكنها من استخدام أدواتها بشكل فعال ، وبشكل عام يتسم الوضع النقدي في سورية بتبعيته للمالية العامة وسياساتها وأدواتها ، وتلعب العوامل الإدارية دورا كبيرا في تحديد قيم متغيرات الوضع النقدي (التحديد الإداري لأسعار الفائدة وسعر الصرف) ، كما يتسم السوق النقدي بضعف الاتساق بين السياسات الموضوعة لإدارته وبين بقية حزمة السياسات العامة وبصفة خاصة ما يتعلق منها بالإنتاج والتوزيع والاستثمار والاستهلاك وغيرها من أوجه الاستخدام المختلفة الأمر الذي يحرم السلطات الاقتصادية من بلوغ الأهداف الاقتصادية الموضوعة^١.

٢,١. أدوات السياسة النقدية في سورية

يستخدم المصرف المركزي مزيجا من الأدوات المباشرة (التحديد الكمي والإداري لأسعار الفائدة ، وضع سقوف ائتمانية) والأدوات غير المباشرة (نسبة الاحتياطي ، سعر الخصم) في تحقيق أهداف السياسة النقدية .

١,٢,١. أسعار الفائدة والخصم

لم يرق المصرف المركزي في سورية باستخدام سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية نظرا لعدم تحريكها بحسب الظروف الاقتصادية السائدة واستجابة للتغيرات التي حدثت في عرض النقود ، حيث أن أسعار الفائدة بقيت ثابتة لفترة طويلة إذ تم آخر تعديل لها بموجب قرار وزير الاقتصاد رقم ٧/ تاريخ ١٥/١/١٩٨١^٢ ، ومنذ ذلك التاريخ بقيت أسعار الفائدة ثابتة تقريبا حيث لم تجر إلا تعديلات بسيطة فيها حتى بدأ التخفيض الأول لها في عام ٢٠٠٣ ، وقد كانت أسعار الفائدة تحدد بقرارات إدارية حيث لم يستخدم سعر الفائدة كسعر لرأس المال بل استعمل كوسيلة

^١ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، هيئة تخطيط الدولة ، الفصل الخامس ص 90

^٢ د.جمعة، محمد صالح : السياسة النقدية في سورية وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٠ ، مرجع سابق ص 218

لتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة للدولة والتي تتمثل في تشجيع الاستثمارات وإقامة المشاريع الإنتاجية والخدمية والحفاظ على الموجودات المصرفية وتخفيض تكاليف المنتجات السورية . الجدول رقم (٣) . وقد قام المصرف المركزي بتطبيق معدلات فوائد مختلفة على عمليات إعادة الحسم والقروض والسلف بين المصارف المتخصصة بهدف تشجيع الاستثمار في القطاعات الإنتاجية والحد من النمو في الائتمان الاستهلاكي والتجاري . الجدول رقم (٤)

الجدول رقم (٣) : معدلات الفائدة لدى المصارف المتخصصة المدفوعة على الودائع منذ ١٩٨١

البيان	القطاع العام	القطاعات الأخرى
الحسابات الجارية والودائع تحت الطلب	٠٠.٢	٤.٠٠
ودائع لأجل لا تقل عن ٦ أشهر ولا تتجاوز السنة		٧.٠٠
ودائع لأجل لا تقل عن سنة		٨.٠٠
ودائع التوفير		٩.٠٠-٨.٠٠
ودائع توفير الأطفال		١٠
شهادات الاستثمار		٩.٠٠

المصدر : مصرف سورية المركزي ، النشرات الربعية لعام ٢٠٠٠

الجدول رقم (٤) : معدلات الفائدة لدى المصرف المركزي المطبقة على المصارف منذ ١٩٦٢

المصرف	إعادة الحسم	القروض والسلف
التجاري السوري	٥.٠٠-٣.٢٥	٥.٧٥-٢.٠٠
المصرف الصناعي	٣.٥-٢.٧٥	٤.٢٥-٢.٧٥
المصرف الزراعي التعاوني		٢.٧٥
المصرف العقاري		٤.٥-٣.٥
مصرف التسليف الشعبي	٣.٥-٣.٠٠	٣.٧٥-٢.٥٠

المصدر : مصرف سورية المركزي ، النشرة الربعية لعام ٢٠٠٩

وبعد أن انتهجت سورية منذ عام ٢٠٠٠ نهج الإصلاح الاقتصادي الشامل ، وفي ضوء التحول نحو اقتصاد السوق الاجتماعي ، كان لا بد للسلطات النقدية من تبني وإتباع سياسة نقدية متطورة تواكب هذا النهج الجديد ، لذلك بدأت السياسة النقدية تأخذ ملامح واضحة في تحديد الأهداف الأولية بالاتساق مع متغيرات الاقتصاد الكلي والأدوات الملائمة لتحقيق هذه الأهداف، حيث تم إجراء تعديلات متتالية على أسعار الفائدة وبشكل تدريجي بهدف تصحيح هيكليتها بعد أن بقيت ثابتة لأعوام متتالية ، وقد بدأت هذه القرارات في عام ٢٠٠٣ حيث اصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم ٤/ تاريخ ٢٠٠٣/٥/٢٨ القاضي بتخفيض الفوائد الدائنة بمقدار نقطة واحدة

وتخفيض الفوائد المدينة بمقدار نقطة ونصف نقطة ، وتلاه إصدار القرار رقم ٣٩/ تاريخ ٢٠٠٣/١٢/٣ القاضي بتخفيض سعر الفائدة الدائنة بحدود أربع نقاط والمدينة بحدود نقطتين وذلك بهدف تشجيع الاستثمار .

وفي تاريخ ٢٠٠٤/١/٥ اصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم ٤٣/ الذي أعاد النظر في الفوائد الدائنة والمدينة مع السماح لإدارات المصارف برفع أو خفض معدلات الفوائد بمقدار ١٪. وفي ٢٠٠٥/٣/٩ تم إصدار القرار رقم ١١٩/ القاضي برفع الفوائد على ودائع التوفير (التي تزيد على مليون ليرة سورية) بمقدار نقطة مئوية واحدة ، وكذلك معدلات الفائدة على الودائع لأجل (التي تزيد عن سنة) بنقطة مئوية واحدة ، كما رفع العائد على شهادات الاستثمار بمقدار نقطة مئوية واحدة .

وفي تاريخ ٢٠٠٥/١٢/٣ صدر القرار رقم ١٧٤/ المعدل للقرار رقم ١٧٢/ الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/١١/١٤ الهادف إلى تعديل هيكل الودائع المصرفية لصالح الودائع طويلة الأجل لتصبح أعلى من الفائدة على حسابات التوفير وشهادات الاستثمار ، كما سمح لإدارات المصارف بخفض أو رفع معدل الفائدة على الودائع أو القروض والسلف بمقدار ٠,٥٪ للفوائد الدائنة و ١٪ للفوائد المدينة وذلك عن المعدلات المحددة في هذا القانون ، مانحاً بذلك للمصارف هامش من الحرية في تحديد معدلات الفوائد المصرفية وذلك في إطار مبدئي يهدف إلى تحرير الفوائد بشكل كامل .

وفي تاريخ ٢٠٠٦/٨/١٦ اصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم ٢١٦/ الذي قضى بأن يطبق على المصارف العامة بالنسبة للفوائد المدينة (الفوائد على القروض) ما هو مطبق على المصارف الخاصة وقد اعتبر معدلات الفوائد المدينة وهوامش الحركة المحددة بالقرار ١٧٤/ تأشيرية وغير ملزمة .

وفي تاريخ ٢٠٠٧/٦/١٨ اصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم ٢٩٨/ القاضي بتعديل نطاق الحركة المسموح به لإدارات المصارف بالنسبة إلى خفض معدلات الفوائد على الودائع من ٠,٥٪ (المحدد بالقرار ١٧٤/) إلى ٢٪ ، وقد سمح هذا القرار للمصرف المركزي بتأسيس أدوات نقدية تعتمد على قوى السوق ما أمكن وذلك بإعطاء المصارف حيزاً أكبر من الحرية في تحديد معدلات الفائدة وزيادة التنافسية فيما بينها .

وفي تاريخ ٢٠٠٨/٥/٥ اصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم ٣٩٣/ القاضي بإعطاء هامش حرية للمصارف برفع أو خفض معدل الفائدة على الحسابات الجارية بمقدار ١٪ ، كما أعطى هامش حرية للمصارف برفع أو خفض معدلات الفائدة على الفوائد لأجل بمقدار ٢٪ شريطة ألا يقل الفرق بين أدنى معدل يدفعه المصرف على هذه الودائع وأعلى معدل عن ٣٪ ، وذلك بهدف

تعديل هيكله الودائع لأجل بالليرة السورية من خلال منح المصارف مرونة أكبر في تحديد أسعار فائدة ودائعه .

وفي تاريخ ٢٠٠٩/١/٣١ اصدر مجلس النقد والتسليف القرار /٤٦٢/ القاضي بتخفيض معدلات الفوائد التأشيرية على الودائع الآجلة من (٧٪-٩٪) إلى (٦٪-٨٪) مع السماح لإدارات المصارف برفع أو خفض معدلات الفائدة بمقدار ٢٪ شريطة ألا يقل الفرق بين أدنى معدل يدفعه المصرف على هذه الودائع وأعلى معدل عن ٣٪ .

واستكمالاً للقرارات السابقة التي تهدف إلى خفض كلفة الإقراض وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، مع الحفاظ على معدلات تشجيعية للادخار الوطني ، فقد صدر في تاريخ ٢٠١٠/٨/٢٤ القرار /٦٩٨/ ، وكذلك صدر في تاريخ ٢٠١٠/١٢/٢٨ القرار /٧٢٨/ واللذين خفضا تدريجياً أسعار الفائدة على الودائع لأجل وودائع التوفير بمقدار نقطة مئوية واحدة .

الجدول رقم (٥) ، المخطط رقم (١) .

الجدول رقم (٥) : معدلات الفائدة الدائنة لدى المصارف المحلية المدفوعة على الودائع (%)

شهادات الاستثمار	ودائع الأطفال	ودائع لأجل		ودائع توفير	الحسابات الجارية	نهاية الفترة
		لا تقل عن سنة	لا تتجاوز سنة			
٨	٨	٧	٦	٧	٣	٢٠٠٣
٦,٥	٦	٦	٥,٥	٥	٢	٢٠٠٤
٧,٥	٧,٥	٩	٨,٥-٧,٥	٥	١	*٢٠٠٥
٧,٥	٧,٥	٩	٨,٥-٧,٥	٥	١	**٢٠٠٦
٧,٥	٧,٥	٩	٨,٥-٧,٥	٥	١	**٢٠٠٧
٧	⚙	٩-٧ *		⊙٦	❖ ١	٢٠٠٨
٦,٥	✓	٨-٦ >		⌘٦	⋈ ١	٢٠٠٩
٥	✓	٧-٥		٥	١	٢٠١٠

المصدر : مصرف سورية المركزي، قرارات مجلس النقد والتسليف

*يجوز للمصارف تخفيض أو رفع معدلات الفائدة بنسبة 0.5% تطبيق اعتباراً من ٢٠٠٥-١٢-٣

**بناء على قرار مجلس النقد والتسليف رقم ١٧٤ تاريخ ٢٠٠٥-١٢-٣ وبناء على القرار ٢٩٨ تاريخ ٢٠٠٧-٦-١٨ سمح للمصارف بتخفيض أو رفع معدلات الفوائد بمقدار ٢٪

❖ يسمح للمصارف برفع أو خفض معدل الفائدة بمقدار ١٪ بناء على قرار مجلس النقد والتسليف رقم ٣٩٣ تاريخ ٥ أيار ٢٠٠٨

* أعطى قرار مجلس النقد والتسليف رقم ٣٩٣ هامش حركة للمصارف صعوداً وهبوطاً بمقدار ٢٪ وفقاً لأجل الوديعة شريطة ألا يقل الفرق بين أدنى وأعلى معدل يدفعه المصرف على هذه الفوائد عن ٣٪

⊙ أعطى قرار مجلس النقد والتسليف رقم ٣٩٣ هامش حركة للمصارف صعوداً وهبوطاً بمقدار ٢٪ واشتراط ألا يزيد رصيد حساب التوفير عن مليون ليرة سورية للمودع الواحد

⋈ يطبق على ودائع توفير الأطفال معدل الفائدة المطبق في المصرف على الودائع لأجل مدة سنة

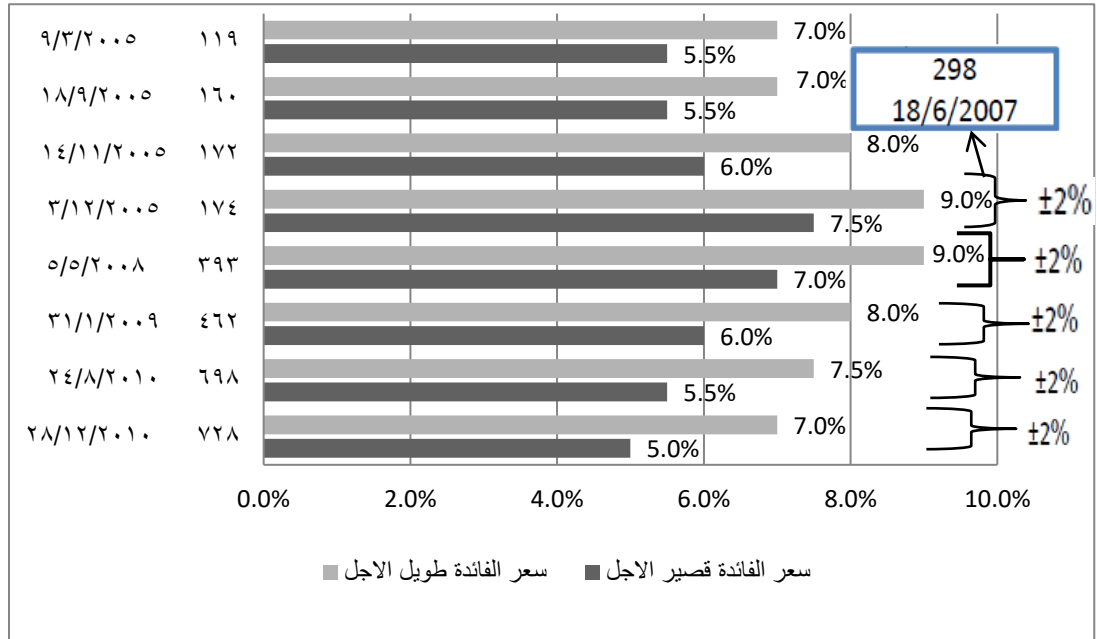
< يسمح للمصارف برفع أو خفض معدل الفائدة بمقدار ١٪ بناء على قرار مجلس النقد والتسليف رقم ٤٦٢ تاريخ ٢٠٠٩-١٢-٣١

> أعطى قرار مجلس النقد والتسليف رقم ٤٦٢ هامش حركة للمصارف صعوداً وهبوطاً بمقدار ٢٪ وفقاً لأجل الوديعة شريطة ألا يقل الفرق بين أدنى وأعلى معدل يدفعه المصرف على هذه الفوائد عن ٣٪

⌘ قرار مجلس النقد والتسليف رقم ٤٦٢ هامش حركة للمصارف صعوداً وهبوطاً بمقدار ٢٪ واشتراط ألا يزيد رصيد حساب التوفير عن مليون ليرة سورية للمودع الواحد

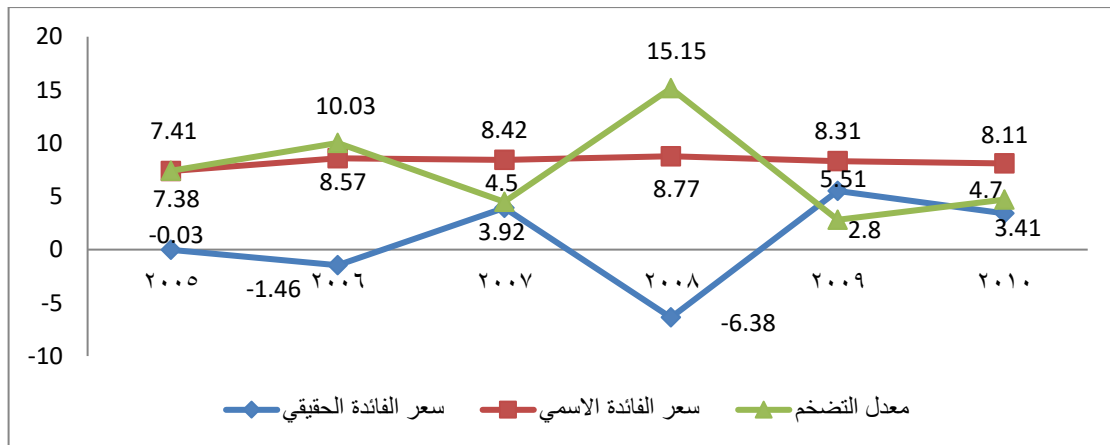
✓ يطبق على ودائع توفير الأطفال معدل الفائدة المطبق في المصرف على الودائع لأجل مدة سنة

المخطط رقم (١) : أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل على ودائع الليرة (قرارات مجلس النقد والتسليف)



ونلاحظ من العرض السابق أن المصرف المركزي قد قام باتخاذ عدة قرارات تدريجية تهدف إلى تحرير معدلات الفوائد على الودائع والقروض والسلف وجعلها أكثر حركية بشكل ينسجم مع متطلبات الاقتصاد الوطني وتطور السوق النقدية ، إذ قام بتعديل هيكل الودائع لصالح الودائع طويلة الأجل رغبة منه في تشجيع الادخار عن طريق تشجيع المصارف على المنافسة فيما بينها من أجل جذب الودائع ، حيث نلاحظ أن أسعار الفوائد الحقيقية قد أصبحت موجبة منذ نهاية العام ٢٠٠٦ . المخطط رقم (٢)

المخطط رقم (٢) : هيكل سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد السوري



وفيما يتعلق بأسعار الفائدة على الإقراض ، نجد أن المصرف المركزي قد حدد أسعار الفائدة المدينة بشكل متميز لكل قطاع من قطاعات الاقتصاد الوطني وذلك بهدف تشجيع التمويل وتوجيهه نحو القطاعات الإنتاجية والحد من النمو في الائتمان الاستهلاكي والتجاري، ولم يقتصر التدخل في تحديد أسعار الفائدة على مجرد وضع الحدود الدنيا والقصوى لأسعار الفائدة المدينة ، بل تعداه إلى التمييز بين القروض بحسب آجالها بهدف تحفيز الجهاز المصرفي على تقديم التمويل للأجل الطويلة تشجيعاً للاستثمار . الجدول رقم (٦)

الجدول رقم (٦) : معدلات الفائدة على تسهيلات الإقراض لدى المصرف المركزي المطبقة على المصارف (٢٠٠٣-٢٠١٠)

إعادة الحسم*	السلف والقروض			
	قصيرة الأجل	متوسطة الأجل	طويلة الأجل	
٥,٠٠-٣,٢٥	٥,٧٥-٣,٢٥			المصرف التجاري السوري
٣,٥٠-٢,٧٥	٤,٢٥-٢,٧٥	٣,٠٠		المصرف الصناعي
٢,٧٥-٢	٢,٥٠-١,٧٥	٢,٥٠-٢		المصرف الزراعي التعاوني
			٦,٠٠-٤,٠٠	المصرف العقاري
٣,٥٠-٢,٥٠	٣,٥٠-٢,٧٥	٣,٧٥-٣,٠٠		مصرف التسليف الشعبي

المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، *لم يحدث أي تغيير على أسعار الفوائد على حسم السندات منذ علم ١٩٩٢

الجدول رقم (٧) : معدلات الفائدة المدينة لدى المصارف المحلية (تأثيرية) *

العام	2003			2004			2009		
	القطاع العام	القطاع التعاوني	القطاع الخاص	القطاع العام	القطاع التعاوني	القطاع الخاص	القطاع العام	القطاع التعاوني	القطاع الخاص
المصرف التجاري السوري									
عمليات الحسم	٥,٥	٧,٥	٧,٥	٦,٥	٧,٥	٧,٥	٧,٥	٨,٥	٨,٥
عمليات القروض والسلف	-٣,٧٥	-٦,٠٠	-٦,٠٠	-٤,٠٠	-٦,٠٠	-٦,٠٠	-٤,٥	-٤,٥	-٤,٥
المصرف الصناعي									
عمليات الحسم	-٦,٠	٥,٥	٧,٥	٦	٧	٧,٥	٧,٥	٨,٥	٨,٥
عمليات القروض والسلف	-٦,٠	-٥,٧٥	-٨,٠٠	-٤,٠٠	-٧,٠٠	-٧,٠٠	-٧,٠	-٨,٥	-٨,٥
المصرف الزراعي التعاوني**									
القروض والسلف	٦,٠-٤,٠	-٤,٠٠	-٤,٥٠	٤	-٤,٠٠	-٤,٠٠	٤,٥	-٤,٥	-٤,٥
المصرف العقاري									
القروض والسلف	-٥,٥٠	-٦,٠٠	-٧,٠٠	-٦,٥٠	-٦,٠٠	-٦,٥٠	٧,٥-٧,٠	١٠,٠	١٠,٠
مصرف التسليف الشعبي				قروض قصيرة الأجل	قروض متوسطة وطويلة الأجل	قروض قصيرة الأجل	قروض متوسطة الأجل	قروض طويلة الأجل	قروض طويلة الأجل
عمليات الحسم	-٥,٥٠	-٦,٠٠	-٧,٠٠						
عمليات القروض والسلف	-٧,٠	-٥,٥٠	-٥,٥٠	-٦,٠٠	-٦,٠٠	-٦,٠٠	٧,٠٠	٨,٥-٧	٩,٠٠

المصدر : مصرف سورية المركزي ، النشرات الربعية للأعوام المذكورة
*تعتبر هذه الفوائد تأثيرية غير ملزمة تسترشد بها المصارف
بقيت معدلات الفوائد ثابتة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠٠٩
**يتم تطبيق فائدة على القطاع المشترك بمقدار ٦٪

ونلاحظ من الجدول رقم (٧) ما يلي :

١. يحتل القطاع الزراعي المرتبة الأولى بحصوله على أدنى المعدلات يليه القطاع الصناعي وذلك رغبة من الحكومة في توجيه الاستثمار نحو النشاطات الإنتاجية التي تساهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي والدخل القومي .

٢. هناك أفضلية واضحة للقطاع العام على بقية القطاعات الأخرى (القطاع التعاوني-القطاع الخاص) بمنحه معدلات فائدة أقل من بقية القطاعات .

٣. الاهتمام بتطبيق معدلات فائدة على عمليات القروض والسلف أكثر من عمليات الحسم . وبعد انتظار طويل ، قامت السلطات النقدية اعتباراً من ٢٠١٠/١٢/١٣ بإجراء العديد من مزادات أذون وسندات الخزينة ، وقد حددت سعر الفائدة التأشير على أذون الخزينة بمدى يتراوح بين ١٪ لإذن الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٣ أشهر و ١,١٥٪ لإذن الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٦ أشهر ، وتراوح سعر الفائدة التأشير على سندات الخزينة بين ١,٥٠٪ لسند الخزينة ذي فترة الاستحقاق ١ سنة و ٢,٥٠٪ لسند الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٥ سنوات ، وبما أن سعر الفائدة التأشير على هذه الأذون والسندات يقل عن معدل التضخم السائد في السوق ، ولا يقترب بحال من الأحوال من سعر الفائدة الحقيقي ، لذلك لم يتأثر سعر الفائدة السوقي ارتفاعاً أو انخفاضاً بهذه الإصدارات ، وبالتالي لم تؤثر هذه الإصدارات على سعر الفائدة الحقيقي الذي يمثل السعر التوازني بين العرض والطلب . أما بالنسبة لسياسة أسعار الخصم في سورية ، فعلى الرغم من أن المادة (٣٤) من قانون النقد الأساسي رقم ٧٨/ الصادر في عام ١٩٥٣ قد منحت مجلس النقد والتسليف صلاحيات تحديد معدلات الحسم والمبلغ الأقصى لعمليات الحسم وتوزيعها بين مختلف القطاعات الاقتصادية حسبما تقتضي المصلحة العامة ، وكذلك المادة (٣٣) من قانون النقد الأساسي رقم (٢٣) الصادر عام ٢٠٠٣ التي منحت مجلس النقد والتسليف نفس الصلاحيات ، إلا أن أسعار الخصم لم تستخدم كأداة من أدوات السياسة النقدية في سورية بشكل كلي حيث لم يطرأ أي تغيير على أسعار الخصم المعمول بها في سورية منذ عام ١٩٦٢ وحتى الآن^١.

٢,٢,١. سقوف الائتمان

لم يقتصر التدخل في سوق الائتمان المصرفي على التحديد الإداري لأسعار الفائدة ، بل تمثل أيضاً في تحديد سقوف لمعدلات نمو الائتمان المصرفي ، وذلك من خلال قيام المصرف المركزي بتحديد حجم التوسع المقبول في قيمة الائتمان خلال فترة زمنية معينة وتوزيعه على المصارف بحيث لا ينبغي لأي مصرف تجاوز حد الائتمان المسموح به ، فقد منحت المادة ٣٤/

^١ مصرف سورية المركزي : النشرة الربعية لعام ٢٠٠٩ ، ص ٣٢

من قانون النقدي الأساسي رقم ٧٨/ الصادر في عام ١٩٥٣ مجلس النقد والتسليف صلاحية تحديد معدلات الفائدة على القروض والسلف والمبلغ الأقصى لهذه العمليات وتوزيع التسليف بين مختلف القطاعات الاقتصادية بالشكل الذي تتحقق فيه المصلحة العامة للدولة ، وكذلك خولت المادة ٣٣/ من قانون النقد الأساسي رقم ٢٣/ الصادر عام ٢٠٠٣ مجلس النقد والتسليف تحديد المبلغ الأقصى لعمليات القروض والسلف وتوزيعها بين مختلف الفروع الاقتصادية وذلك حسب مقتضيات المصلحة العامة .

وفي هذا السياق فقد كان مجلس النقد والتسليف يحدد من حين لآخر سقفًا لعمليات منح الائتمان ويوزعها بين مختلف القطاعات الاقتصادية حسب المصلحة العامة للدولة ، ومن الأمثلة على ذلك فقد رفع قرار مجلس النقد والتسليف رقم ١٣٧/ الصادر في ٢٠٠٥/٥/١٧ الحد الأقصى الممنوح للمصرف الصناعي لتمويل عملياته المتوسطة والقصيرة الأجل إلى ٣/ مليارات ليرة سورية وذلك لرغبته منه في تشجيع القطاعات الإنتاجية انسجامًا مع الأهداف العامة الموضوعية .

١,٢,٣. نسبة الاحتياطي

كان استخدام هذه الأداة غير المباشرة في تنفيذ السياسة النقدية في سورية من بين أقدم الأدوات التي استخدمها المصرف المركزي في سورية للسيطرة على قدرة الجهاز المصرفي السوري على منح الائتمان ، حيث أن المصارف السورية ملزمة وفقًا لأحكام القوانين النقدية (القانون رقم ٧٨/ عام ١٩٥٣ ، القانون رقم ٢٣/ عام ٢٠٠٣) بالاحتفاظ لدى المصرف المركزي وبدون فائدة بنسبة من ودائعها مصرف سورية المركزي من حيث الكم والنوع ، فقد خولت المادة ١١٩/ من قانون النقد الأساسي رقم ٧٨/ مجلس النقد والتسليف إلزام المصارف على المحافظة على نسب معينة بين أموالها الجاهزة والتزاماتها (نسبة السيولة) وإجبارها على إيداع قسم من أموالها النقدية لدى مصرف سورية المركزي ، كما ألزم هذا القانون المصارف بتوظيف احتياطياتها الخاص واحتياطياتها الإجباري وقسم من أموالها النقدية الجاهزة في الاسناد العامة ^١ ، وقد حدد مجلس النقد والتسليف نسب الأموال الجاهزة لكل مصرف من التزاماته من الودائع تحت الطلب والودائع لأجل قصير (أقل من شهر واحد) بـ ١٥٪ موزعة على الشكل التالي ^٢:

^١ عشي، جورج : النظام النقدي في سورية ، مرجع سابق ص 288-289

^٢ د.جمعة، محمد صالح : السياسة النقدية في سورية وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٠ ، مرجع سابق ص 132

١. ٥٪ أموال جاهزة في المصرف

٢. ٢,٥ ٪ حسابات جارية لدى مصرف سورية المركزي

٣. ٧,٥٪ توظف في اسناد الدين العام

وهذه النسب تعود إلى عام ١٩٦٠ ولم تطرأ عليها تعديلات مهمة لفترات زمنية طويلة ، كما أنها غير مراقبة من المصرف المركزي ، لذلك لم يكن لنسب الاحتياطي القانوني كأداة من أدوات السياسة النقدية في سورية دور فعال في إدارة السيولة النقدية .

وانسجاماً مع خطة التحديث والتطوير الاقتصادي التي قد بدأتها سورية منذ عام ٢٠٠٠ ، وبعد صدور قانون النقد الأساسي رقم /٢٣/ عام ٢٠٠٣ قام مجلس النقد والتسليف بهدف تنظيم السيولة في القطاع المصرفي بإصدار القرار رقم /٧٢/ تاريخ ٢٠٠٤/٩/١٢ القاضي بتكوين احتياطي إلزامي نقدي لدى مصرف سورية المركزي بنسبة ٥٪ من مجموع الودائع تحت الطلب والودائع لأجل ، وذلك بالنسبة للودائع بالليرة السورية والودائع بالعملات الأجنبية ، بالإضافة إلى إصدار القرار رقم /٧٣/ بتاريخ ٢٠٠٤/٩/١٩ القاضي بإلزام المصارف بالاحتفاظ بـ ٢٠٪ من إجمالي المطالبات كسيولة احتياطية (معدلات السيولة القانونية) ، كما أصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم /٣٨٩/ بتاريخ ٢٠٠٨/٥/٥ والقاضي برفع معدل الاحتياطي الإلزامي إلى ١٠ ٪ وذلك بهدف الحد من قدرة المصارف على منح الائتمان تخفيفاً للضغوط التضخمية ، وفي تاريخ ٢٠٠٩/٥/١٠ أصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم /٥٠٢/ بتخفيض متطلبات الاحتياطي الإلزامي النقدي على جزء من الودائع التي توجه كتسهيلات وتمويلات للقطاع الصناعي (من ١٪ إلى ٥٪ حسب نسبة التسهيلات والتمويلات المقدمة للقطاع الصناعي) شريطة أن ينعكس التخفيض في نسبة الاحتياطي الإلزامي على تكلفة التمويل للقطاع الصناعي ، وذلك بهدف تشجيع القطاع الصناعي والحد من نمو الائتمان التجاري والاستهلاكي .

ومن هذا العرض نجد أن متطلبات الاحتياطي الإلزامي لا يمكن اعتبارها أداة نقدية فاعلة للمصرف المركزي ، إذ أن استخدامها كان في الأغلب محدوداً نسبياً ويتم لأغراض تنظيمية بالدرجة الأولى ، حيث لم تستخدم هذه الأداة كوسيلة للتأثير على مستوى السيولة الفعلية أو حجم الائتمان الذي يمكن أن تمنحه المصارف أو قدرتها على خلق الودائع في أي فترة من الفترات السابقة^١.

^١ الشريف، رزان رجاء الدين بك : السياسة النقدية في ضوء المتغيرات الاقتصادية المعاصرة في الاقتصاد

السوري . إشراف الدكتور : عبد الرزاق حساني . جامعة دمشق ٢٠٠٧. ص 51

٤,٢,١. عمليات السوق المفتوحة

لقد مكنت المادة رقم /٧٠/ من قانون النقد الأساسي رقم /٧٨/ في عام ١٩٥٣ مجلس النقد والتسليف من انتهاج سياسة السوق المفتوحة عندما يشاء ذلك ، إذ سمحت له بالتدخل في السوق المالية لشراء سندات الدولة والتخلي عنها ^١ .

ونظرا لعدم وجود سوق نقدي ومالي حتى عام ٢٠٠٦ ، فقد قام مجلس النقد والتسليف ببعض الأعمال المالية مثل إصدار الاسناد الوطنية ذات الآجال المتعددة والتي تصدرها الدولة ، وشراء الاسناد وبيعها وإلزام المصارف بتوظيف احتياطياتها الإلزامية والاختيارية باسناد صادرة عن الدولة أو مضمونة من قبلها أو بتوظيف نسبة من وفرها النقدي في اسناد الدين العام ^٢ ، وبذلك فقد كان دور مصرف سورية المركزي مقتصرًا على إصدار السندات الحكومية وتمويلها عن طريق الإصدار النقدي من أجل تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة .

وبعد صدور قانون النقد الأساسي ذي الرقم /٢٣/ في عام ٢٠٠٣ ، الذي خول في المادة رقم /٦٠/ منه المصرف المركزي بشراء الاسناد ذات الأجل المتوسط والطويل التي تصدرها الدولة أو تكفلها والتخلي عنها والقيام بنظام إعادة شراء السندات (الريبو) ، وبعد إنشاء سوق دمشق للأوراق المالية بالمرسوم /٥٥/ الصادر بتاريخ ١٠/١٠/٢٠٠٦ ، فقد صدر بناء على ذلك في عام ٢٠٠٧ المرسوم التشريعي رقم /٦٠/ الذي قضى بإحداث سوق دمشق للأوراق المالية الحكومية ، وهذا المرسوم يعد من أهم الخطوات التي اتخذتها السلطات الاقتصادية ضمن مسيرة التطوير الاقتصادي ، لأنه سيزيد من قدرة مصرف سورية المركزي على السيطرة على اتجاهات المتغيرات النقدية التي تؤثر في الوظائف الوسيطة والنهائية للسياسة النقدية ، حيث سيكونه عن طريق استخدام عمليات السوق المفتوحة من توجيه أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل في سوق النقد كوظيفة وهدف تشغيلي للسياسة النقدية تساعد على إدارة السيولة في الاقتصاد ، بالإضافة إلى أنها تعطي المتعاملين في سوق النقد الإحياوات والمؤشرات اللازمة لتوجهات السياسة النقدية ^٣ . ورغم إن مصرف سورية المركزي قد قام منذ ١٢/١٢/٢٠١٠ بإجراء عدد من المزادات لأذون وسندات الخزينة نيابة عن وزارة المالية ، إلا أن المصرف المركزي لم يشارك في هذه المزادات بعروض غير تنافسية وذلك لغرض إدارة السيولة النقدية ، وسيكون دوره خلال المرحلة الأولى من نشوء سوق دمشق للأوراق المالية الحكومية مقتصرًا على التدخل في السوق الأولى من خلال إدارة الإصدارات الأولية من أذون وسندات الخزينة

^١ عشي، جورج : النظام النقدي في سورية ، مرجع سابق ص 288

^٢ د.كنعان علي : النظام النقدي والمصرفي السوري "مشكلاته واتجاهات إصلاحه" ، مرجع سابق ص20

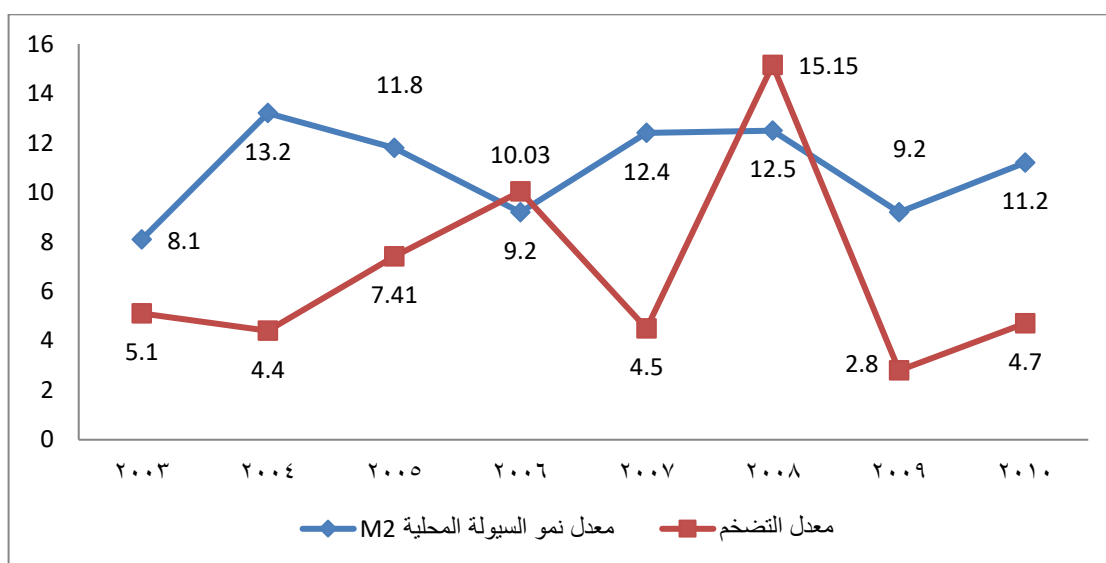
^٣ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، هيئة تخطيط الدولة ، الفصل الخامس ص 100

وذلك لغرض إدارة السيولة النقدية ، ريثما يتم في مرحلة لاحقة تنشيط السوق الثانوية للأوراق المالية الحكومية ، وعندها سيتمكن المصرف المركزي من التدخل في سوق الريبو من أجل إدارة السيولة النقدية بشكل أكثر فعالية بما يتضمن تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية .

٣,١. مدى تحقق هدف السياسة النقدية في سورية

تستند الرؤية الإستراتيجية لمصرف سورية المركزي إلى الحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي على مستوى الاقتصاد الوطني بما يساهم في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية ويرتكز تحقيق الاستقرار النقدي على بناء سياسة نقدية فاعلة ومؤثرة تستهدف الحفاظ على معدل تضخم منخفض ومستقر، كهدف نهائي أعلن للسياسة النقدية، بما يضمن استقرار قيمة العملة الوطنية، ويساهم في توفير البيئة الملائمة للاستثمار ودعم النمو الاقتصادي^١.

المخطط رقم (٣) : العلاقة بين معدل نمو السيولة المحلية M2 ومعدل نمو التضخم



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

ونجد من المخطط رقم (٣) أن العلاقة بين معدل نمو السيولة المحلية ومعدل نمو التضخم في الفترة ما بين عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠١٠ تتسم بما يلي :

١. أن هناك حالة عدم استقرار وتذبذب واضح في معدل نمو السيولة المحلية من سنة لأخرى مما أثر بشكل سلبي على الاستقرار النقدي على مستوى الاقتصاد الوطني ، ويرجع ذلك إلى غياب سياسة نقدية واضحة تستهدف معدل نمو محدد في السيولة المحلية .

^١ التطورات النقدية في سورية خلال شهر كانون الأول ٢٠٠٩ : مصرف سورية المركزي ، ص1

٢. لا توجد علاقة ارتباط واضحة بين معدل نمو السيولة المحلية ومعدل نمو التضخم طوال هذه الفترة ، وهذا يدل دلالة واضحة على أن ممارسات السياسة النقدية لم تستطع أن تحقق الهدف المعلن للسياسة النقدية وهو الحفاظ على استقرار الأسعار على المدى البعيد ^١ .

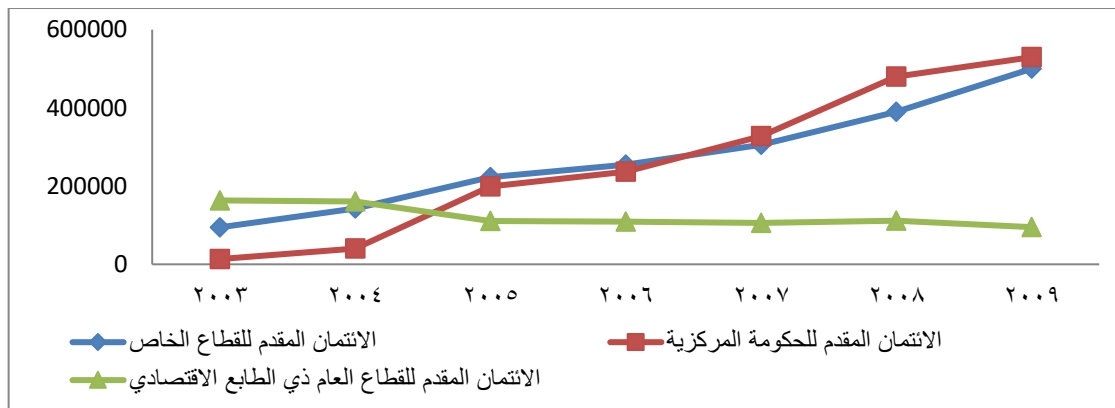
١,٣,١. في مجال أسعار الفائدة

إن استمرار قواعد التحديد الإداري لأسعار الفائدة وعدم اعتماده على قوى السوق ، جعل هيكل أسعار الفائدة طوال هذه الفترة مشوها بدرجة كبيرة ، حيث انه لم يؤثر بشكل فعال على معدلات نمو الائتمان المصرفي ، كما أنه قد أوجد فجوة بين أسعار الفائدة الاسمية وأسعار الفائدة الحقيقية أدت إلى إضعاف حوافز الاستثمار المحلي وتشويه أشكاله ، ويعمق من هذا الأثر استمرار تثبيت أسعار الفائدة لفترات طويلة (تم حتى فترة قريبة) مع اتجاه معدلات التضخم للانخفاض ، مما يعني ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية ومن ثم ارتفاع تكلفة الاستثمار وإضعاف حوافز الطلب على المدخرات للاستثمار ^٢ .

١,٣,٢. في مجال نمو الائتمان المصرفي

تأثر معدل نمو الائتمان الإجمالي بشكل عام بالائتمان الموجه للحكومة والقطاع العام ، ويعكس هذا الأمر مدى تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية ، حيث تنسم السياسة النقدية بتبعية كاملة للسياسة المالية ، مما أدى إلى ضعف وعدم فعالية السياسة النقدية في سورية .

المخطط رقم (٤) : توزيع معدلات نمو الائتمان حسب القطاع الاقتصادي



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

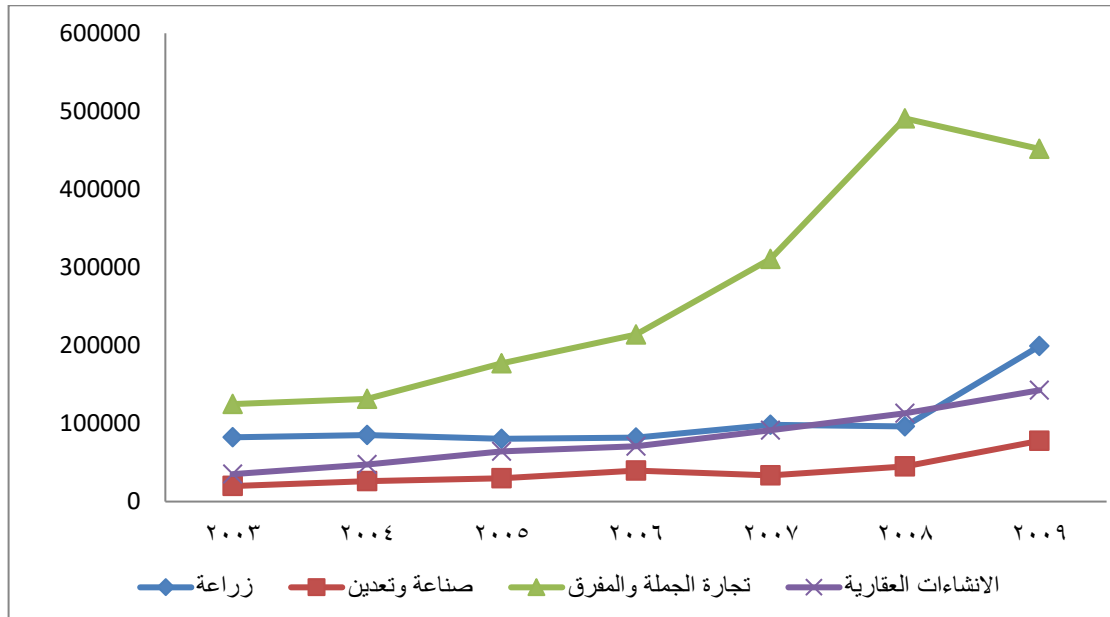
^١ شهد الاقتصاد السوري ارتفاعات كبيرة في معدلات التضخم خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٨ ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى مجموعة كبيرة من المسببات مثل : ارتفاع أسعار النفط الكبير حتى عام ٢٠٠٨ ، وحركة النزوح الكبيرة للعراقيين إلى سورية بعد عام ٢٠٠٣ ، ومواسم الجفاف التي تعرضت لها المحاصيل السورية ، وارتفاع أسعار المواد الأولية في العالم بعد عام ٢٠٠٨ ، وارتفاع تحويلات المغتربين خصوصا من دول الخليج .

^٢ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، مرجع سابق ص 91

ونلاحظ من المخطط رقم (٤) : أن الحكومة المركزية والقطاع العام الاقتصادي قد زاحما القطاع الخاص في حجم الائتمان والتمويل المقدم من القطاع المصرفي ، حيث بلغ نصيب الحكومة المركزية والقطاع العام الاقتصادي من إجمالي حجم الائتمان الممنوح من قبل المصارف ما يقرب من ٦٠٪ في الفترة ما بين ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٩ ، ومن ذلك نجد أن التمويل المتاح للمالية العامة قد ساهم في إزاحة التمويل المقدم للقطاع الخاص وحد بذلك من نموه .

كما أن معدل نمو الائتمان تأثر أيضا بسياسة الائتمان الموجهة حسب نوع النشاط الاقتصادي ، حيث استأثرت أنشطة التجارة (تجارة الجملة والمفرق) والزراعة بالنسبة الأكبر من إجمالي الائتمان المقدم من المصارف المحلية ، وينخفض نصيب القروض الصناعية من إجمالي الائتمان المقدم من المصارف المحلية ، ومع استمرار هذا الاتجاه لحد الآن ، فإن ذلك يؤدي إلى إضعاف إسهام النظام المصرفي في إعادة هيكلة الاقتصاد السوري ^١ . المخطط رقم (٥)

المخطط رقم (٥) : توزيع معدلات نمو الائتمان حسب نوع النشاط الاقتصادي



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

^١ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، مرجع سابق ص 92

٣,٣,١. في مجال سعر الصرف

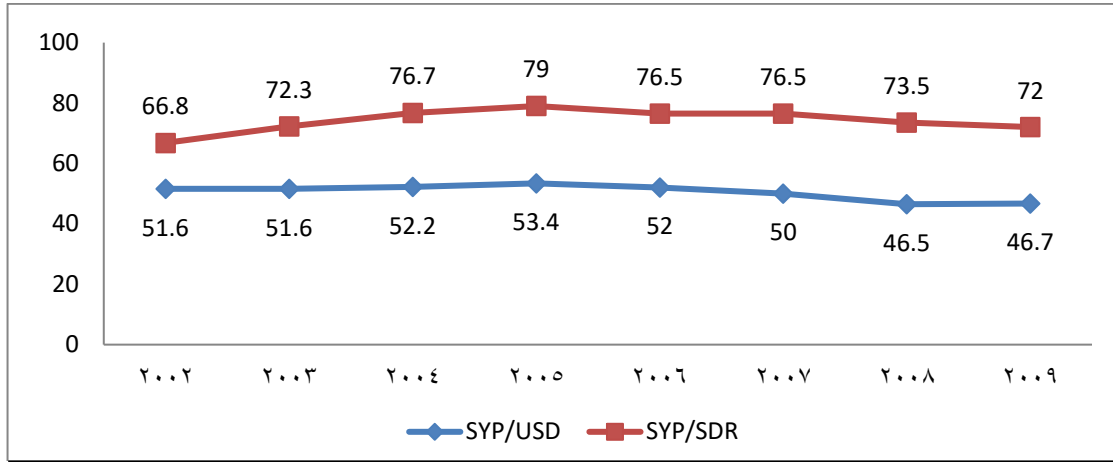
اتسم سوق الصرف الأجنبي في سورية بالانقسام إلى عدد من الأسواق ، واتسمت أسعار صرف الليرة السورية بأنها تثبت وتحدد بقرارات إدارية دون النظر إلى عوامل السوق بالإضافة إلى الامتناع غالباً عن التدخل في السوق رغم وجود فروق بين السعر الاسمي الرسمي والسعر غير الرسمي^١ ، وقد بدأت السلطات النقدية مع بدء الإصلاح الاقتصادي باتخاذ عدد من الإجراءات التدريجية التي تهدف إلى توحيد أسعار الصرف من أجل الوصول إلى سعر صرف حقيقي يمثل ويعكس كافة التوازنات الحقيقية في الاقتصاد السوري ، وذلك كي يستخدم كأداة تثبيت اسمية للسياسة النقدية في ظل استهداف سعر الصرف على المدى المتوسط من أجل تحقيق استقرار الأسعار على المدى البعيد كهدف نهائي للسياسة النقدية ، وقد تمكن المصرف المركزي من خلال ما اتخذه مجلس النقد والتسليف من قرارات من تأمين المناخ الملائم للوصول إلى توحيد سعر صرف الليرة السورية وذلك وفق قرار رئيس مجلس الوزراء رقم /٥٧٨٧/ في تاريخ ٢٠٠٦/١٢/٢٠ ، كما تبنى المصرف المركزي نظام سعر صرف يضمن إدارة فعالة لسعر صرف حقيقي ومستقر، وفك ارتباط الليرة السورية بالدولار الأمريكي مقابل ربطها بسلة عملات (وحدة حقوق السحب الخاصة *) وذلك موجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم /٣٤٢٤/ في تاريخ ٢٠٠٧/٨/١٥ ، وذلك لحماية قيمة الليرة السورية من تقلبات أسعار الصرف العالمية ولجعل سعر صرف الليرة السورية يتناسب وواقع ميزان المدفوعات السوري^٢ .

^١ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، مرجع سابق ص 91

^٢ اتجاهات السياسة النقدية والمصرفية (ثلاثة أعوام من الإصلاح النقدي) ، مرجع سابق

* هي أصل احتياطي دولي استحدثه صندوق النقد الدولي في عام ١٩٦٩ ، لكي يصبح مكملاً للأصول الرأسمالية الخاصة بالبلدان الأعضاء ، ويتم تحديد قيمة هذا الأصل اعتماداً على سلة من أربع عملات رئيسية وهي اليورو و الدولار الأمريكي والين الياباني والجنيه الإسترليني ، وتراجع هذه السلة كل خمس سنوات للتأكد من أن العملات الداخلة في السلة هي المستعملة في المبادلات الدولية وأن قيمها وأوزانها تعكس أهمية هذه العملات في الأنظمة المالية والتجارية . ويمكن مبادلة هذا الأصل بأي من العملات القابلة للتداول الحر .

المخطط رقم (٦) : سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار/حقوق السحب الخاصة SDR



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

نلاحظ من المخطط رقم (٦) ما يلي :

١. أن سعر الصرف الاسمي لليرة السورية مقابل الدولار وسعر صرف الليرة السورية مقابل حقوق السحب الخاصة قد شهدا استقرارا نسبيا طوال الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٩، وبذلك نجد أن المصرف المركزي قد تمكن من تحقيق هدفه بتأمين استقرار سعر صرف الليرة السورية على الرغم من الأزمات التي شهدتها الاقتصاد السوري .
٢. أن هناك تطابق بين سعر صرف الليرة السورية الاسمي وبين سعر صرف الليرة السورية مقابل حقوق السحب الخاصة وتحديدًا بعد عام ٢٠٠٢ ، وبالتالي يمكن اعتبار وحدة حقوق السحب الخاصة سعر صرف اسمي فعال (NEER) ، فهي تعكس إلى حد كبير هيكل التجارة الخارجية في سورية ، ولذلك فقد تم منذ منتصف عام ٢٠٠٧ فك ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي وإعادة ربطها بسلة حقوق السحب الخاصة^١.
٣. تأتي أهمية سعر الصرف كمتغير من متغيرات السياسة النقدية في الاقتصاد السوري من خلال أثره على التضخم المحلي بوصفه واحدا من أهم المتغيرات التفسيرية له ، وذلك لأنه يمثل واحد من أهم آليات نقل الأثر النقدي باتجاه المستوى العام للأسعار ، وبالتالي فإن الاستقرار في سعر صرف الليرة السورية خلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٩ كان له دور فعال في كبح الضغوط التضخمية التي تعرض لها الاقتصاد السوري^٢.

^١ التطورات النقدية في سورية خلال شهر كانون الأول ٢٠٠٩ : مرجع سابق ص 17-18
^٢ السمارة ، مؤيد: متغيرات السياسة النقدية وأثرها في استقرار دالة الطلب على النقد " الاقتصاد السوري دراسة تحليلية " ، مرجع سابق ص 148

ثانياً : تطوير القطاع المصرفي في سورية

يساعد سوق الأوراق المالية الحكومية في سورية على توفير أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف ، وبالتالي ستزيد من درجة كفاءة إدارة السيولة بها ، وترفع من درجة تطورها المالي بحيث تتمكن المصارف من تقديم هذه السندات ككفالة لضمان الاقتراض من المصرف المركزي " تسهيل لومبارو " وسيكون بوسع المصارف تحسين قدرتها على التنافس في استقطاب ودائع الزبائن ، وذلك لأنها ستجد نافذة مستمرة لإعادة استثمار الأموال المودعة .

١. بنية النظام المصرفي السوري

تميز النظام المصرفي السوري حتى عام ٢٠٠٣ بسيطرة القطاع المصرفي العام على السوق المصرفية في سورية ، حيث يتكون الجهاز المصرفي السوري من المصرف المركزي وخمسة مصارف متخصصة وصندوق توفير البريد ، وقد حدد قانون النقد الأساسي رقم/٧٨/ لعام ١٩٥٣ العلاقة بين مجلس النقد والتسليف والمصرف المركزي والمصارف المتخصصة ، حيث عد المصرف المركزي مصرف المصارف وصاحب السلطة في الإشراف والرقابة على عمل المصارف المتخصصة . ومع انطلاق برنامج الإصلاح والتطوير الاقتصادي في عام ٢٠٠٠ شهدت البيئة المصرفية السورية اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي أدخلت العمل المصرفي الخاص التقليدي والإسلامي إلى السوق المصرفية السورية ، وذلك بناء على القانون رقم/٢٨/ لعام ٢٠٠١ القاضي بإحداث المصارف الخاصة والقانون رقم/٣٥/ لعام ٢٠٠٥ القاضي بإحداث المصارف الإسلامية ، بالإضافة إلى إدخال شركات ومكاتب الصرافة ومؤسسات التأمين التقليدي والتأمين التكافلي ومصارف التمويل الصغير والتمويل المتناهي الصغر . وانسجاماً مع هذا التطور في البيئة التشريعية فقد أصبح النظام المصرفي السوري يتكون من مصرف سورية المركزي وستة مصارف حكومية متخصصة قام بعضها خلال السنتين الأخيرتين بالاتجاه نحو تبني مبدأ الشمولية في العمل المصرفي^١ ، بالإضافة إلى إحدى عشرة مصرف خاص تقليدي ومصرفين إسلاميين ، الجدول رقم (٨)

^١ الميداني، محمد أيمن عزت: أداء وموقع المصارف الخاصة في النظام المصرفي السوري ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية ، دمشق ٢٠١٠

المصارف العامة	المصارف الخاصة التقليدية	المصارف الخاصة الإسلامية
المصرف التجاري السوري	بنك بيمو السعودي الفرنسي	بنك الشام
المصرف الصناعي	البنك الدولي للتجارة والتمويل	بنك سورية الدولي الإسلامي
المصرف الزراعي التعاوني	بنك سورية والمهجر	
المصرف العقاري	بنك عودة - سورية	
مصرف التسليف الشعبي	البنك العربي - سورية	
مصرف التوفير	بنك بيبيلوس - سورية	
	بنك سورية و الخليج	
	بنك الأردن - سوري	
	فرنسبنك - سورية	
	بنك الشرق	
	بنك قطر الوطني - سورية	

المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للعام ٢٠٠٩

٢. توفير أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف

في ظل الظروف العادية ، يعد سوق ما بين المصارف السوق الأكثر سيولة في القطاع المالي ، وهو يلعب دور رئيسي في إدارة السيولة في المصارف وفي نقل آثار السياسة النقدية ، إذ انه يوفر سعر مرجعي من أجل تسعير الأوراق المالية ذات الدخل الثابت في الاقتصاد^١ . ومنذ بدء برنامج الإصلاح الاقتصادي فقد ركزت خطط التطوير والتحديث على ضرورة تطوير سوق ما بين المصارف^٢ ، بعد أن شهد غياب كامل منذ نشأة النظام المصرفي السوري ، وقد بدأت السلطات الاقتصادية بالسماح لإدارات المصارف بالاقتراض فيما بينها تمهيدا لتفعيل سوق ما بين المصارف ، ففي علم ٢٠٠٤ أصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم ٤٣/ بتاريخ ٢٠٠٤/١/٥ وقضى في المادة الخامسة منه على السماح لإدارات المصارف أن تقرض بعضها البعض بموافقة مصرف سورية المركزي على أن لا يتجاوز مبلغ القرض نسبة من الودائع بحيث لا تتعرض سيولة المصرف المقرض للمخاطرة ، وألا يتجاوز أجل القرض سنة واحدة ، وحدد القرار ١١٣/ الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٢/٢٨ سقف للإقراض الداخلي بين المصارف بحيث لا يتجاوز ٥٠٠ مليون ليرة سورية إذا كان القرض طويل الأجل ، ويحدد سعر الفائدة بالاتفاق بين المصارف ، وسمح القرار ١٧٢/ الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/١١/١٤ لإدارات المصارف بالاقتراض الداخلي فيما بينها لأجل قصيرة على ألا تتجاوز سبعة أيام ، وتحدد معدلات الفائدة بالاتفاق بين المصارف ، كما رفع سقف القروض الطويلة الأجل بين المصارف إلى ١٠٠٠ م ليون ليرة

¹ F. Heider, M. Hoerova and C. Holthausen :Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk”, European Central Bank, December 2009,p7

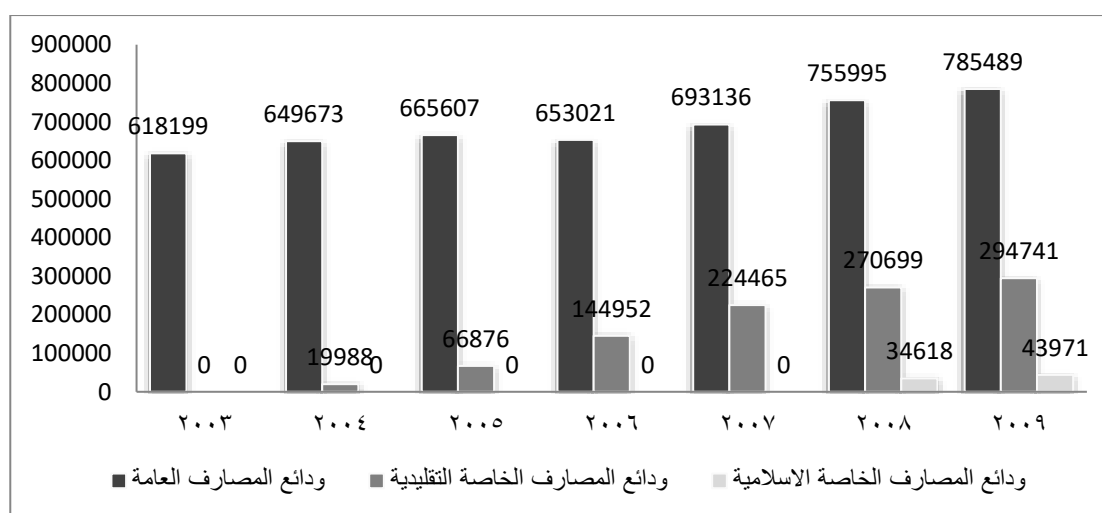
^٢ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، مرجع سابق ص 120

سورية ، ورغم أن المصارف السورية لم تقم لحتى الآن باستخدام الأدوات المالية الحكومية كضمان من أجل الاقتراض من السوق المصرفية البنينة ، وذلك يعود لحدثة العهد بهذه الأدوات المالية الجديدة ، إلا أن الإصدارات المختلفة من الأذون وسندات الخزينة سوف تشكل مع تناليها ، وزيادة الرصيد القائم منها ، وزيادة عمق وسيولة السوق الثانوية لها ، أداة مهمة تساعد على زيادة عمق وسيولة السوق المصرفية البنينة ، وفي النهاية سينعكس ذلك بشكل ايجابي على تطوير القطاع المصرفي والسوقين المالية النقدية .

٣. زيادة الودائع في المصارف

مع دخول المصارف الخاصة السوق السورية في بداية عام ٢٠٠٤ ، تحسنت قدرة المصارف العاملة في السوق السورية على جذب الودائع ، حيث نمت الودائع المصرفية بشكل إجمالي من ٦٧٠ مليار ليرة سورية عام ٢٠٠٤ إلى ١١٢٥ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٩ أي بزيادة قدرها ٦٨٪ ، وكانت ودائع القطاع الخاص الأكثر نموا فقد نمت من ٢٠ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٤ وتشكل حوالي ٣٪ من إجمالي الودائع ، إلى ٢٩٥ مليار ليرة سورية وتشكل حوالي ٢٦٪ من إجمالي الودائع ، أي بزيادة قدرها ١٥ ضعفاً . ونمت ودائع القطاع العام من ٦٥٠ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٤ وتشكل ٩٧٪ من إجمالي الودائع ، إلى ٧٨٥ مليار ليرة سورية عام ٢٠٠٩ وتشكل حوالي ٧٠٪ من إجمالي الودائع ، أي بزيادة قدرها ٢٠٪ . ومع دخول المصارف الإسلامية السوق المصرفية في عام ٢٠٠٧ فقد شهدت ودائعها نموا ملحوظا حيث نمت من ٣٤ مليار ليرة سورية عام ٢٠٠٨ إلى ٤٣ مليار ليرة سورية عام ٢٠٠٩ أي بزيادة قدرها ٢٦٪ ، وتشكل حوالي ٤٪ من إجمالي الودائع . المخطط رقم (٧) .

المخطط رقم (٧) : تطور إجمالي ودائع القطاع المصرفي في سورية

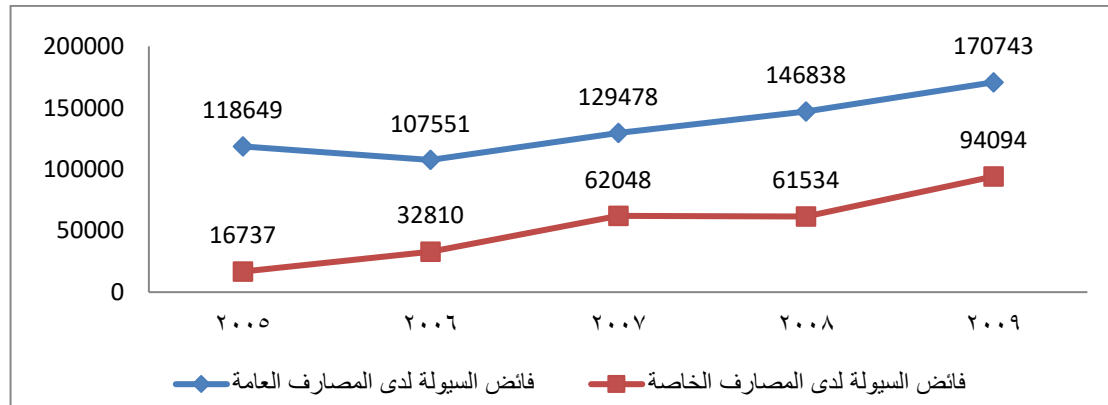


المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

٤. زيادة كفاءة إدارة السيولة في المصارف

لقد نمت فائض السيولة في القطاع المصرفي من ١٣٥ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٥ إلى ٢٦٥ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٩ ، أي نما بمقدار ٩٦٪ . وكان النمو الأكبر في فائض السيولة من نصيب القطاع المصرفي الخاص إذ نمت من ١٧ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٥ ويشكل حوالي ١٢٪ من إجمالي فائض السيولة ، إلى ٩٤ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٩ ويشكل حوالي ٣٦٪ من إجمالي السيولة ، أي تضاعف بمقدار ٥ مرات تقريبا . أما القطاع المصرفي العام فقد شهد نموا في فائض السيولة من ١١٨ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٥ ويشكل حوالي ٨٨٪ من إجمالي فائض السيولة ، إلى ١٧١ مليار ليرة سورية في عام ٢٠٠٩ ويشكل حوالي ٦٤٪ من إجمالي فائض السيولة ، أي نما بمقدار ٤٥٪ . المخطط رقم (٨) . ويعزى هذا النمو في حجم السيولة الفائضة لدى المصارف إلى الزيادة الكبيرة في حجم مدخرات القطاع العائلي لدى هذه المصارف ، مع عدم توفر قنوات استثمارية كافية، وغياب أدوات السوق المفتوحة لدى مصرف سورية المركزي والتي تمكنه من امتصاص هذه السيولة الفائضة . وقد قام مصرف سورية المركزي بإعداد مشروع إصدار شهادات إيداع لسحب السيولة الفائضة من المصارف المحلية . بالإضافة إلى إن إحداث سوق تداول (بين المصارف والمصرف المركزي) وإصدار سندات الخزينة يمكن أن توفر الشروط المواتية ليقوم مصرف سورية المركزي بإدارة فعالة للسيولة الفائضة في المصارف، بالإضافة إلى إنشاء منحى العائد الذي يعكس العلاقة بين أسعار فائدة الأصول المالية وآجالها الزمنية المختلفة، ومن الجدير بالذكر أن نسبة الاحتياطي الإلزامي المفروضة من قبل المصرف المركزي على المصارف يستخدم كإجراء لمنع مخاطر السيولة بالإضافة إلى كونه أداة من أدوات السياسة النقدية ^١ .

المخطط رقم (٨) : تطور فائض السيولة لدى المصارف



المصدر : مصرف سورية المركزي، التشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

^١ التطورات النقدية في سورية خلال شهر كانون الأول ٢٠٠٩ : مصرف سورية المركزي ، ص 25

ونتيجة لهذه التطورات فقد قام المصرف المركزي منذ ٢٠١٠/١٢/١٣ بإجراء ثلاث مزادات لأذون الخزينة بلغت القيمة الاسمية لها ٣ مليار ليرة سورية ، وأربع مزادات لسندات الخزينة بلغت القيمة الاسمية لها ٤,٧ مليار ليرة سورية ، وتراوحت أسعار الفوائد التأشيرية بين ١٪ لإذن الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٩١ يوم و ٢,٥٪ لسند الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٥ سنوات ، وقد كان العارضون في المزاد من المصارف العامة والخاصة فقط ، وقد بلغ مجموع العارضين الفائزين في جميع المزادات ٣٣ عارضا ، حيث فاز في المزاد الأول لإذن الخزينة ذي فترة استحقاق ٩١ أربعة مصارف عامة من أصل ١١ مصرفا مشاركا ، ووصل إجمالي حجم العروض المقبولة إلى ٢,٨ مليار ليرة سورية ، وتراوحت أسعار العروض المقدمة بين ٠,٢٠ ٪ و ٢,٥ ٪ وبلغت نسبة تغطية الإصدار ٢,٨ مرة . وفاز في المزاد الثاني لإذن الخزينة ذي فترة استحقاق ١٨٢ يوما أيضا أربعة مصارف عامة من أصل تسعة مصارف مشاركة ، ووصل إجمالي حجم العروض المقبولة إلى ٢,١ مليار ليرة سورية ، وتراوحت أسعار العروض المقدمة بين ٠,٥٢ ٪ و ٣ ٪ وبلغت نسبة تغطية الإصدار ٢,١ مرة . وقد أعلنت وزارة المالية عن نيتها طرح أذون وسندات خزينة خلال السنة المالية ٢٠١١ بمبلغ ٣٠ مليار ليرة سورية . ورغم أن سعر الفائدة التأشيري كان أقل من معدل التضخم السائد خلال العام ٢٠١٠ والذي يقدر بـ ٤,٧ ٪ ، وبلغ في شهر كانون الثاني ٧,٣ ٪ من عام ٢٠١١ ، إلا أنه كان هناك إقبال كبير من قبل المصارف العاملة في سورية على هذا المزادات وذلك بسبب فائض السيولة الكبير التي تعاني منه هذه المصارف والذي يدفعها إلى توظيف هذه المبالغ الفائضة في قناة استثمارية مضمونة (الأوراق المالية الحكومية) وإن كان هذا التوظيف يتم بمعدل فائدة غير حقيقي يقل عن نسبة التضخم الفعلي الموجودة في السوق ، إلا أن توظيف السيولة الفائضة في الأوراق المالية الحكومية يحقق لهذه المصارف إدارة أفضل للسيولة لديها وزيادة ربحيتها ، حيث إن هذا السيولة الفائضة كان القسم الأكبر منها مجمداً ، مما يحمل المصارف عبئا على هذه الحسابات ، والقسم الآخر (الودائع بالعملة الأجنبية) كان يوظف في الخارج مع المراسلين الأجانب^٢ ، وكان لانخفاض معدل الفائدة التأشيري في نشرات الإصدار على مزادات أذون وسندات الخزينة سببا أساسيا في فوز المصارف العامة في المزادين الأول والثاني لأذون الخزينة على حساب المصارف الخاصة ، وذلك على الرغم من أن المصارف الخاصة تعاني من زيادة أكبر في فائض السيولة من الزيادة في فائض السيولة التي يعاني منها القطاع العام ، إلا أن

^١ مصرف سورية المركزي : التقرير الاقتصادي الأسبوعي (2011/3/4-2/26) www.banquecentrale.gov.sy

^٢ الميداني ،محمد أيمن عزت: أداء وموقع المصارف الخاصة في النظام المصرفي السوري ، مرجع سابق

أكثر المصارف الخاصة لم تكن مستعدة لإقراض الحكومة أموالاً بهذه الأسعار التأشيرية المنخفضة ، وهذا الأمر بالتالي سيحد من التنافسية بين المصارف العامة والخاصة في سوق الأوراق المالية الحكومية ، مما يشكل بالأخير عائقاً أمام تكوين سعر فائدة مرجعي للأصول المختلفة في القطاع المالي ، وتحد من تطور القطاع المصرفي وخصوصاً سوق ما بين المصارف ، ولذلك يجب أن تقوم الحكومة بتسعير الأوراق المالية الصادرة بسعر يتحدد من خلال قوى السوق ليلبي حاجة كل من المقرض والمقرض ، وليس بسعر تأشيري يحدد من قبل المقرض ليلبي حاجته للأموال فقط بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى لقوى السوق المختلفة ، فبهذه الطريقة فقط تضمن الحكومة مشاركة أكبر من قبل القطاع الخاص في المزادات ، وفي هذا السياق فإن كثير من المحللين الاقتصاديين يخشون من أن تتحول الإصدارات المختلفة من الأذون والسندات الحكومية وسيلة لتوظيف السيولة الفائضة لدى المصارف العامة والخاصة على حساب المصلحة العامة ، حيث سيتحمل دافعي الضرائب تكلفة هذه الإصدارات ، بينما يستفيد حملة الأسهم في المصارف من الأرباح الناتجة عن هذه التوظيفات المضمونة في الأوراق المالية الحكومية ، ولكن هذا الأمر بدوره قد ينعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي ككل ، إذ أن زيادة أرباح المصارف نتيجة تشغيلها للسيولة الفائضة لديها، سوف يمكنها من القيام بزيادة رأسمالها عن طريق توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية، ويمكنها أيضاً من توزيع أرباح نقدية على المساهمين، وهذا يعني ارتفاع أعداد المتعاملين مع المصارف مع تحسن أرباحها وبالتالي دخول أموال جديدة في النشاط الاقتصادي، الجدول رقم (٩)

الجدول رقم (٩) : عدد العارضين الفائزين في كل مزاد ومعدل الفائدة التأشيري

الرصيد الكلي	سندات الخزينة			أذونات الخزينة		سعر الفائدة	عدد العارضين الفائزين	تاريخ المزاد
	5سنة	3سنة	1سنة	6أشهر	3أشهر			
1,000					1,000	1%	4.00	13/12/2010
1,000				1,000		1.15%	4.00	13/12/2010
1,000			1,000			1.50%	8.00	20/12/2010
1,000		1,000				2.00%	6.00	20/12/2010
1,000	1,000					2.50%	6.00	20/12/2010
1,000				1,000		1.15%	5.00	14/02/2011
1.700		1.700				2.00%	4.00	14/02/2011
7.700								

المصدر : موقع وزارة المالية <http://www.syrianfinance.org> ، هذا الجدول من إعداد الباحث

المبحث الثالث : انعكاسات إصدار السندات الحكومية على السياسة المالية

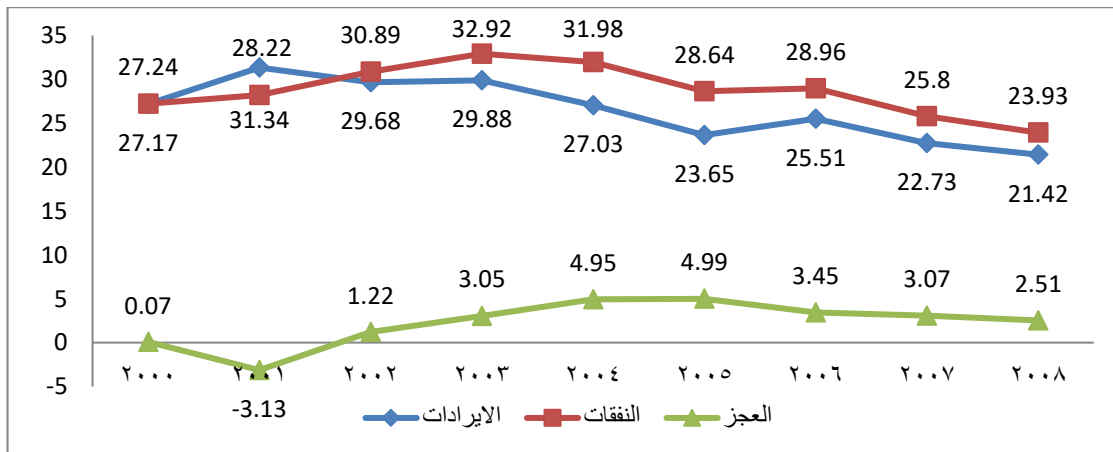
كنا قد ذكرنا في الفصل السابق أن السندات الحكومية والأسواق التي يتم فيها تداولها تلعب دوراً كبيراً بالنسبة للسياسة المالية يتمثل في أنها تتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة قائماً على أسس حقيقية غير تضخمية ويوفر بديلاً للتمويل أفضل من الاقتراض من المصرف المركزي الذي قد ينتج عنه مخاطر كبيرة مثل مخاطر الضغوط التضخمية والضغوط على سعر صرف العملة المحلية ، كما أنها تزيد من كفاءة إدارة الدين العام ، حيث أن الحكومة سوف تصبح أكثر إدراكاً لجانب الكلفة المتوجب دفعها من أجل تمويل الدين العام بكل وضوح وهذا سيضمن تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة وسداد التزاماتها بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط إلى الطويل وبأقل درجة مقبولة من المخاطرة .

أولاً : تتيح مصدراً حقيقياً للاحتياجات التمويلية للدولة

١. تطور العجز في سورية

تعتبر ظاهرة العجز في الموازنة العامة للدولة ظاهرة اقتصادية عالمية تعاني منها كافة الاقتصاديات المتقدمة والنامية على السواء ، ولا زالت سورية تعاني من العجز في الموازنة العامة للدولة منذ عام ١٩٥٥ وحتى الآن ، وذلك نظراً لقيامها بأعباء التنمية الاقتصادية من جهة وأعباء الدفاع من جهة أخرى^١.

المخطط رقم (٩) : تطور العجز في الموازنة العامة للدولة (% من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

^١ د.كنعان ، علي : العجز المالي : تطوره ، إدارته ، أسبابه ونتائجه ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية التاسعة ١٩٩٥ من

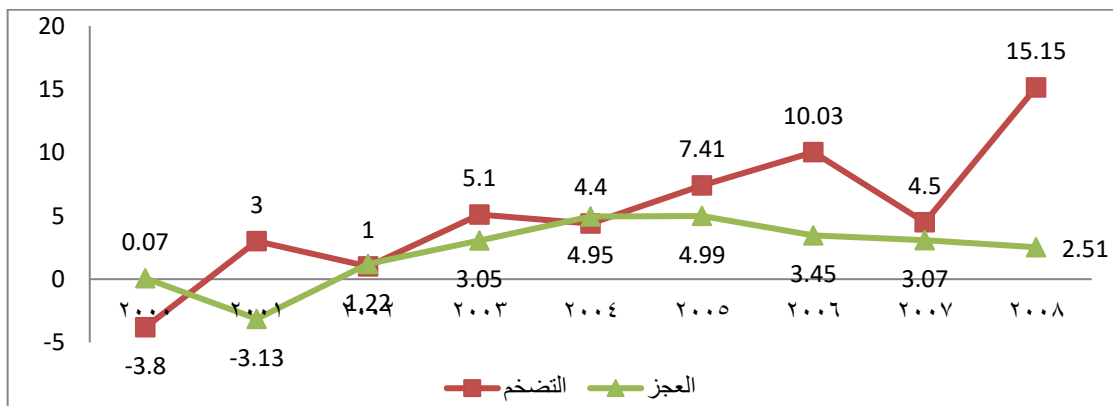
١٩٩٤/١١/١ ولغاية ١٩٩٥/١/٣١

نلاحظ من المخطط رقم (٩) ما يلي :

١. أن هناك علاقة ارتباط ايجابية بين النفقات العامة والعجز في الموازنة العامة للدولة ، وسلبية بين الإيرادات العامة والعجز في الموازنة العامة للدولة ، وهذا يدل دلالة واضحة على أن الزيادة في عجز الموازنة العامة للدولة كان يعود بشكل رئيسي إلى زيادة في حجم النفقات العامة زيادة لا تتناسب مع الزيادة في حجم الإيرادات العامة ، حيث نجد أن متوسط النفقات العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي قد بلغ في هذه الفترة ٢٩ % ، بينما لم يتجاوز متوسط الإيرادات العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الفترة ٢٦ % ، وهذا التفاوت في نسب الزيادة بين كل من النفقات العامة و الإيرادات العامة يرجع إلى زيادة النفقات العامة من أجل القيام بأعباء التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك في ظل تراجع حجم الإيرادات العامة بسبب تدني حجم الإيرادات الضريبية بسبب قصور التشريع الضريبي وازدياد التهرب الضريبي وكثرة الإعفاءات الضريبية وضعف الإدارة الضريبية ، بالإضافة إلى تراجع حجم الإيرادات النفطية واتساع دائرة اقتصاد الظل ^١ .

٢. إن الحكومة قد نجحت خلال العقد الأخير من الحفاظ على مستوى مقبول من العجز ، حيث لم يتجاوز متوسط العجز خلال هذه الفترة ٣ % كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، إلا أن هذا الانخفاض في عجز الموازنة يعود بشكل رئيسي إلى زيادة الإيرادات العامة الناتجة عن زيادة الإيراد النفطي نتيجة ارتفاع أسعار النفط العالمية ، وهو بذلك لا يعود إلى انخفاض في الإنفاق الحكومي أو إلى سياسة انكماشية محددة تتبعها الحكومة ^٢ .

المخطط رقم (١٠) : تطور العلاقة بين العجز والتضخم



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة، هذا المخطط من إعداد الباحث

^١ جميل عنقة، ربيع : عجز الموازنة العامة في سورية وأثره في ارتفاع الأسعار وإعادة توزيع الدخل خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٨) ، بحث علمي اعد لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد ، إشراف :د. الياس نجمة ، دمشق ٢٠١٠ ، ص ٢٩-٣٠

^٢ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، مرجع سابق ص 73

ونلاحظ من المخطط رقم (١٠) ما يلي :

١. لا توجد علاقة ارتباط واضحة بين معدل نمو التضخم ومعدل نمو العجز في الموازنة العامة للدولة على المدى البعيد ، إذ بينما نلاحظ أن هناك استقرار في متوسط نمو العجز المالي خلال الفترة المدروسة ، نجد أن هناك تذبذب واضح في معدل نمو التضخم خلال هذا الفترة ، وهذا يدل على ضعف السياسات المالية وعدم فعالية أدواتها في التأثير على العرض النقدي وتاليا في مواجهة حالات التضخم والانكماش في الاقتصاد السوري ، كما يدل أيضا على غياب التنسيق بين السياستين المالية والنقدية .

١,١. مصادر تمويل العجز

يتم تمويل العجز المالي في سورية عن طريق المصادر المحلية والخارجية .

١,١,١. التمويل المحلي

يتم التمويل المحلي في سورية عن طريق الاقتراض من السوق المحلية ، وفي ظل غياب سوق للأوراق المالية الحكومية في سورية حتى ١٣/١٠/٢٠١٠ ، فإن هذا الاقتراض كان يتم عن طريق ^١ :

١. قروض ممنوحة للحكومة من المصرف المركزي
٢. قروض ممنوحة للحكومة والقطاع العام من المصارف المتخصصة
٣. حصيلة شهادات الاستثمار
٤. اكتتاب المؤسسات ذات الطابع الاقتصادي بإسناد الدين العام

٢,١,١. التمويل الخارجي

إن عدم كفاية الموارد المحلية لتمويل العجز المالي في سورية ، وحاجة بعض المشاريع التنموية للعملية الأجنبية من أجل شراء الآلات والمعدات والتكنولوجيا الإنتاجية و الخدمية ، يدفع الحكومة بشكل مستمر إلى الإستعانة بالمصادر الخارجية لتمويلها ، و تشمل القروض التي تحصل عليها سورية من الخارج على ^٢ :

١. القروض الخارجية النقدية التي تقدمها الجهات الأجنبية للجهات المستفيدة مباشرة
٢. القروض الخارجية العينية وتشمل تسهيلات الدفع الممنوحة من الجهات الأجنبية الموردة للبضائع والسلع والتجهيزات للشركات والمؤسسات العامة في سورية.

^١ د.نجمة ، الياس : السياسة المالية في سورية ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية ، دمشق ٢٠٠٣

^٢ د.نجمة ، الياس : السياسة المالية في سورية ، مرجع سابق

٣. التسهيلات الائتمانية وتشمل تسهيلات الدفع الممنوحة من الموردين الأجانب أو المصارف الأجنبية لقاء شراء تجهيزات وخدمات عامة لتنفيذ مشاريع استثمارية في سورية.

٤. القروض من المؤسسات المالية الإقليمية والعربية

ويعد الاقتراض من المصرف المركزي أحد أهم وأكبر مصادر تمويل العجز المالي في سورية ، حيث قامت سورية بإتباع سياسة التمويل بالعجز كوسيلة من وسائل تمويل التنمية ، وذلك عن طريق زيادة الإصدار النقدي (طبع البنكنوت) وزيادة حجم الائتمان المصرفي الممنوح للحكومة^١ ، إلا أن هذه السياسة قد ولدت ضغوطا تضخمية كبيرة سببت اختلالات هيكلية عميقة في بنية الاقتصاد السوري نتج عنها آثارا سلبية كبيرة على الاقتصاد السوري من الناحيتين الاقتصادية والاجتماعية ، تمثلت في تراجع النمو الاقتصادي وزياد معدلات البطالة وارتفاع نسب الفقر مما ساهم بتعميق التفاوت في مستويات الدخل بين الطبقات الاجتماعية المختلفة^٢ .

وانسجاما مع التوجهات الجديدة للسياستين المالية والنقدية ، والتي تركز على الابتعاد عن التمويل بالعجز وإيجاد مصادر تمويل حقيقية له تكون مصادرها السوق ، فقد ركزت الخطة الخمسية العاشرة على ضرورة استحداث آليات جديدة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة تقصر لجوء الخزانة العامة لتمويل أي عجز مالي على سوق الأوراق المالية الحكومية كجزء من سوق رأس المال وبعيد عن التمويل المصرفي^٣ ، وفي هذا السياق فقد صدر المرسوم التشريعي رقم ٦٠/ للعام ٢٠٠٧ ، الذي قضى في المادة الثامنة فيه بأنه لا يجوز الاقتراض الداخلي للحكومة إلا بواسطة الأوراق المالية الحكومية ويستثنى من ذلك الاقتراض لأغراض إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل ، كما قصر في المادة العاشرة منه الاقتراض الحكومي بواسطة الأوراق المالية الحكومية على الأغراض التالية :

١. تمويل عجز الموازنة العامة

٢. تمويل المشاريع ذات الأولوية الوطنية المدرجة في الخطط العامة للدولة

٣. توفير التمويل اللازم لمواجهة الكوارث وحالات الطوارئ

٤. تسديد ديون مستحقة على الحكومة بما فيها استبدال الدين العام القائم بأوراق مالية حكومية

قابلة للتداول وذلك بشكل تدريجي.

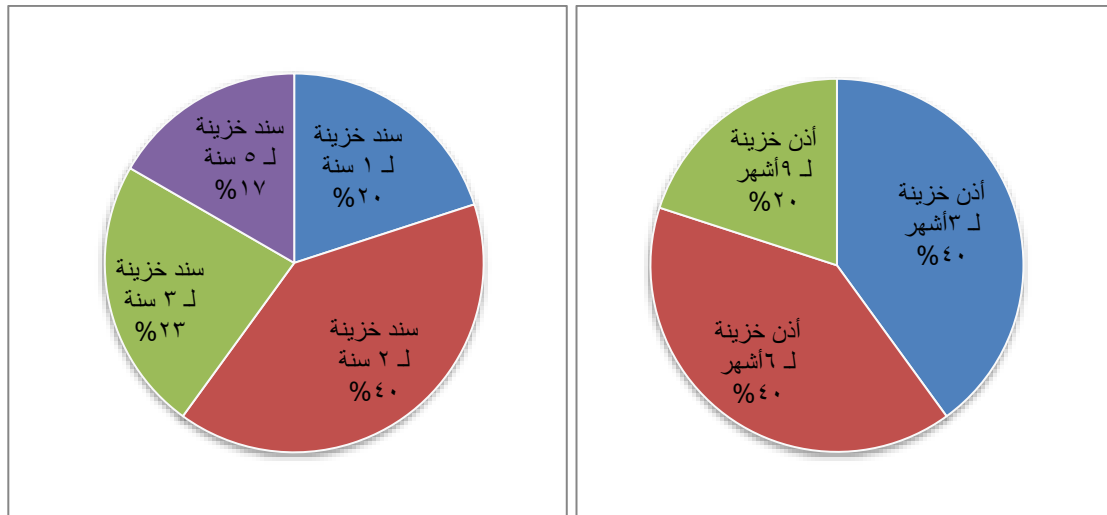
٥. إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل

^١ د.السيفي ، قحطان : السياسة المالية في سورية (أدواتها - دورها الاقتصادي) ، مرجع سابق ، ص 141
^٢ عنقة،ربيع جميل : عجز الموازنة العامة في سورية وأثره في ارتفاع الأسعار وإعادة توزيع الدخل خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٨) ، مرجع سابق ص ٢٩-٣٠

^٣ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، مرجع سابق ص 100

وقد قامت وزارة المالية منذ شهر كانون الأول من عام ٢٠١٠ بإجراء ثلاث مزادات لأذون الخزينة بقيمة اسمية قدرها ١ مليار ليرة سورية لإذن الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٣ أشهر و ٢ مليار ليرة سورية لإذني الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٦ أشهر ، وأيضاً قامت بإجراء أربع مزادات لسندات الخزينة بقيمة اسمية قدرها ١ مليار ليرة سورية لسند الخزينة ذي فترة الاستحقاق سنة واحدة ، و ٢,٧ مليار ليرة سورية لسند الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٣ سنوات ، و ١ مليار ليرة سورية لسند الخزينة ذي فترة الاستحقاق ٥ سنوات ، وأعلنت الوزارة أيضاً في الروزنامة التأشيرية لعام ٢٠١١ عن نيتها طرح أذون خزينة بقيمة اسمية قدرها ٣ مليار ليرة سورية ، لفترات استحقاق مختلفة (٣ أشهر ، ٦ أشهر ، ٩ أشهر) ، وسندات خزينة بقيمة اسمية قدرها ٢٧ مليار ليرة سورية لفترات استحقاق مختلفة (١ سنة ، ٢ سنة ، ٣ سنة ، ٥ سنة) .

المخطط رقم (١١) : تطور كمية أذون وسندات الخزينة خلال عامي ٢٠١٠ / ٢٠١١



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

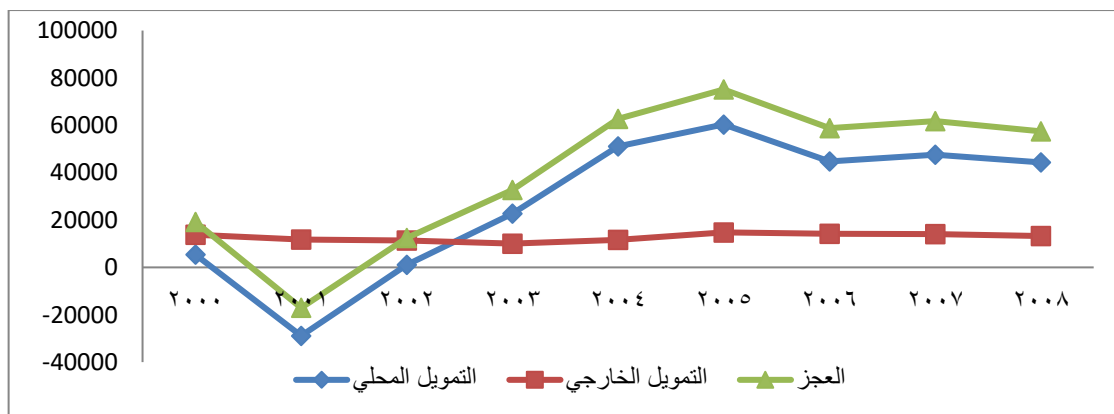
نلاحظ من المخطط رقم (١١) ما يلي :

١. هناك ميل واضح للسلطات المالية نحو إصدار أذون خزينة قصيرة الأجل وذلك من أجل تمويل العجز المؤقت في الموازنة العامة للدولة ، حيث تخطط وزارة المالية خلال عامي ٢٠١٠ / ٢٠١١ بإصدار أذون خزينة لمدة ٣ أشهر بقيمة اسمية قدرها ٢ مليار ليرة سورية ، وتشكل حوالي ٤٠٪ من إجمالي الأذون المصدرة والمعلن عن إصدارها ، وإصدار أذون خزينة لمدة ٦ أشهر بقيمة اسمية قدرها ٢ مليار ليرة سورية ، وتشكل حوالي ٤٠٪ من إجمالي الأذون ، بينما نلاحظ هناك تخوف واضح لدى الحكومة من إصدار أذون خزينة لفترات استحقاق طويلة ، إذ أعلنت الوزارة عن نيتها إصدار أذون خزينة لمدة ٩ أشهر بقيمة

اسمية ١ مليار ليرة سورية ، وتشكل حوالي ٢٠٪ من إجمالي الأذون ، وذلك لان الاقتصاد السوري يمر بمرحلة تحول ويخشى أن تتحول هذه الإصدارات إلى وسيلة تمويل دائمة للعجز في الموازنة العامة للدولة مما يؤدي إلى زيادة أعباء خدمة هذا الدين المتزايد بشكل تراكمي مع تتالي الإصدارات .

٢. هناك ميل واضح لدى الحكومة باتجاه إصدار سندات خزينة بفترات استحقاق متوسطة الأجل ، حيث تخطط الوزارة خلال عامي ٢٠١٠/٢٠١١ ، لإصدار سندات خزينة لمدة سنتين بقيمة اسمية قدرها ١٢ مليار ليرة سورية ، وتشكل حوالي ٤٠٪ من إجمالي السندات ، وإصدار سندات خزينة لمدة ٣ سنوات بقيمة اسمية قدرها ٧ مليار ليرة سورية ، وتشكل حوالي ٢٣٪ من إجمالي السندات ، وإصدار سندات خزينة لمدة سنة واحدة بقيمة اسمية قدرها ٦ مليار ليرة سورية ، وتشكل حوالي ٢٠٪ من إجمالي السندات ، وأما السندات طويلة الأجل فهناك ميل واضح إلى التقليل من حجمها ، حيث تخطط الوزارة خلال عامي ٢٠١٠/٢٠١١ لإصدار سندات خزينة لمدة ٥ سنوات بقيمة اسمية قدرها ٥ مليار ليرة سورية ، وتشكل حوالي ١٧٪ من إجمالي السندات . ورغم أن الهدف من هذه الإصدارات حسب ما ذكرت وزارة المالية هو تمويل مشاريع تنموية وخاصة في مجال الطاقة الكهربائية ، ولا تهدف هذه الإصدارات إلى تمويل عجز الإنفاق الإداري أو عجز الموازنة الجارية ، إلا إن هذه المشاريع تحتاج إلى فترات زمنية طويلة لا تتناسب مع الجدول الزمني للسندات الصادرة والمخطط لإصدارها ، ويخشى كثير من المحللين الاقتصاديين أن تتحول هذه الإصدارات إلى وسيلة دائمة لتمويل العجز المالي ، مما سيؤدي إلى تفاقم مشكلة المديونية .

المخطط رقم (١٢) : نمو مصادر تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة



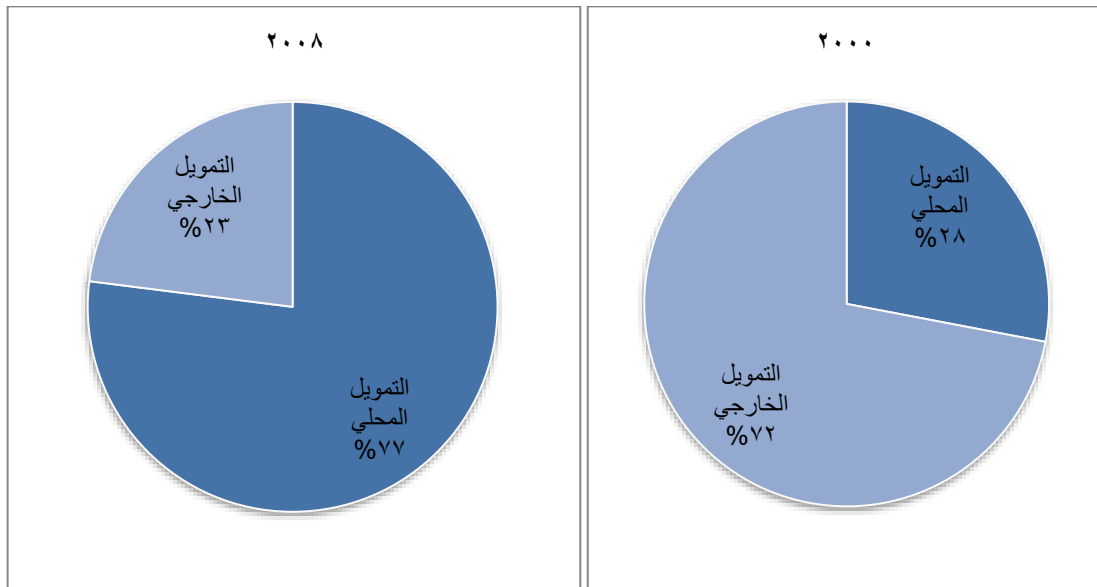
المصدر : مصرف سورية المركزي، التثريات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

^١ جريدة تشرين : إطلاق سوق الأوراق المالية الحكومية وإصدار سندات بقيمة ٥ مليارات ليرة ، الخميس الموافق ٩ كانون الأول ٢٠١٠

نلاحظ من المخطط رقم (١٢) ما يلي :

١. هناك علاقة ارتباط ايجابية واضحة بين العجز في الموازنة العامة للدولة والتمويل المحلي ، وهذا يدل دلالة واضحة أن الحكومة السورية قد اعتمدت بشكل كبير على تمويل العجز المالي من المصادر المحلية ، إلا أن هذا التمويل الداخلي لا يقوم على مصادر حقيقية غير تضخمية ، بل يقوم القسم الأكبر منه على التمويل بالعجز وذلك من خلال القروض الممنوحة من القطاع المصرفي للحكومة المركزية والمؤسسات العامة ذات الطابع الاقتصادي .
٢. إن هناك شبه استقرار في اعتماد الحكومة على التمويل الخارجي كمصدر من مصادر تمويل العجز المالي ، إلا انه قد حدث ارتفاع طفيف في اعتماد الحكومة على التمويل الخارجي في تمويل العجز مع بداية عام ٢٠٠٦ تراق ذلك مع انخفاض كبير في انخفاض اعتماد الحكومة على التمويل المحلي كمصدر تمويل للعجز المالي ، وذلك بسبب صدور المرسوم التشريعي رقم /٦٠/ عام ٢٠٠٦ الذي منع في المادة /١٨/ منه وزارة المالية من تسديد أي عجوزات جديدة مهما كان نوعها أو سببها بقروض من المصرف ، والذي جاء انسجاما مع التوجهات الجديدة لخطط التطوير والتحديث الاقتصادي والتي تركز على الابتعاد عن التمويل بالعجز وإيجاد مصادر تمويل حقيقية له تكون مصادرها السوق . المخطط رقم (١٣)

المخطط رقم (١٣) : نسبة مصادر تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة



المصدر : مصرف سورية المركزي، النشرات الربعية للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

ثانياً : تزيد كفاءة إدارة الدين العام في سورية

لقد صدر المرسوم التشريعي رقم ٧٣ تاريخ ١١/٣/١٩٥٠ القاضي بإحداث صندوق للدين العام يرتبط بوزارة المالية وتكون مهمته تسديد الدين العام ، وقد أنيط آنذاك بدوائر الخزينة في وزارة المالية إدارة أموال الصندوق ، ويفتح لهذه الغاية في قيود الخزينة المركزية حساب خاص يطلق عليه اسم (حساب صندوق الدين العام) تتمركز فيه الواردات المحصلة ونفقات الإدارة والمبالغ المدفوعة لتسديد الديون . وفي تاريخ ١٣/٧/١٩٥٥ صدر القانون رقم ٨٩ الذي تمت بموجبه إعادة النظر في مهام صندوق الدين العام وقد قضى بإحداث مديرية صندوق الدين العام وكانت مهمتها : ١ - تنظيم الدين العام تنظيمًا ماليًا فنياً

٢ - إحداث سوق مالية تتمكن من استيعاب الوفر القومي وتوظيفه في قروض الدولة والعمل على حسن استثمارها .

وحددت المادة ٢١٣ من هذا القانون من ضمن المهام التي تمارسها هذه المديرية إدارة شؤون الدين العام الداخلي والخارجي ، وإصدار الإسناد العامة وإسناد الخزينة ومتابعة الاكتتاب بها وتجديدها وإطفائها^١ . إلا أن إدارة الدين العام خلال هذه المرحلة اتسمت بالضعف بسبب غياب التنسيق بين السياسات المالية والنقدية والاقتصادية الموضوعة بشأنها ، وبسبب غياب سوق الأوراق المالية الحكومية في سورية لفترة طويلة ، هذا الأمر أدى إلى تشابك مسألة الدين العام ، سواء بين وزارة المالية وبين المصرف المركزي والمصرف التجاري السوري والمؤسسات الاقتصادية والجهات العامة الأخرى^٢ ، وقد نتج عن ذلك عدم قدرة المصارف على تسويق قروض مباشرة لصالح الدولة ، مما أجبرت الدولة على اللجوء إلى المصرف المركزي للحصول على احتياجاتها التمويلية مقابل سندات الدين العام ، وكل ذلك أدى إلى حدوث زيادات كبيرة ومتتالية في حجم الكتلة النقدية أدت إلى ارتفاع كبير في معدلات التضخم وانخفاض سعر صرف العملة المحلية وحدث تشوه كبير في هيكل الاقتصاد السوري .

ومع بداية برامج الإصلاح والتطوير في بداية العام ٢٠٠٠ ، أولت الحكومة السورية أهمية كبيرة لتحديث وتطوير إدارة الدين العام ، وفي هذا السياق فقد عرّف المرسوم الجمهوري رقم ٦٠/ الصادر في عام ٢٠٠٧ الدين العام بأنه مجموعة الالتزامات المالية المترتبة على الدولة والناجمة عن القروض الداخلية والخارجية والتسهيلات الائتمانية ، وحدد في المادة الثانية منه هدف إدارة الدين الحكومي بتقليص تكلفة الدين العام إلى أدنى حد ممكن في الأمدين المتوسط والبعيد وذلك

^١ هاشم، محمد عبدالله : تطوير دور مصرف سورية المركزي لرفع كفاءة محاسبة الدين العام . بحث مقدم لنيل الماجستير . إشراف : الدكتور: حسن القاضي و الدكتور : رضوان العمار . جامعة تشرين ٢٠٠٣، ص 8-9

^٢ الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، مرجع سابق ص 76

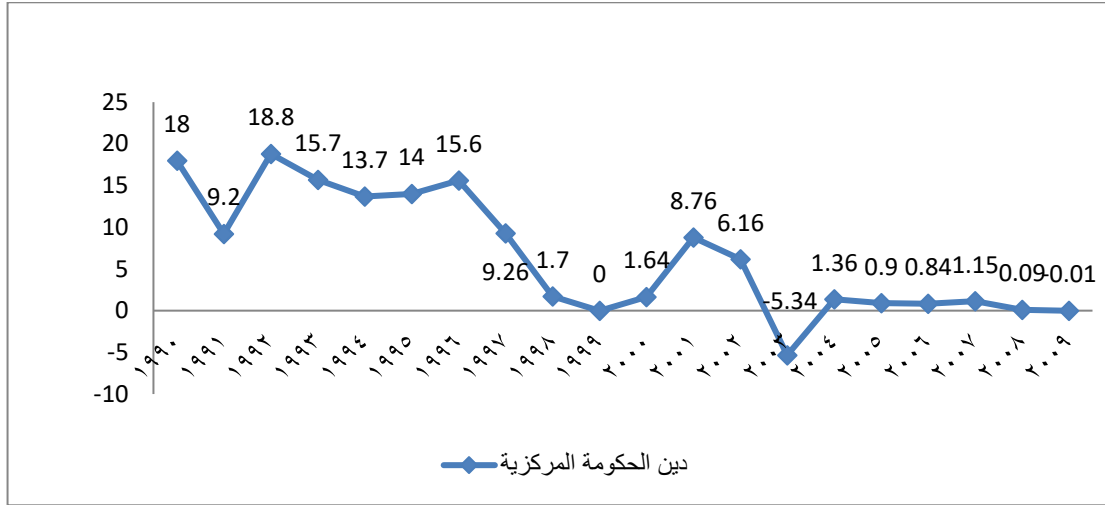
ضمن إطار إدارة رشيدة للمخاطر في حدود القيود التي تفرضها السياسة المالية والسياسة النقدية وعلى نحو يؤدي إلى دعم وتطوير سوق مالية محلية كفوءة ، كما نص في المادة الحادية عشر منه بأنه لا يجوز أن يزيد الرصيد القائم لكل من الدين الداخلي والدين الخارجي في أي وقت من الأوقات عن ٦٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات ، ونص أيضا في نفس المادة بأنه لا يجوز أن يزيد الرصيد القائم لدين القطاع العام في أي وقت من الأوقات عن ٨٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات ، ونص في المادة السابعة عشرة على أن الدين العام يمثل التزاماً مطلقاً وغير مشروط على الحكومة ولهذا تكون للأوراق المالية الحكومية والفوائد المترتبة عليها أولوية الالتزام بتسديدها عند الاستحقاق .

١. تطور الدين العام في سورية

لقد شهد حجم الدين العام في سورية ازديادا مستمرا ناتجا بشكل أساسي عن استمرار تزايد العجز في الموازنة العامة السورية ، فقد وصل الدين العام في عام ١٩٩٠ ما يقارب من ١٠٤,٩ مليار ليرة سورية ، ونما هذا الدين بمعدل وسطي يقرب من ١٥ ٪ بحيث وصل في نهاية فترة التسعينات إلى ما يقرب من ٢٧٥,٦ مليار ليرة سورية ، وقد تم تمويل هذا الدين في الأغلب بالاعتماد على الاقتراض من المصرف المركزي ، وقد كان هذا الدين يشكل احد أهم العناصر المكونة للعرض النقدي خلال هذه الفترة ، إذ شكل بالمتوسط حوالي ٨,٥ ٪ من أجمالي الكتلة النقدية ، وقد ساهم بذلك في نمو حجم السيولة M2 ، حيث نمت بمعدل وسطي بلغ ١٤,٥ ، مما سبب بارتفاع الأسعار و حدوث التضخم ، ومنذ عام ٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠٠٩ شهد نمو الدين العام استقرار كبيرا ، إذ نما بمعدل وسطي بلغ ٠,٧ ٪ ، ولا تمثل هذه الديون عمليات إقراض جديدة للحكومة بل هي عبارة عن مبلغ الفوائد المستحقة على المبالغ الممنوحة والمضافة إلى أصل القرض^١ ، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى الإصلاحات التي شهدتها القطاع المالي والمصرفي والسياسات المالية وذلك انسجاما مع التوجهات الجديدة للسياستين المالية والنقدية وخصوصا في ما يتعلق بالحد من التمويل بالعجز واللجوء إلى مصادر تمويل حقيقية غير تضخمية تعتمد على السوق ، المخطط رقم (١٤) .

^١ التطورات النقدية في سورية خلال شهر كانون الأول ٢٠٠٩ : مصرف سورية المركزي ، ص 27

المخطط رقم (١٤) : معدل نمو الدين الحكومي (الحكومة المركزية)

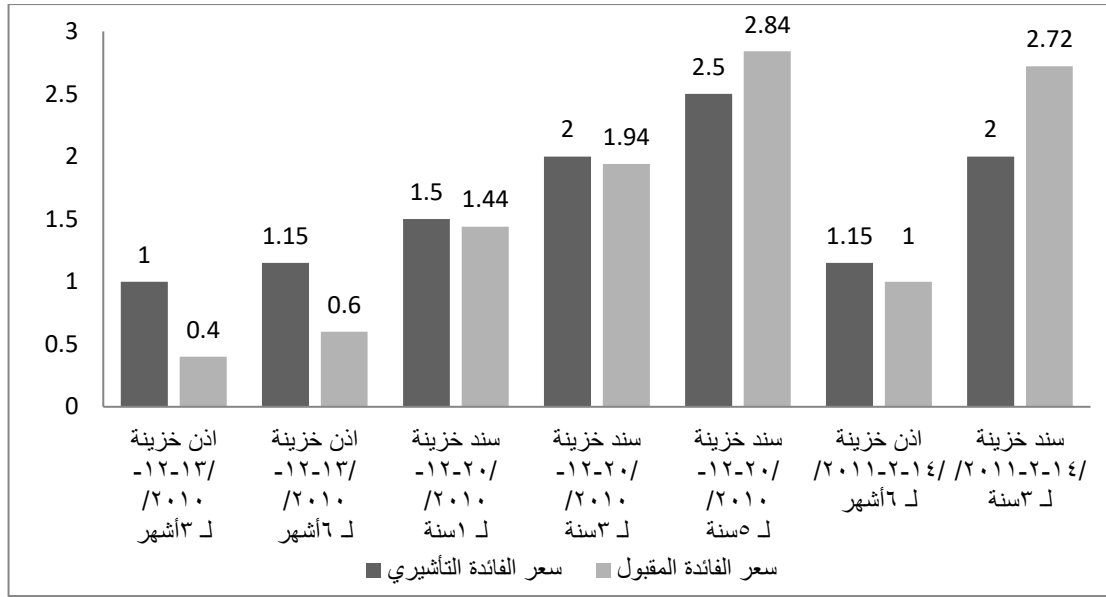


المصدر : مصرف سورية المركزي، التشرات الربعية للأعوام المذكورة

ونتيجة لهذه الإصلاحات المهمة فقد انطلق سوق دمشق للأوراق المالية الحكومية في تاريخ ٢٠١٠/١٢/١٣ حيث قامت وزارة المالية بالحصول على قروض داخلية قصيرة الأجل بقيمة اسمية بلغت ٣ مليار ليرة سورية وفترة استحقاق (٣ أشهر ، ٦ أشهر) وقروض متوسطة وطويلة الأجل بقيمة اسمية ٤,٧ مليار ليرة سورية وفترة استحقاق (١ سنة ، ٣ سنة ، ٥ سنة) عن طريق طرح أذون وسندات الخزينة بواسطة المزادات على الجمهور ، وبلغ سعر الفائدة المقبول للقرض قصير الأجل بفترة استحقاق ٣ أشهر ما يعادل ٠,٤٪ ، وللقرض قصير الأجل بفترة استحقاق ٦ أشهر ما يعادل ١٪ ، أما سعر الفائدة المقبول للقرض متوسط الأجل بفترة استحقاق ١ سنة ما يعادل ١,٤٤ ٪ ، وللقرض متوسط الأجل بفترة استحقاق ٣ سنوات ما يعادل ١,٩٤ ٪ و ٢,٧٢ ٪ ، وللقرض متوسط الأجل بفترة استحقاق ٥ سنوات ما يعادل ٢,٨٤ ٪ ، المخطط رقم (١٥) .

وقد قامت وزارة المالية بإلغاء مزاد سند الخزينة المقرر بتاريخ ٢٠١١/٣/١٤ ، ذي القيمة الاسمية ١ مليار ليرة سورية ، وفترة الاستحقاق التي تساوي سنة واحدة ، ومثل هذا الإجراء إذا تكرر فسوف يكون له تأثيرات سلبية على مصداقية الحكومة وسلامة المزاد ، مما سيؤدي إلى ارتفاع علاوة المخاطر ، وارتفاع تكلفة الدين على المدى الطويل .

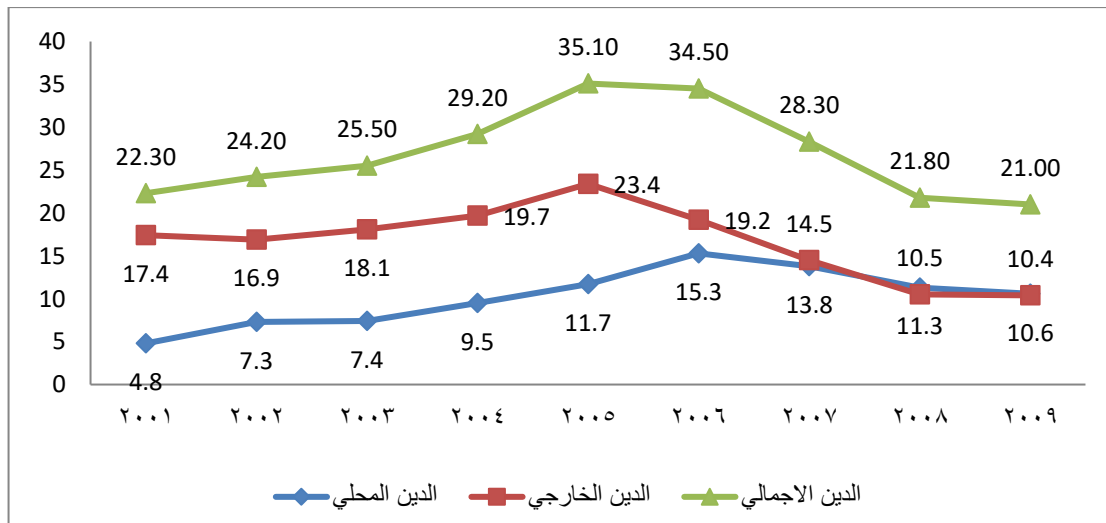
المخطط رقم (١٥) : سعر الفائدة التأشيرى وسعر الفائدة المقبول(%)



المصدر : موقع وزارة المالية <http://www.syrianfinance.org> ، هذا المخطط من إعداد الباحث

وبشكل عام ، لا يزال الدين العام في سورية ضمن مستويات معتدلة ، حيث بلغ متوسط الدين العام بالنسبة إلى الناتج المحلي الحقيقي خلال الفترة ما بين ٢٠٠١ و ٢٠٠٩ ما يقرب من ٢٦,٦ % ، ولم يتجاوز الدين العام في أعلى مستوياته ٣٥,١٠ % وذلك في عام ٢٠٠٥ . المخطط رقم (١٦)

المخطط رقم (١٦) : مصادر الدين العام في سورية (% من الناتج المحلي الحقيقي)



المصدر : وزارة المالية ومنشورات صندوق النقد الدولي للأعوام (من ٢٠٠٥ إلى ٢٠٠٩) ، هذا المخطط من إعداد الباحث

نلاحظ من المخطط رقم (١٦) ما يلي :

١. أن هناك نمو بسيط في الدين العام الداخلي حتى عام ٢٠٠٥ ، حيث نما من ٤,٨ % من الناتج المحلي الحقيقي ، وبمعدل يقرب من ٢,١ % سنوياً ، ليصل في عام ٢٠٠٥ إلى ١٥,٣ % من الناتج المحلي الحقيقي ، وبعد عام ٢٠٠٥ تراجع الدين العام المحلي بنسب بسيطة حيث بلغ في عام ٢٠٠٩ إلى ما يقرب من ١٠,٤ % من الناتج المحلي الحقيقي ، وهذا التراجع هو نتيجة لتوقف الحكومة عن الاقتراض المباشر من المصرف المركزي عن طريق إصدارات نقدية جديدة وخصوصاً بعد صدور المرسوم التشريعي رقم ٦٠/ في عام ٢٠٠٧ والذي منع من الحكومة من الاقتراض مباشرة من المصرف المركزي .
٢. أن الدين العام الخارجي قد نما بشكل بسيط من ١٧,٤ % من الناتج المحلي الحقيقي في عام ٢٠٠١ ، وبمعدل سنوي بلغ ١,٢ % ، ليصل إلى أعلى مستوى له في عام ٢٠٠٥ إلى ٢٣,٤ % من الناتج المحلي الحقيقي ، وقد وصل حجم الدين الخارجي بما فيه القروض في عام ٢٠٠٦ إلى ما يعادل ٣,٦٥٠ مليار دولار وهو يشكل حوالي ١٩,٢ % من الناتج المحلي الحقيقي ، ثم تراجع بعد ذلك ليصل في عام ٢٠٠٩ إلى ١٠,٦ % من الناتج المحلي الحقيقي ، ويعود هذا التراجع في الدين العام الخارجي إلى تراجع اعتماد الحكومة على الدين الخارجي في تمويل العجز المالي ، حيث لم يتجاوز اعتماد الحكومة على الدين الخارجي في تمويل العجز المالي مبلغ ١٥ مليار ليرة سورية سنوياً منذ عام ٢٠٠٠ ، بالإضافة إلى إعادة جدولة معظم الديون السورية تجاه الاتحاد السوفيتي السابق وبعض دول أوروبا الشرقية^٢ ، وهذا الأمر كان له دوراً إيجابياً حيث قلل من الآثار الناجمة عن الاقتراض الخارجي والمتمثلة في خدمة هذا القرض (أصل القرض + الفوائد المترتبة عليه) .

^١ السياسات المالية في سورية : د. محمد الحسين ، موقع وزارة المالية <http://www.syrianfinance.org>

^٢ البرغوثي، عروبة : النفقات العامة في سورية من حيث مصادر تمويلها وأثرها على المتغيرات الكلية في

الاقتصاد السوري (دراسة تحليلية) ، إشراف الدكتور : عصام خوري ، جامعة دمشق ٢٠٠٨ ، ص ١١٥

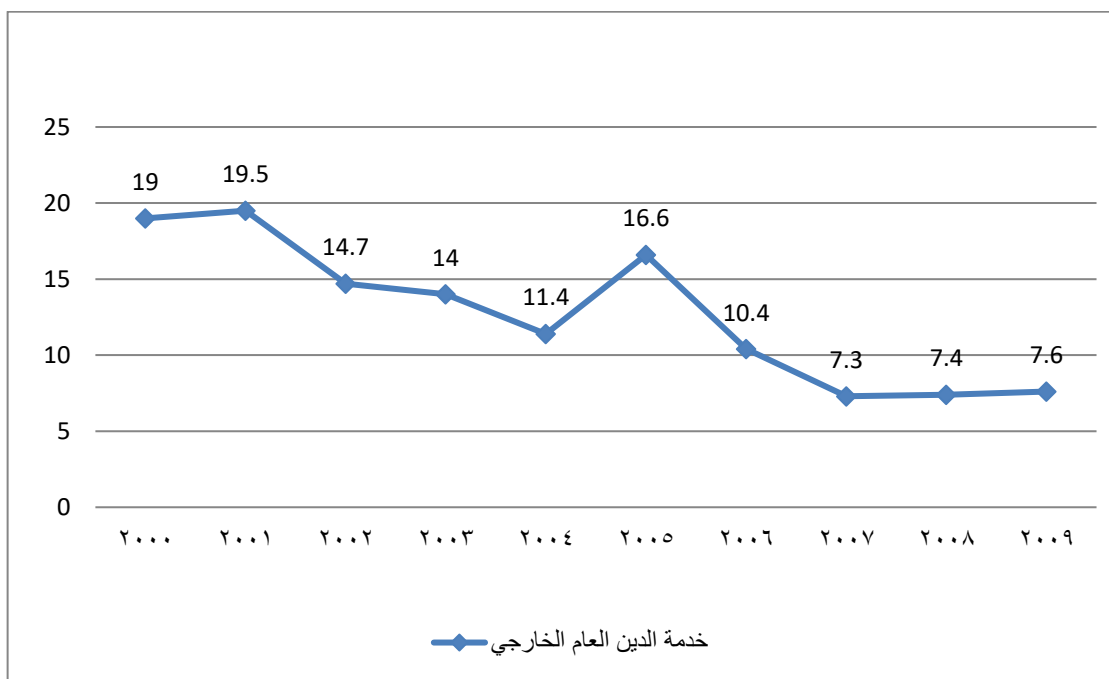
٢. تكلفة الدين العام في سورية

وفي ظل غياب بيانات واضحة وشاملة وحقيقية عن تكلفة الدين العام الداخلي والخارجي يمكننا من تحليل تكلفة الدين العام في سورية ، ورغم مراجعة الباحث لوزارة المالية لأكثر من مرة من أجل الحصول على هذه البيانات ، إلا أنه لم يتمكن من الحصول عليها . وبما أن الدين الداخلي كان أغلبه يتم عن طريق الاقتراض من المصرف المركزي (التمويل بالعجز) وبمعدلات فائدة منخفضة نسبياً ، لذلك من المتوقع أن ترتفع تكلفة الاقتراض الداخلي عن طريق الأوراق المالية الحكومية في الفترة المقبلة على المدين المتوسط والطويل عما كانت عليه في السابق ، وذلك لأن وزارة المالية سوف تكون مضطرة إلى دفع معدلات فائدة على هذه الأوراق المالية أعلى من معدل الفائدة على سندات الخزينة التي كان تحررها في السابق لصالح مصرف سورية المركزي والذي كان يساوي ١٪ وكانت فترة الاسترداد لهذه السندات تبلغ ١٥ سنة^١ ، وهذا ما حدث فعلاً إذ أن معدل الفائدة الذي حرر على أذون الخزينة تراوح فيما بين ١٪ إلى ١,١٥٪ ، وكذلك تراوح سعر الفائدة الذي حرر على سند الخزينة تراوح فيما بين ١,٥٠٪ إلى ٢,٥٠٪ ، وسوف تضطر وزارة المالية في الفترات المقبلة إلى رفع سعر الفائدة على أذون وسندات الخزينة بشكل أكبر بحيث يقترب من سعر الفائدة السوقي ، وذلك من أجل زيادة جاذبية القرض العام وضمان نفاذ كافة إصداراته ، ومن أجل هذا الغرض أيضاً فقد قامت في المادة الرابعة من الرسوم رقم ٢٣/ بإعفاء فوائد وعوائد الأوراق المالية من ضريبة الدخل مهما كانت صفة حاملها ، وبهذا فهي تحرم الخزينة من عوائد مهمة ، وتؤدي بذلك إلى زيادة تكلفة الدين العام ، وبالتالي فإن تكلفة الدين العام سوف ترتفع في المستقبل بشكل كبير وهذا الأمر سيفرض تحديات على وزارة المالية من أجل ضمان حصول الحكومة على احتياجاتها من الأموال المقترضة مع الأخذ بعين الاعتبار ضرورة الإبقاء على تكلفة القرض العام ضمن أدنى حد ممكن على المدين المتوسط والطويل ، إلا أن هذا الارتفاع في تكلفة الدين الداخلي سيكون له أثر إيجابي على المؤشرات الكلية للمالية العامة للدولة ، حيث يؤدي ذلك إلى معرفة تكلفة الاقتراض الحقيقية التي ينبغي على وزارة المالية أخذها في الحسبان عند التخطيط للموارد والنفقات العامة ، فمن جهة ستؤدي إلى تطوير إدارة الإيراد العام إذ أنها ستدفع الحكومة إلى البحث عن موارد عامة دائمة عبر زيادة الإيرادات الضريبية قدر الإمكان حتى تقلل من اعتمادها على الاقتراض من أجل تمويل نفقاتها العامة ، ومن جهة أخرى فهي ستؤدي إلى تطوير إدارة النفقات العامة وخصوصاً المقترضة حتى تغطي

^١ السياسات المالية في سورية : د. محمد الحسين ، موقع وزارة المالية <http://www.syrianfinance.org>

تكلفتها ، وأيضاً تساهم في تحسين الرقابة على الإنفاق العام ، لأن الجهات الرقابية ستكون حينها على معرفة بمصادر الأموال المقترضة وحجمها وتكلفتها وجدولها الزمني .

المخطط رقم (١٧) : نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات



المصدر : وزارة المالية وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي للأعوام المذكورة ، هذا المخطط من إعداد الباحث

أما بالنسبة لخدمة الدين الخارجي فيتضح من المخطط رقم (١٧) أن تكلفة الدين الخارجي بالنسبة إلى الصادرات قد تراجعت بشكل ملحوظ منذ بداية عام ٢٠٠١ وهذا الأمر يرجع إلى أسباب عديدة منها انخفاض اعتماد الحكومة على الدين الخارجي منذ بداية هذا العام بالإضافة إلى إعادة جدولة معظم الديون السورية تجاه الاتحاد السوفيتي وبعض دول أوروبا الشرقية في عام ٢٠٠٦ ، وبشكل عام نلاحظ أن نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات قد انخفضت بشكل كبير منذ عام ٢٠٠٥ ، إذ انخفضت من ١٦,٦٪ من الصادرات في عام ٢٠٠٥ لتصل إلى ٧,٦٪ من الصادرات في عام ٢٠٠٩^١، وهذا الانخفاض الكبير يؤشر على تحسن في قدرة السلطات السورية على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه المقرضين الدوليين ، وبما إن السلطات السورية في أغلب الأحيان كانت تحصل على قروضها الخارجية من المؤسسات المالية العربية والأجنبية بشروط ميسرة ، فإن اللجوء في المستقبل القريب أو البعيد إلى الأسواق الدولية من أجل

^١ تقرير خبراء الصندوق حول مشاورات المادة الرابعة لعام ٢٠٠٩، صندوق النقد الدولي ٢٠١٠

الحصول على القروض الخارجية عن طريق إصدار السندات السيادية ، سوف يرفع من تكلفة خدمة القروض في المدين المتوسط والطويل بسبب ارتفاع علاوة المخاطرة ، وهذا الأمر مرده إلى ضعف تنافسية الاقتصاد السوري في الأسواق الخارجية وما سينتج عنه من تأثيرات سلبية كثيرة ستؤدي إلى إضعاف التصنيف الائتماني للسندات السيادية السورية في حال صدور ها . وبشكل عام فقد تمكنت وزارة المالية من تحقيق نجاح كبير في الحصول على الأموال عن طريق الإصدارات المختلفة من أذون وسندات الخزينة بسعر فائدة منخفض يقل بكثير عن معدل التضخم السائد والذي يساوي ٤,٧ ٪ ، كما يقل أيضا معدل الفائدة السائد في السوق ، حيث أن سعر الفائدة السائد في السوق على الإيداع يتراوح بين ٥ ٪ على الودائع قصيرة الأجل إلى ٨,٢٠ ٪ على الودائع طويلة الأجل، أما سعر الفائدة على الإقراض فهو يتراوح بين ٨ ٪ للقروض قصيرة الأجل إلى ٩,٢٠ ٪ للقروض طويلة الأجل ، وهذا الأمر يقلل من مخاوف بعض الاقتصاديين حول إمكانية أن تتحول الإصدارات المختلفة لأذون وسندات الخزينة إلى وسيلة لتوظيف السيولة الفائضة في المصارف العامة والخاصة وذلك على حساب المصلحة العامة .

الخاتمة

تقوم الحكومات المركزية و حكومات الأقاليم في أغلب الدول المتقدمة والنامية بإصدار أذون سندات الخزينة في الأسواق المالية المحلية والدولية بهدف تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة أو تمويل المشاريع التنموية المختلفة ، وتصدر الحكومات هذه الأذون والسندات بأجل قصيرة و متوسطة وطويلة الأجل بالشكل الذي يناسب احتياجاتها ، وتعتبر أذون وسندات الخزينة من أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية والنقدية نظراً لتمتعها بجاذبية كبيرة بسبب انعدام درجة المخاطرة فيها إضافة إلى سيولتها الكبيرة ، وتشكل الإصدارات المرجعية للسندات الحكومية منحى عائد مرجعي خال من المخاطرة يساهم في تسعير كافة الأصول والأدوات المالية الأخرى مما يؤدي إلى تطوير السوق المالي والنقدي ، وتعد المزادات من أهم الطرق المستخدمة وأكثرها انتشاراً في طرح الأذون والسندات الحكومية على الجمهور، تسمح بعض الدول لكافة الأطراف بالمشاركة في المزاد ، بينما يحدد بعضها الآخر المشاركة في المزاد لأطراف معينة فقط مثل المؤسسات المالية ، والمصارف ، والمتعاملين الأوليين ، وتمنع أغلبية الدول المصارف المركزية من المشاركة في مزادات الأوراق المالية الحكومية من أجل تمويل عجز الحكومة ،بينما تسمح دول أخرى للمصرف المركزي بالمشاركة في المزادات عن طريق العطاءات غير التنافسية ، وذلك لغايات إدارة السيولة ، وتلعب السندات الحكومية والأسواق التي يتم فيها تداولها دوراً مهماً للمصرف المركزي يتمثل في تطبيق السياسة النقدية عن طريق تفعيل أهم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة وهي عمليات السوق المفتوحة ، وكذلك تلعب السندات الحكومية دوراً كبيراً بالنسبة للسياسة المالية يتمثل في أنها تتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة قائماً على أسس حقيقية غير تضخمية ، كما أنها تزيد من كفاءة إدارة الدين العام ، وقد قامت السلطات الاقتصادية في سورية منذ بدء برنامج الإصلاح الاقتصادي في عام ٢٠٠٠ بإيلاء أهمية كبيرة للأوراق المالية الحكومية فقامت بإصدار العديد من المراسيم التشريعية والقوانين التي أثمرت أخيراً عن انطلاق سوق دمشق للأوراق المالية الحكومية وذلك بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١٣ ، وقد أثر غياب سوق الأوراق المالية الحكومية في سورية لفترة طويلة بشكل سلبي على السياسة النقدية تمثل في ضعف فعاليتها في تحقيق هدف استقرار الأسعار بسبب غياب عمليات السوق المفتوحة ، وكذلك أثر غياب سوق الأوراق المالية الحكومية على السياسة المالية بشكل سلبي تمثل في اعتمادها على مصادر التمويل التضخمية في تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة وذلك بسبب ضعف فعاليتها في الحصول على مصادر تمويل غير تضخمية لتغطية هذا العجز ، بالإضافة إلى ضعف فعاليتها في إدارة الدين العام .

النتائج

تبرز حاجة السلطات الاقتصادية في كل من البلدان المتقدمة والنامية لأسواق متطورة وكفوءة للأوراق المالية الحكومية من المزايا الكبيرة والمتعددة التي توفرها هذه الأسواق لاقتصاد هذه الدول بوجه عام وللسلطات النقدية والمالية بوجه خاص ، ومع بدء مشروع الإصلاح الاقتصادي في سورية من بداية عام ٢٠٠٠ تأتي أهمية إنشاء سوق متطور وكفؤ للأوراق المالية الحكومية لما لها من دور كبير في تطوير السياستين النقدية والمالية في سورية ، وانطلاقاً من هذه الأهمية فقد حاولت في هذه البحث أن أعرض هذه القضية في ثلاثة فصول رئيسية ، حيث تطرقت في الفصل الأول إلى السندات الحكومية موضحاً مفهومها وأهميتها وخصائصها والكيفية التي يتم بها إصدارها وتداولها واستهلاكها ، أما في الفصل الثاني فقد تطرقت إلى دور السندات الحكومية في تفعيل كل من السياستين النقدية والمالية موضحاً أهمية عمليات السوق المفتوحة بوصفها أهم أداة من أدوات السلطات النقدية في تطبيق السياسة النقدية ، وكذلك أهمية دور الأوراق المالية الحكومية بصفقتها أداة غير تضخمية في تمويل العجز في الموازنة العامة للدول ، بالإضافة إلى دورها في تطوير إدارة الدين العام فيها ، أما في الفصل الثالث والأخير فقد تطرقت فيه إلى دور السندات الحكومية في تفعيل كل من السياستين النقدية والمالية في سورية ، مبيناً واقع السندات الحكومية في سورية منذ صدور المراسيم والقوانين المتعلقة بإنشاء سوق للأوراق المالية الحكومية السورية ابتداء بالمرسوم التشريعي رقم ٦٠ لعام ٢٠٠٦ الذي أطلق سوق دمشق للأوراق المالية الحكومية ، وبعد ذلك بينت أثر انطلاق هذه المراسيم والقوانين على كل من السياستين النقدية والمالية في سورية مستخلصاً النتائج التي تثبت فرضيات البحث ، وأهم هذه النتائج ما يلي :

١. وجود فائض كبير من السيولة لدى القطاع المصرفي السوري وصل في عام ٢٠٠٩ إلى ٢٦٥ مليار ليرة سورية ، ويحوز القطاع العام على النصيب الأكبر من إجمالي فائض السيولة بنسبة تصل إلى ٦٤٪ منه ، بينما يحوز القطاع الخاص على ٣٦٪ من إجمالي فائض السيولة ، ويرجع وجود هذا الفائض الكبير في السيولة النقدية إلى زيادة مدخرات القطاع العائلي بشكل كبير مع عدم توافر قنوات استثمارية كافية ، بالإضافة إلى غياب أدوات السوق المفتوح التي تساعد على توظيف هذه السيولة الفائضة ، حيث أن القسم الأكبر من هذه السيولة بقي مجمداً في المصارف ، أما القسم الآخر مثل الودائع بالعملة الأجنبية فقد وظف في الخارج مع المراسلين الأجانب .

٢. كانت سورية ولا زالت كغيرها من الدول المتقدمة والنامية تعاني من استمرار العجز في الموازنة العامة للدولة ، وذلك يرجع إلى التفاوت في نسب الزيادة بين حجم كل من النفقات العامة والإيرادات العامة ، فخلال العقد الأخير نجد مثلاً أن متوسط الزيادة في النفقات العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي قدرت بـ ٢٩٪ ، بينما لم يتجاوز متوسط الزيادة في الإيرادات العامة ٢٦٪ فقط ، وهذا التفاوت في نسب الزيادة بين كل من النفقات العامة والإيرادات العامة يرجع إلى زيادة النفقات العامة من أجل القيام بأعباء التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك في ظل تراجع حجم الإيرادات العامة والذي يعود إلى أسباب كثيرة من أهمها تراجع حجم الإيرادات الضريبية بسبب قصور التشريع الضريبي وازدياد التهرب الضريبي وكثرة الإعفاءات الضريبية ، وكان من نتيجة ذلك أن لجأت الحكومة إلى تمويل القسم الأكبر من هذا العجز عن طريق الاقتراض من المصرف المركزي (التغطية بالعجز) ، مما سبب بآثار سلبية كثيرة على الاقتصاد السوري ساهمت في تعميق اختلالاته البنوية ، كارتفاع معدلات التضخم وتراجع النمو الاقتصادي ، وازدياد الفروقات بين الطبقات الاجتماعية وارتفاع نسبة البطالة .

٣. يمكن اعتبار غياب أسواق المال والنقد حتى فترة قريبة من أهم السمات المميزة للاقتصاد السوري خلال القعود الأخيرة ، لما لهذه الأسواق وخصوصاً سوق الأوراق المالية الحكومية من تأثيرات كبيرة على تطور البنيان الاقتصادي ككل بشكل عام ، وعلى تطور السياستين النقدية والمالية بشكل خاص ، وبهذا نجد أن غياب سوق الأوراق المالية الحكومية كان له انعكاسات سلبية كبيرة على كل من هاتين السياستين ، وأهم هذه الانعكاسات تجلت فيما يلي :

أولاً : بالنسبة للسياسة النقدية

١. إن غياب سوق الأوراق المالية الحكومية ساهم في حرمان السياسة النقدية من أهم أدواتها غير المباشرة وهي عمليات السوق المفتوحة ، والتي تمكن السلطات النقدية من تحقيق أفضل إدارة ممكنة للسيولة النقدية بشكل يؤدي إلى انجاز أهدافها النهائية المختلفة وخصوصاً هدف استقرار الأسعار ، وقد ساهم ذلك في اعتماد السلطات النقدية على أسلوب التوجيه المركزي في إدارة السياسة النقدية ، مما أدى إلى سيطرة العوامل الإدارية في تحديد متغيرات الوضع النقدي ، واستمرار ثباتها لفترات طويلة ، وتحديد مستوياتها بشكل لا ينسجم مع السياسات الاقتصادية الموضوعية والوضع الاقتصادي السائد حينها ، كل ذلك أدى إلى عدم فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها النهائية ، واستمرار تبعيتها للسياسة المالية .

٢. إن غياب سوق الأوراق المالية الحكومية ساهم في حرمان النظام المصرفي من أداة هامة تسمح بزيادة معدل الادخار فيه ، وخلق سوق ما بين المصارف ، وتعزز كفاءة إدارة السيولة فيه ، وترفع من درجة تطوره المالي ، ونتج عن ذلك إضعاف دور النظام المصرفي في تقديم الائتمان ، إذ اقتصر دوره على تقديم التسهيلات القصيرة والمتوسطة الأجل ، والتي كانت على الأغلب موجهة للقطاع العام على حساب القطاع الخاص ، مما ساهم في تراجع نمو الاستثمار الخاص ، وتوجيه الاستثمار نحو نشاطات هامشية لا تحقق قيمة مضافة كبيرة ، مما ساهم في تراجع النمو الاقتصادي .

ثانيا : بالنسبة للسياسة المالية

إن غياب سوق الأوراق المالية الحكومية ساهم في حرمان السلطات المالية من أداة هامة تساعد على توفير مصادر حقيقية غير تضخمية لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة وهي الأوراق المالية الحكومية ، مما أجبر السلطات المالية على تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة عن طريق الاقتراض من المصرف المركزي (التغطية بالعجز) ، بالإضافة إلى حرمان السلطات المالية من أداة تساهم في زيادة كفاءة إدارة الدين العام ، فنتج عن ذلك ضعف في إدارة الدين العام ، نتج عنه تشابك إدارة الدين العام بين وزارة المالية والمصرف المركزي والمؤسسات الاقتصادية والجهات العامة الأخرى ، مما أدى إلى تفاقم مشكلة الدين العام ، كل ذلك ساهم في عدم فعالية السياسة المالية في تعبئة الموارد المالية غير التضخمية الكافية من أجل تلبية حاجات الإنفاق المتزايدة ، وهذا الأمر - في ظل لجوء وزارة المالية إلى المصادر التضخمية لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة - نتج عنه آثار اقتصادية واجتماعية سلبية عانى منها الاقتصاد لفترات طويلة ولا زال يعاني منها حتى الآن .

التوصيات

لقد أظهرت الدراسات التجريبية التي أجريت على العديد من البلدان النامية ومنها مصر^١ ، أن إنشاء وتطوير سوق كفو للأوراق المالية الحكومية أدى إلى تحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي وتفعيل وتطوير كل من السياستين النقدية والمالية فيها. ولكي تتمكن السلطات الاقتصادية السورية كغيرها من البلدان النامية من الاستفادة من المنافع الناجمة عن خلق وتطوير سوق للأوراق المالية الحكومية ، يجب عليها أن تسعى إلى زيادة كفاءة هذا السوق ، ولتحقيق ذلك ، يجب عليها القيام بعدد من الإجراءات والخطوات الهامة ، ومنها على سبيل المثال :

١. إرساء الإطار التشريعي والقانوني الملئم فيما يخص اقتراض الحكومة وإصدارها للأوراق المالية ، الذي يعزز شفافية عمليات التمويل الحكومي ، ويؤكد الالتزام بآلية السوق في توفير هذا التمويل .

٢. الفصل بين السياسة النقدية وإدارة الدين العام ، مع إرساء الإطار المؤسسي المناسب فيما يخص إدارة الدين ، وتحديد الأهداف والصلاحيات والمسؤوليات بوضوح في هذا الشأن .

٣. تحسين إدارة التدفقات النقدية الحكومية، وذلك عن طريق توحيد أو دمج حسابات مختلف جهات القطاع العام (دمجها في حساب واحد)، واعتماد مستوى لهذا الحساب لدى السلطات النقدية والارتقاء بقدرات التنبؤ بالتدفقات النقدية للحكومة ، وخلق آلية فعالة للتنسيق وتبادل المعلومات بين السلطات النقدية والسلطات المالية بشأن الحركة على حسابات الحكومة بشكل يومي ومستمر ، بما يساهم في تحسين قدرة السلطات النقدية على تقدير احتياجات الحكومة من السيولة .

٤. دراسة تأثير عمليات السلطات النقدية ، على السوق بين المصارف والسوق النقدية ، والعمل على تصميم هذه الأدوات والعمليات بما يساهم في تنشيط هذه الأسواق .

٥. اختيار نمط السندات أو الأدوات المصدرة الأكثر بساطة ونموذجية وقبولا من المستثمرين (مثل السندات الإسلامية) ، وذات آجال الاستحقاق المعروفة ، مع السعي في حالة وجود إصدارات متعددة وصغيرة لدمج هذه الإصدارات ، مما يساعد على خلق إصدارات مرجعية .

٦. إرساء الإطار الإشرافي والرقابي المناسب على أنشطة وفعالية السوق الثانوية بشكل متوازن ، يعزز من الممارسات السليمة وخصوصا على صعيد الإفصاح والشفافية ، ولا يؤدي إلى إعاقة تطور السوق .

٧. اختيار القنوات الكفوءة والسليمة لطرح السندات الحكومية في السوق الأولي ، بعد دراسة البدائل الممكنة من حيث أساليب الإصدار (المزادات) ودورية الطرح وفترات الاستحقاق ، وذلك

^١ انظر في الملاحق : أثر إحداث سوق الأوراق المالية الحكومية في مصر على السياستين المالية والنقدية

على ضوء قاعدة المستثمرين المتوفرة ، وطبيعة النظام المالي و المصرفي الموجود ، بما يساهم في تعزيز التنافس ، ودراسة إمكانية استخدام نظام الوسطاء الأوليين ، وإمكانية استخدام التقنية الحديثة في عملية الطرح .

٨. تحسين الشفافية في عملية إصدار السندات الحكومية ، مثل اعتماد برنامج مسبق ومعلن للإصدارات وزيادة الإفصاح حول عمليات تمويل الحكومة ونتائج المزادات .

٩. اعتماد إجراءات وترتيبات منظمة لتداول السندات الحكومية ، بما ينسجم مع حجم السوق وطبيعة المتعاملين ، والسعي لاستخدام أنظمة الكترونية للتداول، كذلك تطوير أنظمة المقاصة والتسوية المرتبطة بالسندات الحكومية ، ويشمل ذلك اعتماد نظام موثوق للحفظ المركزي(يلغي التعامل الورقي) وإجراءات تسوية قائمة على الدفع مقابل التسليم في نفس اليوم .

١٠. تشجيع العمل باتفاقيات إعادة الشراء في السوق بين المصارف وعمليات السلطات النقدية ، باستخدام السندات الحكومية ، والسعي تدريجيا عند تطور السوق للسماح بالبيع القصير وعمليات إقراض واقتراض الأوراق المالية .

١١. إزالة كافة القيود التي تعيق الاستثمار في السندات الحكومية ، وعلى وجه الخصوص فيما يتعلق بالمستثمر المؤسسي ، مثل مؤسسات الادخار التعاقدية وصناديق الاستثمار وشركات التأمين ، ويتطلب ذلك إجراء إصلاحات واسعة مرتبطة بهذه المؤسسات تعزز العمل بمفاهيم الإدارة السليمة للمخاطر ، كذلك يتعين دراسة أفضل السبل لتشجيع المستثمرين الأفراد .

١٢. دراسة ووضع القواعد اللازمة من أجل تشجيع المستثمرين الأجانب على الاستثمار في سوق السندات الحكومية .

١٣. تشجيع وظيفة صناعة السوق عبر الوسطاء الأوليين ، وتشجيع قيام سوق بين الوسطاء .

١٤. السعي لدراسة المعاملة الضريبية على الاستثمار واقتناء السندات الحكومية ، بما يخلق الحوافز على الاستثمار بهذه السندات ، ويحقق التوازن في المعاملة الضريبية مع بقية الأدوات المالية والاستثمارية .

ولكي تتمكن السلطات المالية والنقدية من تحقيق غايتها من هذه الخطوات والإجراءات يجب عليها أن توفر بيئة اقتصادية ومالية سليمة ، وتلعب السياسات المالية والنقدية الاستقرارية ، وسلامة وكفاءة القطاع المصرفي ، وتحرير القطاع المالي ، دورا مهما في هذا المجال ، فتواجد معدلات تضخم منخفضة ، ومعدلات فائدة تتحرك وفق قوى السوق ، وأسعار صرف واقعية ومستقرة ، وغياب أي صيغ احتكارية للمصادر التمويلية أو قيود على انتقال رؤوس الأموال ، يساعد السلطات على خفض تكاليف طرح أوراقها المالية وتوسيع إصداراتها ، و وكذلك يساعدها على تحقيق إدارة أفضل للسيولة النقدية لديها .

الملاحق

أثر إحداث سوق الأوراق المالية الحكومية في مصر على السياستين النقدية والمالية

مع بداية عام ١٩٩١ بدأت السلطات الاقتصادية في مصر بتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي كان يهدف إلى النهوض باقتصادها ووضعها على مسار النمو المرتفع الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق الارتفاع الدائم بمستويات المعيشة ، وقامت السلطات المالية والنقدية بإدخال العديد من الإصلاحات على السياستين المالية والنقدية ، وكان إنشاء سوق مصر للأوراق المالية الحكومية يعد من أهم هذه الإصلاحات ، حيث ساعد على تطوير السياستين المالية والنقدية .

١. أثر إحداث سوق الأوراق الحكومية على السياسة النقدية

لقد رأى الاقتصاديون في بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي من أجل تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية وهو العمل على تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار ، أن المتغير الذي يتم الاتفاق عليه كهدف تشغيلي للسياسة النقدية لا بد أن يكون هو المتغير الذي يمكن التأثير فيه بصورة سريعة ومباشرة ويمكن التحكم في اتجاهاته ، و يرتبط بالمتغيرات الأخرى التي تهتم بها السياسة النقدية، لذلك اختار المصرف المركزي المصري فوائض احتياطيات المصارف المقررة قانونا والمحتفظ بها لدى المصرف المركزي المصري لتكون الهدف التشغيلي للسياسة النقدية في مصر ، واستخدمت إصدارات أدون الخزانة في امتصاص هذه الفوائض ، حيث بدأ المصرف المركزي بالتدخل في سوق الأوراق الحكومية الثانوي في عام ١٩٩٣ بأسلوب اتفاقات إعادة الشراء وبأسلوب التجريب والذي لم يكن الإقبال عليه كبيرا في البداية ، ونشطت اتفاقات إعادة الشراء إلى حد ما عام ١٩٩٦ ثم استخدمت بكثافة ابتداء من عام ١٩٩٧ ، حيث تراوح عدد العمليات الأسبوعية ما بين عملية واحدة وأربع عمليات، وتراوحت آجالها بين ٣-١٤ يوما . واستحدث في عام ٢٠٠١ نظام يسمح للمصارف وفقا لضوابط معينة بإجراء عمليات إعادة شراء لأدون الخزانة لمدة يوم واحد وفقا لسعر الإقراض والخصم المعلن من المصرف المركزي ، كما استخدم المصرف المركزي في مصر عمليات إعادة خصم أدون الخزانة لديه حتى أجل الاستحقاق كأداة هامة لتوفير التمويل اللازم للبنوك في الحالات الطارئة ، وقد تم ربط سعر الخصم الذي يحدده المصرف باتجاهات أسعار الفائدة على أدون الخزانة العامة لمدة ٩١ يوما، بحيث أصبح تغير سعر الفائدة الوسطى لهذه الأدون مؤشرا لتغير سعر الخصم المعلن ، ومورست هذه السياسة بنجاح خلال السنوات الأولى لتطبيق برنامج الإصلاح ، وكان لهذه الإجراءات دوراً كبيراً في نجاح السلطات النقدية في السيطرة على معدلات نمو السيولة المحلية

، إذ نجحت إلى حد كبير ليس فقط في الحد من معدلات التضخم المرتفعة، ولكن أيضا في خفضه إلى معدلات متدنية للغاية ، وهو ما يوضح أن السياسة النقدية في سنوات الإصلاح، وباستخدام الأدوات غير المباشرة ، نجحت في تحقيق هدف استقرار الأسعار . كما أدى استخدام مبيعات أدون الخزنة العامة وبأسعار الفائدة المرتفعة إلى تدفق النقد الأجنبي من الخارج، وإلى تحول المدخرين بالنقد الأجنبي في مصر إلى الادخار بالعملة الوطنية فزاد حجم النقد الأجنبي ورؤوس الأموال الأجنبية المعروضة في سوق الصرف الأجنبي ، فقللت بذلك من حجم الدولار الكبيرة التي كانت تولد ضغطا كبيرا على سعر الصرف قبل بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي ، وساعدت السلطات النقدية بعد تحرير سوق الصرف أثناء برنامج الإصلاح الاقتصادي في الحفاظ على استقرار سعر صرف الجنيه المصري . كما كان لإصدار أدون وسندات الخزينة والتي تحملت الموازنة العامة تكلفة إصدارها دورا رئيسيا في الحفاظ على سلامة النظام المصرفي ، إذ أنه منذ بدء إصدار أدون الخزينة في عام ١٩٩١، قامت المصارف التجارية بشراء الجزء الأكبر منها (حوالي ٧٧٪ في عام ١٩٩١ ، و ٨٨٪ في عام ١٩٩٦) ، وقد ارتفع ما تملكه المصارف من أوراق مالية من ٣٪ في نهاية عام ١٩٩١ إلى ٢٣٪ في عام ١٩٩٣ ، وارتفع الإيراد الناشئ من ملكية أدون الخزينة من ٠,٩ مليار جنية في عام ١٩٩١ إلى ٣,٩٩ مليار جنية في عام ١٩٩٣، وكان هذا الإيراد معفى من الضرائب ، مما مكن المصارف من تحقيق إدارة أفضل للسيولة لديها ، وتطوير السوق المصرفية البيئية ، وهذا الأمر انعكس بشكل ايجابي على ربحية المصارف وعمق العمل المصرفي ^١.

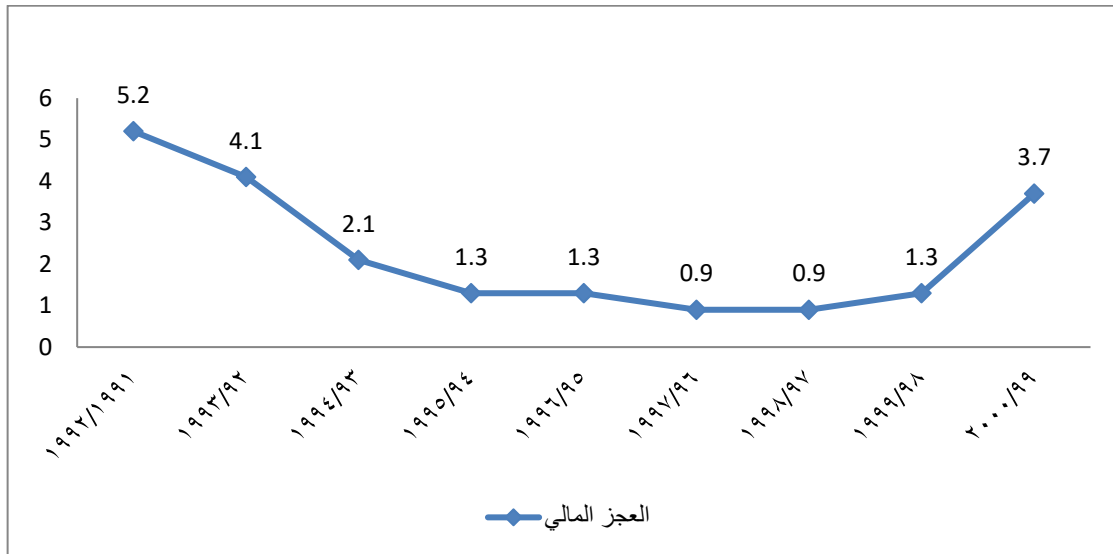
^١ أبو العيون، محمود : تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية ، ٢٠٠٣، المركز المصري للدراسات الاقتصادية .

٢. أثر إحداء سوق الأوراق الحكومية على المالية العامة

١,٢. العجز المالي

لقد كانت الاقتصاد المصري يعاني من عجز مالي كبير حتى عام ١٩٩١، فقد بلغ متوسط التضخم خلال الفترة من ١٩٨٠ إلى ١٩٨٩ ما يقرب من ٢٠ % كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، جزء من هذا العجز كان يمول بالاقتراض من الخارج مما ولد ضغوطا على سعر صرف الجنيه المصري ، وقد مول الجزء الثاني بالاقتراض الداخلي ، أما الجزء الباقي فقد مول بالاقتراض من المصرف المركزي عن طريق الإصدار النقدي والكبح المالي ^١ . ومع بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي في عام ١٩٩٠ الذي قام بتحديد هدف بارز تمثل في خفض العجز في المالي من ١٥ % (من الناتج المحلي الإجمالي) في عام ١٩٩١ إلى ٠,٩ % (من الناتج المحلي الإجمالي) في عام ١٩٩٧ ^٢ . وقد نجح برنامج التثبيت في تحقيق هذا الهدف إذ تراجع العجز المالي إلى ١٥ % من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩١ ، واستمر في الانخفاض حتى بلغ في عام ١٩٩٨ ما يقرب من ١ % من الناتج المحلي الإجمالي ^٣ . المخطط رقم (١٨)

المخطط رقم (١٨) : تطور معدلات العجز المالي (% من الناتج المحلي الإجمالي GDP)

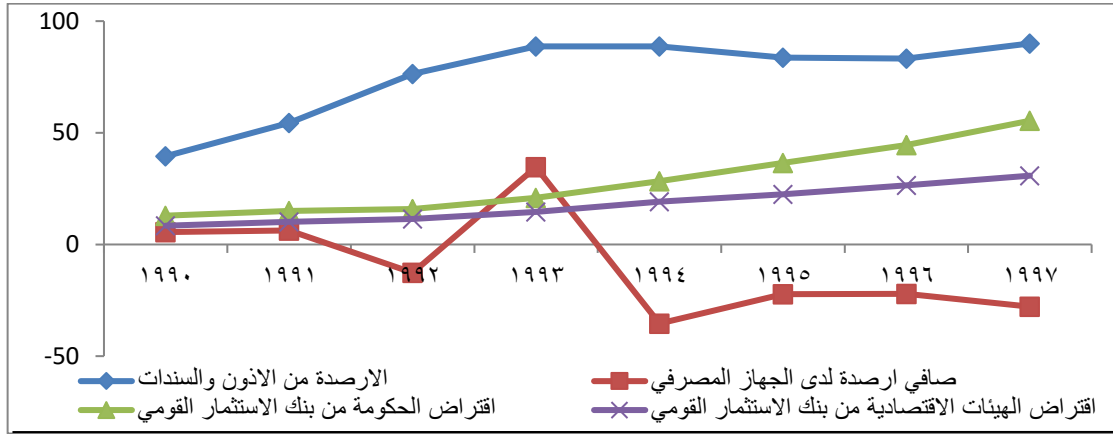


المصدر : موقع المصرف المركزي المصري <http://www.cbe.org.eg> ، هذا المخطط من إعداد الباحث

¹ Hinh T. Dinh and Marcelo Giugale : Inflation Tax and Deficit Financing in Egypt, The World Bank, May 1991

² Pedro Alba, Sherine Al-Shawarby and Farrukh Iqbal : Fiscal and Public Debt Sustainability In Egypt, Social and Economic Development Group Middle East And North Africa Region, September 2004, p7

³ Khaled A. Hussein and Ahmed Nos'hy : What caused the liquidity crisis in Egypt? University of Kent at Canterbury, U.K -World Bank , 2001, p 5



المصدر : موقع المصرف المركزي المصري <http://www.cbe.org.eg> ، هذا المخطط من إعداد الباحث

ونلاحظ من المخطط رقم (١٩) : أن الحكومة المصرية قد قللت من اعتمادها على الاقتراض من المصرف المركزي ، حيث أن رصيد الحكومة لدى المصرف المركزي قد شهد تراجعاً كبيراً بعد عام ١٩٩١ ، وقد كان الرصيد سالباً حتى عام ١٩٩٧ ما عدا عام ١٩٩٣ . وعوضاً عن ذلك فقد اعتمدت الحكومة المصرية بشكل متزايد منذ بدء برنامج الإصلاح الاقتصادي على تمويل العجز في الموازنة العامة المصرية على مصادر تمويل حقيقية غير تضخمية وهي الأذون والسندات الحكومية الصادرة عن وزارة المالية ، حيث نلاحظ نمو مستمر للرصيد القائم من الأذون والسندات الحكومية منذ عام ١٩٩٠ حتى عام ١٩٩٤ مع تراجع بسيط في عامي ١٩٩٥-١٩٩٦ ثم عاود الرصيد بعدها بالارتفاع ، وكان لهذا الجهد أثر إيجابي كبير على الاقتصاد المصري إذ ساهم (بالإضافة إلى المحددات النقدية) في انخفاض معدل التضخم مما يقرب من ٢١٪ في ١٩٩٢/١٩٩١ إلى ٧,١٪ في ١٩٩٦/١٩٩٥ .

٢,٢ . الدين العام

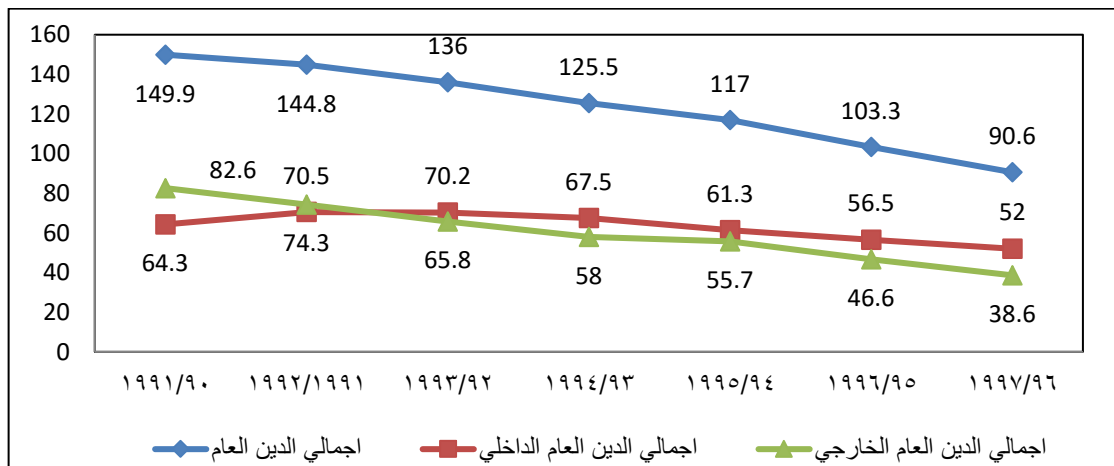
لقد بلغ الدين الخارجي قبل بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي ما يقرب من ٤٣ مليار دولار ، وهو يشكل ١٥١٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، وبلغت خدمة هذا الدين ما يقارب ٤٥٪ من الصادرات^١ . أما الدين المحلي فقد أدى العجز المستمر في الموازنة العامة للدولة إلى دفع المصرف المركزي المصري إلى توفير التمويل اللازم عن طريق إصدارات نقدية متتالية وارتفع النقد المصدر نتيجة لذلك من ٠,٥ مليار جنيه مصري في عام ١٩٧٠ إلى ٦,٣ مليار جنيه مصري في عام ١٩٨٣ ، مما ولد ضغوطاً على سعر صرف الجنيه المصري ومعدل

¹ Ali A. Bolbol, Ayten Fatheldin, Mohammed M. Omran: Financial development, structure, and economic growth: the case of Egypt, 1974–2002, Research in International Business and Finance 2004

التضخم^١ ، وقد ارتفع رصيد الدين الداخلي من ١٠,٨ مليار جنيه مصري في عام ١٩٨٠ إلى ما يقرب من ٦٤,٣ مليار جنيه في عام ١٩٩٠ ، أي تضاعف بمقدار ٦ مرات تقريباً .

ومع بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر فقد قامت السلطات الاقتصادية بإجراء عدة تصحيحات في مجال تطوير إدارة الدين العام في مصر ، فقد حدد هدف إدارة الدين العام بتوفير التمويل للقطاع الحكومي على المدى المتوسط والطويل بأقل تكلفة ممكنة ، مع الأخذ بعين الاعتبار بالمخاطر المحتملة ، وقد حقق برنامج التثبيت نجاحات هامة في مجال تخفيض كل من الدين العام المحلي والخارجي وتخفيض خدمة هذا الدين ، فقد انخفض حجم الدين العام ١٤٩,٩ % من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٠ إلى ما يقرب من ٩٠,٦ % من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٧ ، ويعود هذا الانخفاض الكبير في حجم الدين العام إلى الانخفاض الكبير في حجم الدين الخارجي ، إذ انخفض مما يقرب من ٨٢,٦ % من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٠ إلى ما يقرب من ٣٨,٦ % من الناتج المحلي الإجمالي في عام ١٩٩٧ ، أما الدين العام المحلي فقد حافظ على استقرار نسبي ، إذ ارتفع في بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي بسبب إصدار أذون الخزانة ، حيث بلغ في عام ١٩٩٣ ما يقرب من ٧٠,٢ % من الناتج المحلي الإجمالي ، ثم انخفض بعد ذلك حتى وصل في عام ١٩٩٧ إلى ما يقرب من ٥٢ % من الناتج المحلي الإجمالي ، ويعود هذا الانخفاض في حجم الدين المحلي إلى توقف الحكومة المصرية عن الاقتراض من المصرف المركزي المصري من أجل تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة ، حيث لجأت إلى إصدار أذون الخزانة وسندات الخزانة كمصدر تمويلي بديل عن الاقتراض من المصرف المركزي . المخطط رقم (٢٠)

المخطط رقم (٢٠) : تطور الدين العام (% من الناتج المحلي الإجمالي)

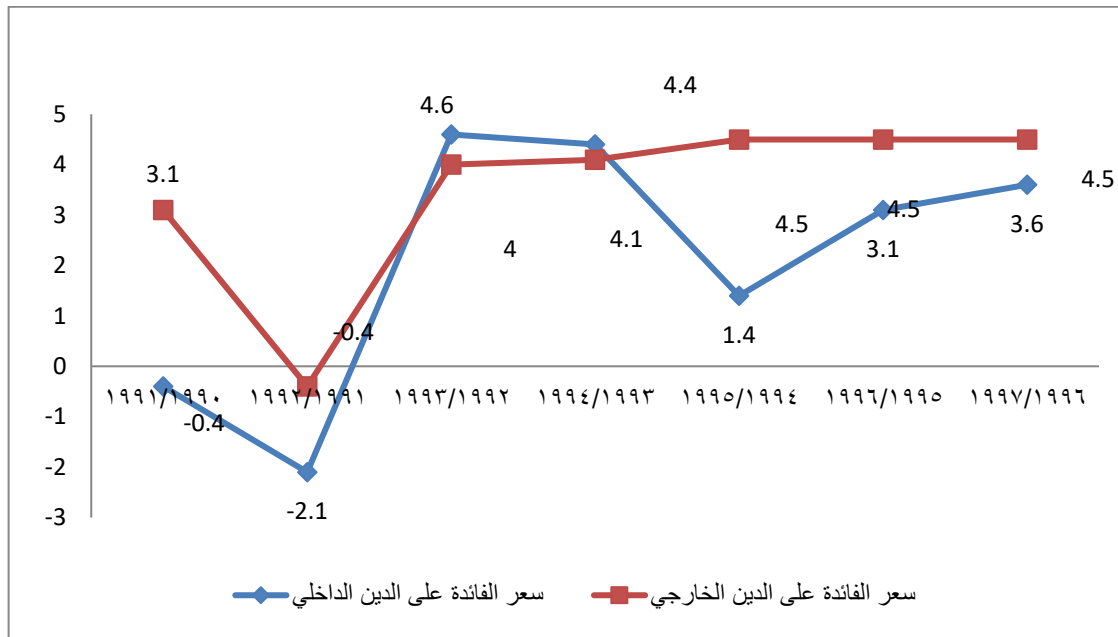


المصدر : موقع المصرف المركزي المصري <http://www.cbe.org.eg> ، هذا المخطط من إعداد الباحث

^١ صندوق النقد العربي "معهد السياسات الاقتصادية" : سياسة إدارة الدين العام في البلدان العربية . ص ١٥٩

أما بالنسبة لأعباء خدمة الدين العام ، فقد حقق برنامج الإصلاح الاقتصادي أيضا نجاحات كبيرة في تخفيض أعباء الدين العام ولا سيما الدين الخارجي ، إذ انخفض عبء الدين العام الخارجي من ٢٧٥٠,٣ مليون دولار أمريكي في عام ١٩٩٢/١٩٩١ ، ويشكل حوالي ٢٠,٨٪ من الصادرات من السلع والخدمات ، إلى ما يقرب من ٢٠٤١,١ مليون دولار أمريكي ، ويشكل حوالي ١٣,٦٪ من الصادرات من السلع والخدمات ، ووصلت خدمة الدين في عام ٢٠٠٠ ما يعادل ١٠٠٠,٣ مليون دولار أمريكي ، وتشكل ٤,٤٪ من الصادرات من السلع والخدمات ، أي انخفاض عبء الدين بمقدار ٦٤ ٪ . أما خدمة الدين العام الداخلي فقد شهدت ارتفاعا ملحوظا في بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي ، وذلك لان الحكومة المصرية كانت قبل تطبيق برنامج الإصلاح تحصل على قروض ميسرة بفوائد تفضيلية من الجهاز المصرفي المصري لتمويل العجز المالي والبرامج التنموية ، ومع بداية برنامج الإصلاح ، وتقليل الحكومة من الاقتراض من القطاع المصرفي بعد إصدار الأذون والسندات الحكومية ، فقد ارتفع عبء الدين الداخلي في بداية التثبيت نظرا لان الحكومة المصرية رفعت أسعار الفائدة على الأوراق الحكومية المصدرة وأعفت عائداتها من الضرائب لتشجيع المستثمرين على الاكتتاب بالأوراق المالية الحكومية ، فارتفع بذلك العبء الذي تحمته الحكومة للدين العام الداخلي حتى عام ٢٠٠٥ حيث شهد بعده استقرار ملحوظا ومن ثم بدأ بالانخفاض . المخطط رقم (٢١)

المخطط رقم (٢١) : تطور سعر الفائدة على الدين المحلي والخارجي



المصدر : موقع المصرف المركزي المصري <http://www.cbe.org.eg>، هذا المخطط من إعداد الباحث

مراجع البحث

أولاً: الكتب باللغة العربية

١. المعجم الوسيط ، مجمع اللغة العربية ، الطبعة الثالثة ، القاهرة ١٩٨٥
٢. د. الناقة ، احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية . مؤسسة شباب الجامعة . إسكندرية ١٩٩٨
٣. د. الحناوي ، محمد صالح ، د. العبد ، جلال إبراهيم: بورصة الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق) . الدار الجامعية . الإسكندرية ٢٠٠٥
٤. د. الحناوي ، محمد صالح: تحليل وتقييم الأسهم والسندات . الدار الجامعية . الإسكندرية ٢٠٠٨
٥. د. حنفي ، عبد الغفار: الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم – سندات – وثائق الاستثمار) . الدار الجامعية . الإسكندرية ٢٠٠٦-٢٠٠٧
٦. د. ملاك ، وسام: البورصات والأسواق المالية العالمية . بيروت . دار المنهل اللبناني . الطبعة الأولى ٢٠٠٣
٧. د. أندراوس ، عاطف ولیم: أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها) . الإسكندرية . دار الفكر الجامعي ٢٠٠٦
٨. د. خريوش ، حسن علي ، د. أرشيد ، عبد المعطي رضا: الأسواق المالية . عمان . دار زهران ١٩٩٨
٩. د. الحناوي ، محمد صالح: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " مع إشارة خاصة لسوق الأوراق المالية المصرية " . الإسكندرية . الدار الجامعية ١٩٩٦
١٠. د. المهاني ، محمد خالد ، د. الجشي ، خالد الخطيب: المالية العامة والتشريع الضريبي . منشورات جامعة دمشق ٢٠٠٠
١١. كويل ، برايان: السندات الحكومية . القاهرة . دار الفاروق . الطبعة الأولى ٢٠٠٦

١٢. د. هندي، منير إبراهيم: إدارة المنشآت المالية وأسواق المال . الإسكندرية . مركز الدلتا للطباعة . طبعة ٢٠٠٦
١٣. د. هندي، منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال . الإسكندرية . منشأة المعارف 1997
١٤. د. حنفي، عبد الغفار ، د. قرياقص ، رسمية: أسواق المال وتمويل المشروعات . الإسكندرية . الدار الجامعية ٢٠٠٥
١٥. د. الحناوي، محمد صالح ، د. مصطفى، نهال فريد، د. جلال، العبد: تقييم الأسهم والسندات " مدخل الهندسة المالية " . الإسكندرية . المكتب الجامعي الحديث ٢٠٠٧
١٦. د. الحناوي، محمد صالح ، د. مصطفى، نهال فريد ، د. إسماعيل، السيدة عبد الفتاح ، د. السيد الصيفي : الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر . الإسكندرية . المكتب الجامعي الحديث ٢٠٠٧
١٧. د. حسن، أمين عبد العزيز: الأسواق المالية . القاهرة . دار قباء الحديثة ٢٠٠٧
١٨. د. عبد التواب، محمد حلمي: البورصة المصرية والبورصات العالمية (آلية عملها – الرقابة عليها – الربط بين البورصات) . القاهرة . مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر ٢٠٠٤
١٩. د. هارون، محمد صبري: أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) . الأردن . دار النفائس . الطبعة الأولى ١٩٩٩
٢٠. د. عبيد الناصر، ناصر: المالية العامة . دمشق . مطبعة الداودي ١٩٩٧-١٩٩٨
٢١. د. عدلي ناشد، سوزي: المالية العامة (النفقات العامة – الإيرادات العامة – الميزانية العامة) . بيروت . منشورات الحلبي الحقوقية ٢٠٠٣
٢٢. د. كنعان ، علي: الأسواق المالية . دمشق . جامعة دمشق ٢٠٠٨ – ٢٠٠٩
٢٣. د. دويدار ، محمد: مبادئ الاقتصاد السياسي . الجزء الرابع . منشورات الحلبي الجامعية . بيروت . الطبعة الأولى ٢٠٠١
٢٤. د. عجام ، ميثم: التمويل الدولي . زهران للنشر . عمان ٢٠٠٦

٢٥. د. الشعار ،نضال: الأسواق المالية وأدواتها " البورصة " . حلب . دار الضاد . الطبعة الثانية ٢٠٠٢
٢٦. د. فليح ،حسن خلف : الأسواق المالية والنقدية . جدارا للكتاب العالمي – عمان . عالم الكتاب الحديث – إربد . ٢٠٠٦
٢٧. بني هاني ، حسين: الأسواق المالية (طبيعتها – تنظيمها – أدواتها المشتقة) ، دار الكندي ، اربد 2002
٢٨. محفوظ ، جبار : الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية ، 2002
٢٩. عبد الجواد ،محمد عوض ، د. الشديغات ،علي إبراهيم: الاستثمار في البورصة " أسهم – سندات – أوراق مالية " ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الاولى 2006
٣٠. الشواور ، فيصل محمود : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) ، دار وائل للنشر، عمان ، الطبعة الأولى 2008
٣١. د. كنجو كنجو ، د. شيخا ،أيمن ، القائم بالأعمال . مروان رشيد: الأسواق المالية ، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية 2005
٣٢. د. سيجل، باري : النقود والبنوك والاقتصاد (وجهة نظر النقديين) . الرياض . دار المريخ ١٩٨٧
٣٣. برنية ،محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية . صندوق النقد العربي . أبو ظبي 2004
٣٤. صندوق النقد العربي "معهد السياسات الاقتصادية" : سياسة إدارة الدين العام في البلدان العربية . أبو ظبي 1998
٣٥. د.كنعان ،علي : النظام النقدي والمصرفي السوري "مشكلاته واتجاهات إصلاحه" ، دار الرضا للنشر ،دمشق ، الطبعة الأولى ٢٠٠٠
٣٦. د.جمعة،محمد صالح : السياسة النقدية في سورية وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٠ ، دار الرضا للنشر ،دمشق، الطبعة الأولى ٢٠٠٥
٣٧. عشي ،جورج : النظام النقدي في سورية ،مطبعة جامعة دمشق ، الطبعة الثالثة ١٩٥٩

٣٨. د.السيوفي،قحطان : السياسة المالية في سورية (أدواتها - دورها الاقتصادي) ، منشورات
وزارة الثقافة ، دمشق ٢٠٠٨

٣٩. فوزي ،عبد المنعم : المالية العامة والسياسة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت ١٩٧٢

٤٠. خلف،فليح حسن : المالية العامة ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ٢٠٠٨

ثانياً : الرسائل الجامعية

١. صندوق،عفيف عبد الكريم : دور السياسة المالية في تحقيق التوازن الاقتصادي مع إشارة خاصة إلى الجمهورية العربية السورية ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ٢٠٠٠
٢. السمارة ،مؤيد: متغيرات السياسة النقدية وأثرها في استقرار دالة الطلب على النقد " الاقتصاد السوري دراسة تحليلية " . بحث مقدم لنيل الماجستير ، إشراف الدكتور : أديب ميالة . جامعة دمشق ٢٠٠٨
٣. الشريف،رزان رجاء الدين بك : السياسة النقدية في ضوء المتغيرات الاقتصادية المعاصرة في الاقتصاد السوري . بحث مقدم لنيل الماجستير . إشراف الدكتور : عبد الرزاق حساني . جامعة دمشق ٢٠٠٧
٤. البرغوثي ،عروبة : النفقات العامة في سورية من حيث مصادر تمويلها وأثرها على المتغيرات الكلية في الاقتصاد السوري (دراسة تحليلية) ، بحث مقدم لنيل الدكتوراه ، إشراف الدكتور : عصام خوري ، جامعة دمشق ٢٠٠٨
٥. هاشم،محمد عبدالله : تطوير دور مصرف سورية المركزي لرفع كفاءة محاسبة الدين العام . بحث مقدم لنيل الماجستير . إشراف : الدكتور: حسن القاضي و الدكتور : ضوان العمار . جامعة تشرين ٢٠٠٣
٦. عنقة،محمد جميل : عجز الموازنة العامة في سورية وأثره في ارتفاع الأسعار وإعادة توزيع الدخل خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠٠٨). بحث مقدم لنيل درجة الماجستير ، إشراف الدكتور : الياس نجمة ، جامعة دمشق ٢٠١٠

ثالثاً : البحوث والتقارير والإحصائيات والمراسيم والقوانين

١. الشوم ،محمود: أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي . دمشق . مجلة عالم المال . العدد ٧ . حزيران ٢٠٠٧
٢. الشوم ،محمود: أهمية إصدار سندات الخزينة وتسديد الدين العام " في إطار إصلاح المالية العامة في سورية " . دمشق . مجلة عالم المال . العدد ٣ - ٢٠٠٧
٣. الكعدي ،دانيال: السندات وأنواعها . دمشق . مجلة عالم المال . العدد ٧. حزيران ٢٠٠٧
٤. الميداني ،محمد أيمن عزت: تطوير أسواق الرأسمال في سورية ، جمعية الثلاثاء الاقتصادية ، 2002
٥. د. بدوي ،محمد عبد المطلب: التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية . مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات . دبي . جامعة الإمارات العربية المتحدة 2007
٦. المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام : أعدها خبراء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ٢٠٠١
٧. التطورات النقدية في سورية خلال شهر كانون الأول ٢٠٠٩ : مصرف سورية المركزي
٨. الخطة الخمسية العاشرة ٢٠٠٦-٢٠١٠ ، هيئة تخطيط الدولة .
٩. د.كنعان ،علي : العجز المالي : تطوره ، إدارته ، أسبابه ونتائجه ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية ، دمشق ١٩٩٥
١٠. د.نجمة ، الياس : السياسة المالية في سورية ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية ، دمشق ٢٠٠٣
١١. أبو العيون ،محمود : تطورات السياسة النقدية في جمهورية مصر العربية والتوجهات المستقبلية ، ٢٠٠٣ ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية
١٢. الميداني ،محمد أيمن عزت: أداء وموقع المصارف الخاصة في النظام المصرفي السوري ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية ، دمشق ٢٠١٠
١٣. امانيان ،أرفند سوبر: تجربة التثبيت في مصر ، ١٩٩٧ ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية
١٤. مصرف سورية المركزي : النشرات الربعية للأعوام من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠٠٩

١٥. البنك المركزي المصري : المجلة الاقتصادية ، القاهرة ، للأعوام من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٠ .
١٦. تقرير خبراء الصندوق حول مشاورات المادة الرابعة مع الجمهورية العربية السورية للأعوام ٢٠٠٥ - ٢٠٠٦ - ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩ . صندوق النقد الدولي
١٧. المرسوم التشريعي رقم ٦٠ / الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/١
١٨. قانون النقد الأساسي رقم ٢٣ / الصادر بتاريخ ٢٠٠٢/٣/١٧
١٩. القرار رقم ١٣٢٩ / : المتضمن التعليمات التنفيذية للمرسوم التشريعي للأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٣/٣٠ .
٢٠. القرار رقم (١٥٧٦/و) : المتضمن النظام الداخلي لوحدة الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٦/٢٢ .
٢١. القرار رقم (٣٨٨٠/و) : المتضمن دليل إجراءات الأوراق المالية الحكومية ، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/١ .
٢٢. قرارات مجلس النقد والتسليف ذات الأرقام التالية (٤-٤٣-٧٢-١١٣-١١٩-١٣٧-١٦٦-١٧١-١٧٢-١٧٤-٢١٩-٣٤٥-٣٨٩-٣٩٣-٣٩٥-٤٦٢-٥٠٢-٣٨٩-٦٩٨-٧٢٨)

BOOKS

1. MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY : FINANCIAL MARKETS + INSTITUTION , BOSTON : PEARSON 2003
2. Anthony Saunders & Marcia Millon Corneh : Financial Markets And Institution " A Modern Perspective " , McCraw.Hill 2001
3. Stephen Valdez : An Introduction to Global Financial Markets ,PALGRAVE , New York 2000
4. Peter S. Rose : Money and Capital Markets " The Financial System in the Economy " Plano Texas, BUSINESS PUBLICATIONS , INC.1983 "
5. Edwin Mansfield : ECONOMIC , NORTON & COMPANY , New York , Sixth Edition 1989

Workshops Paper

1. RESERVE BANK OF INDIA(Internal Debt Management Department Mumbai) : A Primer on Government Securities Market . Mumbai .September 2008
2. Dominique Dupont & Brian Sack :The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments. Federal Reserve Bulletin . December 1999
3. Jorge Castellanos : Developing Government Bond Markets , Washington, D.C. March 1998 - No. IFM-111
4. The World Bank : Developing a Government Bond Market: An Overview . 2001
5. Leonardo Bartolini and Carlo Cottarelli : Designing Effective Auctions for Treasury Securities. Federal Reserve Bank of New York. July 1997
6. Simon Gray :GOVERNMENTSECURITIES"PRIMARY ISSUANCE" Bank of England, July 1997
7. M. S. Mohanty : Improving liquidity in government bond markets: what can be done?
8. Robin McConnachie : Primary Dealers in Government Securities Markets.Bank of England. London. May 1996
9. Roberto Blanco: GOVERNMENT SECURITIES MARKETS AND MONETARY POLICY . BANCO DE ESPAÑA
- 10.The Implementation of Monetary Policy in The Euro Area. European Central Bank. November 2008
- 11.M.A.Akhatar : Understanding Open Market Operation. Federal Reserve Bank Of New York .1997
- 12.Federal Reserve Bulletin : Open Market Operations in the 1990s November 1997

13. Statistics Department International Monetary Fund : The Macroeconomic Statistical Treatment of Reverse Transactions. Fourteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics . Tokyo, Japan, October 2001
14. Bank for International Settlements : Recommendations for securities settlement systems, November 2001
15. DEPARTMENT OF THE TREASURY : Joint Report on the Government Securities Market, Washington, January 1992
16. Michael J. Fleming, Warren B. Hrung, and Frank M. Keane : Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facility. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, January 2010
17. Eriko Togo : Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies .The World Bank ,Banking and Debt Management Department . September 2007
18. Simon Gray : The Management of Government Debt. Bank of England, London . May 1996
19. International Monetary Fund(IMF) and the World Bank: Guidelines for Public Debt Management, Washington D .C. March 21, 2001
20. Dr. Mohammad Ishfaq : Public Debt Measures and Management Strategy , Department of Finance, Government of Dubai, 2010
21. World Bank 2007a, “Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation”, World Bank, Washington, D.C.
22. IMF and World Bank, 2003a “Guidelines for Public Debt Management-Amended”, I, Washington, D.C.

23. IMF and World Bank, 2003b. "Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies", IMF and World Bank, Washington, D.C.
24. Ulrich Bindseil : THE OPERATIONAL TARGET OF MONETARY POLICY AND THE RISE AND FALL OF RESERVE POSITION DOCTRINE. European Central Bank, JUNE 2004
25. Bennett T. McCallum : Targets, Indicators, and Instruments of Monetary Policy. INTERNATIONAL MONETARY FUND April 1990
26. Simon T Gray: management of surplus liquidity. Bank of England August 2006
27. GÖKHAN YILMAZ : OPEN MARKET OPERATIONS IN TURKEY ,Research Department ,The Central Bank of the Republic of Turkey , JULY 2002
28. The Implementation of Monetary Policy in The Euro Area. European Central Bank. November 2008
29. Stephen H. Axilrod : "Transformations to Open Market Operations" Developing Economies and Emerging Markets". INTERNATIONAL MONETARY FUND. WASHINGTON, D.C .1996
30. Inese Buzeneca and Rodolfo Maino : Monetary Policy Implementation: Results from a Survey. International Monetary Fund. January 2007

- 31.WILLIAME.ALEXANDER,TOMAS J.T.BALIÑO,
AND CHARLESENOCH:Adopting Indirect Instruments of
Monetary Policy. Finance & Development / March 1996
- 32.Peter N. Ireland : Money, Banking, and Financial Markets,
Department of Economics, Boston College, Spring 2004
- 33.Garry J.Shinasi,Charles F.Kramer, and R.Todd Smith :Financial
Implications of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities
.International Monetary Fund . May 2001
- 34.Philip Turner : BOND MARKET DEVELOPMENT: WHAT ARE
THE POLICY ISSUES, Bank for International Settlements,
Washington DC , 14-16 April 2003
- 35.Bank of England : “Government Debt Structure and Monetary
Conditions.” Quarterly Bulletin, November 1999
- 36.F. Heider, M. Hoerova and C. Holthausen : Liquidity hoarding and
interbank market spreads: the role of counterparty risk” European
Central Bank, December 2009
- 37.Handy, Howard. 2001. Monetary Policy and Financial Sector
Reform in Egypt :The Record and the Challenges Ahead. Working
paper series. No. 51, January. Egypt: The Egyptian Center for
Economic Studies
- 38.Rania Al-Mashat and Andreas Billmeier : The Monetary
Transmission Mechanism in Egypt, IMF Working Paper,
December 2007
- 39.Hinh T. Dinh and Marcelo Giugale : Inflation Tax and Deficit
Financing in Egypt, The World Bank, May 1991

- 40.Khaled A. Hussein and Ahmed Nos'hy :What caused the liquidity crisis in Egypt? University of Kent at Canterbury, U.K -World Bank , 2001
- 41.Ali A. Bolbol, Ayten Fatheldin, Mohammed M. Omran Financial development, structure, and economic growth: the case of Egypt, 1974–2002, Research in International Business and Finance 2004
- 42.Pedro Alba, Sherine Al-Shawarby and Farrukh Iqbal : Fiscal and Public Debt Sustainability In Egypt,Social and Economic Development Group Middle East And North Africa Region, September 2004
- 43.Tarek Abdelfattah Moursi, Mai El Mossallamy : A Review of Contemporary Monetary Policy in Egypt, The Cabinet Information and Decision Support Center,December 5, 2006 .
- 44.Adel BOUGHRARA and Mongi BOUGHZALA : READINESS FOR INFLATION TARGETING: THE CASE OF EGYPT , December, Working Paper 2008 .
- 45.Lee Benham : On Improving Egypt,s Economic Performance : The Cost of Exchange , Working Paper ,June 1997
- 46.Faika El-Refaie : The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt ,Working Paper,April 2001
- 47.Peter J. Montiel : DEBT MANAGEMENT AND MACROECONOMIC STABILITY ,Working Paper, November 2003
- 48.Alejandro Izquierdo & Ugo Panizza : FISCAL SUSTAINABILITY: ISSUES FOR EMERGING MARKET COUNTRIES ,Working Paper,December 2003
- 49.Rania Al-Mashat : MONETARY POLICY IN EGYPT: A RETROSPECTIVE AND PREPAREDNESS FOR INFLATION TARGETING,Working Paper June 2008

50. Manal Fouad, Wojciech Maliszewski, Martin Hommes, Hanan Morsy, Martin Petri, and Ludvig Söderling : Public Debt and Fiscal Vulnerability in the Middle East, IMF Working Paper, January 2007
51. Karima Korayem : Egypt's Economic Reform and Structural Adjustment :, Working Paper, October 1997
52. Ari Aisen and David Hauner: Budget Deficits and Interest Rates: A Fresh Perspective, IMF Working Paper, November 2007
53. Amir Kia : Money, Deficits, Debts and Inflation in Emerging Countries: Evidence from Turkey , Finance and Economics Department , Utah Valley University 2008
54. Nozar Hashemzadeh : The Dynamics of Current Account and Budget Deficits in Selected Countries of the Middle East and North Africa , International Research Journal of Finance and Economics 2006
55. Dr. Ezzat Molouk Kenawy , Kafr Elsheikh University : The Economic Development in Egypt During the 1952-2007 Period, 2009, INSI net Publication
56. M. I. T. El-Sakka, Khalifa H. Ghali : The Sources of Inflation in Egypt: A Multivariate Co-integration Analysis, Review of Middle East Economics and Finance, Number 2005
57. R. Piontkivsky, A. Bakun, M. Kryshko, and T. Sytnyk : The Impact of the Budget Deficit on Inflation in Ukraine, May 2001
58. R. Piontkivsky, A. Bakun, M. Kryshko, and T. Sytnyk : The Impact of the Budget Deficit on Inflation in Ukraine, May 2001
59. Solomon M., and W.A. de Wet. The effects of a budget deficit on inflation: The case of Tanzania. SAJEMS NS Vol 7 (2004) No 1
60. Saleh, Ali Salman: The budget deficit and economic performance: A survey. University of Wollongong Economics Working Paper Series 03-12, September 2003

61. Carlos Vieira : Are Fiscal deficits inflationary? Evidence for the EU , Loughborough University, UK April 2000 , Economic Research Paper No. 00/7
62. Sargent, Thomas, and Neil, Wallace. 1981. Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, vol. 5, no.3,
63. O.Cevdet Akcay, C.Emre Alper, Suleyman Ozmucur : Budget Deficit, Money Supply and Inflation : Evidence from Low and High Frequency Data Turkey, for Bogazici University, Department of Economics, ISS/EC-1996-12
64. Muzafar Shah Habibullah, Chee-Kok Cheah, A. H. Baharom : Budget Deficits and Inflation in Thirteen Asian Developing Countries, International Journal of Business and Social Science Vol. 2 No. 9, [Special Issue - May 2011] 192
65. Karel Vít ; The Possibilities of Budget Deficit Financing .University of Economics, Prague, Czech Republic

سادساً : مواقع الانترنت

- | | |
|--|----------------------------|
| 1. http://www.syrianfinance.org | موقع وزارة المالية السورية |
| 2. http://www.banquecentrale.gov.sy | موقع مصرف سورية المركزي |
| 3. http://www.cbe.org.eg | موقع البنك المركزي المصري |

المبحث الأول : دور السندات الحكومية في تفعيل السياسة النقدية

تمهيد

السندات الحكومية والأسواق التي يتم فيها تداولها تحمل صفات معينة تميزها عن أدوات السياسة النقدية الأخرى ، هذه الصفات ¹ (التكلفة المنخفضة – السيولة المرتفعة - المدى الواسع من فترات الاستحقاق - البنية السوقية المتكاملة والتي تتضمن عمليات الشراء المباشر وعمليات الريبو والريبو المعاكس) التي تحملها تلعب دورا مهما للمصرف المركزي حيث أن سعر السندات الحكومية يشكل مصدر معلومات مهم للتوقعات السوقية حول سعر الفائدة المستقبلي وسعر التضخم المستقبلي كما أن هذه الأصول تلعب دورا رئيسيا في تطبيق السياسة النقدية

أولاً : إستراتيجية المصرف المركزي : استخدام الأهداف

CENTRAL BANK STRATEGIE : Use the targets

تتمثل مشكلة المصرف المركزي في أنه يرغب بتحقيق أهداف معينة مثل استقرار الأسعار مع مستوى عمالة مرتفع ، ولكنه لا يستطيع أن يؤثر بشكل مباشر على الأهداف ، فهو يملك مجموعة من الأدوات (عمليات السوق المفتوحة – تغيرات سعر الخصم – تغيرات الاحتياطيّات المطلوبة) يستخدمها لكي يؤثر على الأهداف النهائية بطريقة غير مباشرة بعد فترة من الزمن (غالبا أطول من سنة) وإذا انتظر المصرف المركزي ليرى ما مستوى الأسعار والعمالة بعد سنة ، سيكون قد تأخر كثيرا للقيام بأي تصحيحات على سياسته – الأخطاء ستكون غير قابلة للتعديل . لذلك تقوم المصارف المركزية بإتباع إستراتيجية مختلفة لإدارة السياسة النقدية عن طريق استخدام متغيرات تقع بين أدواته وبين أهدافه ، وهذه الإستراتيجية تتمثل في : بعد أن يحدد المصرف المركزي أهدافه بالنسبة للعمالة ومستوى الأسعار فإنه يختار مجموعة من المتغيرات التي يستهدفها تدعى (الأهداف الوسيطة Intermediate Targets) مثل المجاميع النقدية (M1,M2,M3) أو سعر الفائدة (قصير- أو طويل الأجل) والتي لها تأثير مباشر على العمالة ومستوى الأسعار .

مع ذلك : حتى إذا كانت الأهداف الوسيطة لا تتأثر بشكل مباشر بأدوات السياسة النقدية للمصرف المركزي ، فإن المصرف المركزي سوف يختار مجموعة أخرى من المتغيرات التي

¹ Garry J.Shinasi,Charles F.Kramer, and R.Todd Smith :Financial Implications of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities .International Monetary Fund . May 2001.page 21

يقوم باستهدافها تدعى (الأهداف التشغيلية Operating Targets) مثل مجاميع الاحتياطات "Reserve Aggregates" (الاحتياطات ، الاحتياطات غير المقرضة ، القاعدة النقدية أو القاعدة غير المقرضة) أو سعر الفائدة (سعر الفائدة على الأرصدة المركزية ، سعر الفائدة على ادونات الخزينة) والتي تكون أكثر استجابة لأدوات سياسته النقدية .

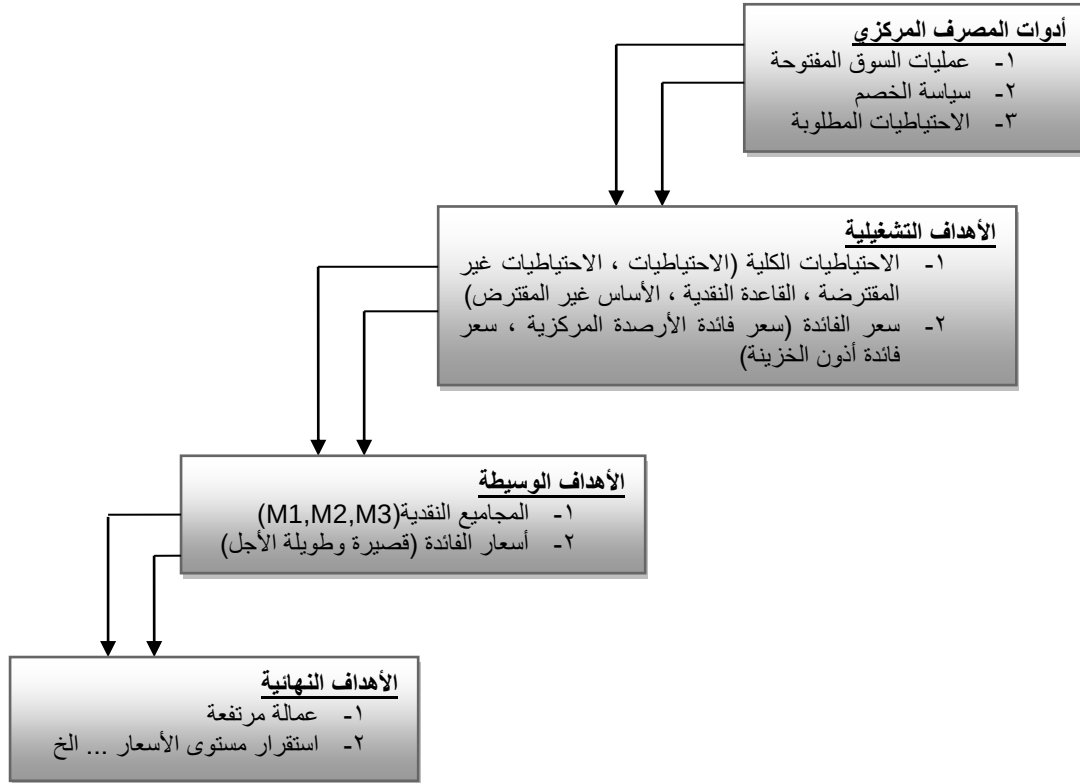
ويقوم المصرف المركزي بإتباع هذه الإستراتيجية لأنه من الأسهل بالنسبة له أن يحقق أهدافه النهائية بالتأثير على الأهداف الوسيطة والتشغيلية من أن يؤثر على الأهداف النهائية بشكل مباشر ، حيث يستطيع أن يحكم بسرعة فيما إذا كانت سياسته تسير على الطريق الصحيح ، بدلا من الانتظار حتى يرى النتائج النهائية لسياسته على العملة ومستوى الأسعار ^١ .

ولإيضاح إستراتيجية المصرف المركزي ، نفترض أن أهداف المصرف المركزي تتمثل في أن المستوى العام للأسعار يتناسق مع مستوى العملة المرغوب به في ظل معدل نمو للناتج القومي الاسمي مقداره ٥٪ ، فإذا رأى المصرف المركزي أن معدل نمو الناتج القومي الاسمي بمقدار ٥٪ سيتحقق إذا كان معدل نمو M1 يعادل ٤٪ ، فإن معدل نمو M1 مقدار ٤٪ هو هدف وسيط والذي يتحقق بدوره عند معدل نمو للقاعدة النقدية مقداره ٣,٥٪ ، فمعدل نمو القاعدة النقدية بمقدار ٣,٥٪ هو هدف تشغيلي ، ولهذا فإن المصرف المركزي سيقوم بعمليات شراء من السوق المفتوحة لكي يزيد القاعدة النقدية بمعدل ٣,٥٪ ، وفي خلال الأيام التي ينفذ فيها المصرف المركزي سياسته قد يكتشف أن القاعدة النقدية تنمو ببطء شديد بمعدل ٢٪ ، عندئذ يمكنه أن يصحح هذا الخلل بزيادة مقدار الشراء من السوق المفتوحة ، بعد فترة من الزمن يستطيع المصرف المركزي معرفة فيما إذا كانت سياسته تؤثر على معدل نمو العرض النقدي ، فإذا كانت M1 تنمو بدرجة سريعة وليكن بمعدل ٧٪ فإن المصرف المركزي قد يقرر تخفيض عمليات الشراء من السوق المفتوحة أو سيقوم ببيع في السوق المفتوحة لكي يخفض معدل نمو M1 . والشكل رقم (١) يوضح إستراتيجية المصرف المركزي ^٢ .

¹ MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY : FINANCIAL MARKETS + INSTITUTION , op.cit; page189

^٢ د. الناقة ،احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية . مؤسسة شباب الجامعة . إسكندرية ١٩٩٥ ، ص ١٣٤-١٣٥

الشكل رقم (١) : إستراتيجية المصرف المركزي



١. الأهداف التشغيلية Operating Targets

هي عبارة عن مجموعة من المتغيرات الاقتصادية يقوم المصرف المركزي عن طريق استخدام أدوات السياسة النقدية باستهدافها بناء على قاعدة يوما بعد يوم (day-by-day) من أجل التأثير على الأهداف الوسيطة^٢، وهي تشكل حلقة في سلسلة تربط ما بين أدوات السياسة النقدية وأهدافها النهائية، وتتكون من مجموعتين من المتغيرات: المجموعة الأولى تدعى مجاميع الاحتياطات وتتضمن القاعدة النقدية ومجموع احتياطي المصارف واحتياطي الودائع الخاصة والاحتياطي غير المقترض، أما المجموعة الثانية فتدعى أحوال سوق النقد وتتضمن الاحتياطات الحرة (Free Reserve) وسعر الفائدة على الأرصدة المركزية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد^٣.

^١ د. الناقه، أحمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سابق. ص ١٣٥

^٢ Ulrich Bindseil : THE OPERATIONAL TARGET OF MONETARY POLICY AND THE RISE AND FALL OF RESERVE POSITION DOCTRINE. European Central Bank, JUNE 2004. Page 9

^٣ د. سيجل، باري: النقود والبنوك والاقتصاد (وجهة نظر النقديين). الرياض. دار المريخ ١٩٨٧، ص 293

٢. الأهداف الوسيطة Intermediate Targets

عند تحديد السلطات النقدية أهدافها النهائية والوسيطه يتوجب عليها محاولة التأثير على أهدافها الوسيطة بطريقة تتلائم مع إستراتيجيتها العامة ، ومن أجل أن تنجح في ذلك يجب عليها أن تكون على معرفة بحلقات السلسلة التي توصل أدوات السياسة النقدية بالأهداف النهائية ، مع الأخذ بعين الاعتبار العلاقة الزمنية التي تربط بين هذه الحلقات ^١.

وتعتبر الأهداف الوسيطة عن المتغيرات النقدية التي يمكن عن طريق مراقبتها وإدارتها الوصول إلى تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية ، ويشترط فيها أن تتسم بمايلي ^٢ :

- وجود علاقة مستقرة بينها وبين الأهداف النهائية بمعنى أن العلاقة بين المتغيرات ذات الصلة علاقة مستقرة .

- إمكانية مراقبتها من قبل السلطات النقدية من خلال الأدوات الممكنة

وتتكون هذه الأهداف من ثلاث متغيرات أساسية وهي :

١ - المجاميع النقدية الوسيطة ٢ - سعر الصرف ٣ - أسعار الفائدة (قصيرة وطويلة الأجل)

٣. الأهداف النهائية " Ultimate Targets (goals) "

هي عبارة عن مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي تمثل الهدف النهائي للسياسة النقدية ^٣ . وبشكل عام هناك ستة أهداف رئيسية لدى معظم المصارف المركزية في العالم وهي :

١. عمالة مرتفعة ٢. استقرار الأسعار ٣. النمو الاقتصادي ٤. استقرار أسعار الفائدة ٥. استقرار الأسواق المالية ٦. استقرار سعر الصرف ^٤ ، ولكن في السنوات الأخيرة بدأت المصارف المركزية في معظم بلدان العالم تميل إلى تبني استقرار الأسعار كهدف نهائي والذي يمكن تحقيقه من خلال الحفاظ على قيمة العملة المحلية داخليا وخارجيا ^٥.

^١ د. سيجل، باري: النقود والبنوك والاقتصاد (وجهة نظر النقديين) . الرياض . دار المريخ ١٩٨٧، ص 297
^٢ السمارة ، مؤيد: متغيرات السياسة النقدية وأثرها في استقرار دالة الطلب على النقد " الاقتصاد السوري دراسة

تحليلية " . إشراف الدكتور : أديب ميالة . جامعة دمشق ٢٠٠٨، ص 46

³ Bennett T. McCallum : Targets, Indicators, and Instruments of Monetary Policy. INTERNATIONAL MONETARY FUND April 1990.page 3

⁴ MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY : FINANCIAL MARKETS + INSTITUTION , op.cit; page185

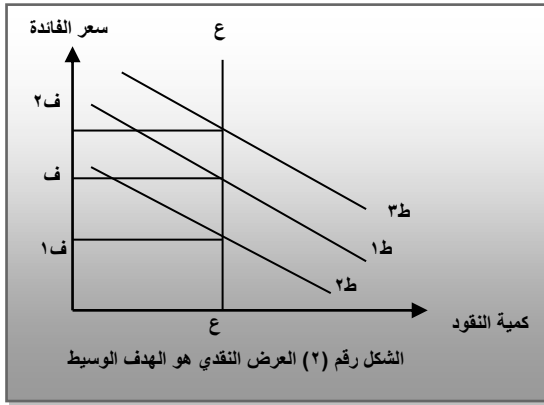
⁵ Simon T Gray: management of surplus liquidity. Bank of England August 2006.
Page 61

٤. اختيار الأهداف Choosing The Targets

هناك نوعان مختلفان من المتغيرات الوسيطة يقوم المصرف المركزي باستهدافها من أجل تحقيق أهدافه النهائية وهي ^١: ١. سعر الفائدة ٢. متغيرات كلية (مستويات العرض النقدي والاحتياطات الكلية). فإذا ما اختار المصرف المركزي أن يحقق هدفاً نهائياً يتمثل في نمو الناتج القومي الاسمي بمقدار يبلغ ٥٪ ولانجاز هذا الهدف النهائي فإنه قد يختار مثلاً معدل نمو $M1$ بمقدار ٤٪ كهدف وسيط أو يختار أن يخفض سعر الفائدة على أدون الخزينة بمقدار ٨٪ كهدف وسيط أيضاً ، ولكن هل يمكن للمصرف المركزي أن يستهدف كلا الهدفين الوسيطين في نفس الوقت من أجل أن ينجز الهدف النهائي ؟ الإجابة ستكون بالنفي ولتفسير ذلك سنستخدم منحنى الطلب على النقود ومنحنى عرض النقود .

٤,١. إذا اتخذ المصرف المركزي العرض النقدي كهدف وسيط ..

في الشكل رقم (٢) ^٢ إذا افترضنا أن المصرف المركزي توقع أن يكون منحنى الطلب على



النقود هو ط ١ بينما منحنى الطلب على النقود في الواقع يتقلب بين الوضع ط ٢ والوضع ط ٣ نتيجة ارتفاع أو انخفاض في الإنتاج الكلي أو التغيرات في المستوى العام للأسعار . كما أن الطلب على النقود قد ينتقل بطريقة غير متوقعة نتيجة التغير في تفضيلات الجمهور بين حيازة النقود وحيازة السندات ، فإذا نجم عن استهداف

معدل نمو $M1$ بمقدار ٤٪ منحنى للعرض النقدي عند ع ، فإن المصرف المركزي سوف يتوقع أن يكون سعر الفائدة عند ف ، ولكن نتيجة تقلب الطلب على النقود بين ط ٢ وبين ط ٣ فإن سعر الفائدة سوف يتقلب ما بين ف ١ و ف ٢ والنتيجة ستكون :

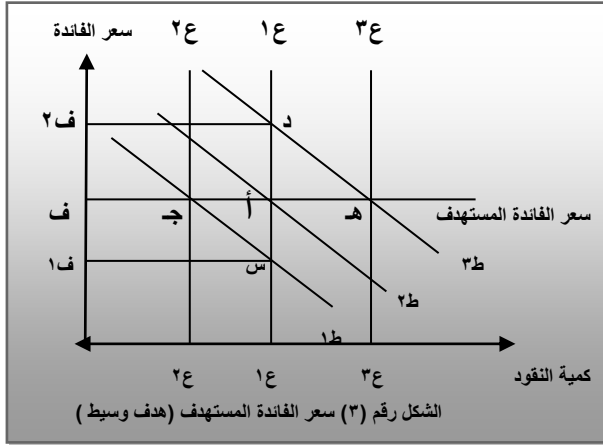
إن استهداف العرض النقدي كهدف وسيط ينطوي على تقلب سعر الفائدة

¹ MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY : FINANCIAL MARKETS + INSTITUTION , op.cit; pages 190-191-192

^٢ د. الناقه ،احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ،مرجع سابق . ص ١٣٧

٢,٤. إذا اتخذ المصرف المركزي سعر الفائدة كهدف وسيط

نلاحظ في الشكل رقم (٣) ^١ أن الطلب على النقود عند ط١، ولكنه يتقلب بين



ط١ وط٢ نتيجة التغيرات غير المتوقعة في الإنتاج الكلي ومستوى الأسعار أو في تفضيلات الجمهور في حيازة النقود .

ولنفترض أن الطلب على النقود انخفض إلى ط٢ عندئذ فان سعر الفائدة سوف ينخفض من ف١ إلى ف٢ ومن ثم لمنع هذا الانخفاض يقوم المصرف المركزي ببيع السندات في محفظته

المالية فيزيد بذلك من عرض السندات ويخفض سعرها السوقي فيؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر الفائدة من ف١ إلى ف٢ . وسيستمر المصرف المركزي بعمليات البيع في السوق المفتوحة حتى ينخفض العرض النقدي من ط١ إلى ط٢ حيث يتقاطع ط٢ مع ط١ في النقطة ج ومن ثم نصل إلى ف مرة أخرى . ومن ناحية أخرى إذا كان منحى الطلب على النقود هو ط٣ الذي يتقاطع مع ط١ في نقطة التوازن د فان سعر الفائدة التوازني سيصبح ف٢ ، ولمنع سعر الفائدة التوازني من الارتفاع من ف١ إلى ف٢ فان المصرف المركزي سوف يقوم بعمليات شراء في السوق المفتوحة حتى يرتفع العرض النقدي من ط١ إلى ط٢ والذي يتقاطع مع ط١ في نقطة هـ ، ومن ثم يعود سعر الفائدة إلى مستواه المستهدف وهو ف١ ، فالمصرف المركزي يتمسك بسعر الفائدة كهدف وسيط ومن ثم يسمح للعرض النقدي والقاعدة النقدية بالتقلب والفرض سيكون :

إذا كان الهدف الوسيط للمصرف المركزي هو سعر الفائدة فان المحافظة على هذا الهدف

يفضي إلى حدوث تقلبات في كل من القاعدة النقدية والعرض النقدي

والنتيجة هي أنه لا يمكن تحقيق مستوى معين للعرض النقدي ومستوى معين لسعر الفائدة في نفس الوقت كأهداف وسيطة فالمصرف المركزي يمكن أن يحقق أحد الهدفين تاركا المتغير الآخر يتقلب

^١ د. الناقه ، احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق . ص ١٣٨

ثانياً : تطبيق السياسة النقدية (Monetary policy implementation)

يستطيع المصرف المركزي عند تطبيق سياسته النقدية أن يتدخل مباشرة عن طريق سلطاته التنظيمية أو يتدخل بشكل غير مباشر عن طريق استعمال تأثيره على ظروف السوق المالي كونه يشكل مصدراً للاحتياجات النقدية (النقد في التداول و أرصدة الودائع لدى المصرف المركزي) ، وفي عام ١٩٧٠ بدأت الدول الصناعية الانتقال باتجاه الاعتماد الكلي على الأدوات غير المباشرة في تطبيق سياستها النقدية ، وكذلك اتبعتها الاقتصاديات الأخذة بالنمو وتلك التي تمر في طور التحول ، وذلك لأن الأدوات غير المباشرة تكون أكثر فاعلية من الأدوات المباشرة وخصوصاً في ظل الاتجاهات الانفتاحية المتزايدة للاقتصاديات المختلفة وذلك لأنها توفر وسائل تمكن المصارف المركزية من تجنب عدم كفاءة الأدوات المباشرة والتي تنتج عن الأساليب المتبعة من قبل الأسواق في الالتفاف حولها .

١. أدوات السياسة النقدية Monetary Policy Instruments

يستخدم المصرف المركزي ثلاثة أدوات رئيسية للتأثير على العرض النقدي وأسعار الفائدة ، هذه الأدوات هي ^١ : ١. الإقراض المخصص Discount Lending ٢. متطلبات الاحتياطي

Reserve Requirements ٣. عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations

١,١ سياسة الخصم Discount Policy

يقصد بسياسة الخصم تغيير سعر الخصم وهو السعر الذي يتقاضاه المصرف المركزي من المصارف الأخرى عند تقديم قروض إليها ، والهدف من سياسة الخصم هو التأثير على حجم القروض المخصصة ومن ثم التأثير على القاعدة النقدية المقترضة ، حيث أن الزيادة في حجم القروض المخصصة تضيف إلى القاعدة النقدية ومن ثم يمكن أن يتوسع حجم العرض النقدي ، بينما يؤدي تخفيض حجم القروض المخصصة إلى تخفيض حجم القاعدة النقدية المقترضة ومن ثم يؤدي ذلك إلى تخفيض العرض النقدي . وتقدم القروض المخصصة عن طريق التسهيلات التي يقوم بها المصرف المركزي وتعرف باسم نافذة الخصم (Discount Window) . ويمكن للمصرف المركزي أن يؤثر على حجم القروض المخصصة بطريقتين:

١. بالتأثير على سعر الإقراض (سعر الخصم)

٢. بالتأثير على كمية القروض من خلال إدارة نافذة الخصم .

وميكانيكية تأثير سعر الخصم على حجم القروض المخصصة لها أثر مباشر حيث أن رفع سعر الخصم يرفع من تكلفة الإقراض من المصرف المركزي ومن ثم تقلل المصارف ما تأخذه من

¹ MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY : FINANCIAL MARKETS + INSTITUTION , op.cit; page177

قروض مخصصة كما أن تخفيض سعر الخصم يزيد ما تأخذه المصارف من القروض المخصصة^١.

والميزة الرئيسية للقروض المخصصة تتمثل في السماح للمصرف المركزي بلعب دور المقرض الأخير خلال فترات الاضطراب المالي ، وأما عيوبها الأساسية فتتمثل في أن المصرف المركزي يمكن أن يؤثر على حجم القروض المخصصة ، ولكنه لا يستطيع أن يسيطر عليها سيطرة كاملة ، كما أن المصرف المركزي لا يمكن أن يتأكد من حجم طلب المصارف على القروض المخصصة عند أي سعر فائدة معطى . كما أن أي تغيرات في سعر الخصم يجب تقترح من قبل المصرف المركزي قبل أن تصدق من قبل مجلس المحافظين . لذلك فإنه لا يمكن إجرائها بسرعة وأيضاً لا يمكن عكسها بسهولة^٢.

٢،١ . متطلبات الاحتياطي (Reserve Requirements)

متطلبات الاحتياطي تربط المصرف المركزي بشكل مباشر مع التزامات المصارف التجارية وذلك عن طريق إجبارها على الاحتفاظ بجزء محدد من ودائع الجمهور على شكل عملة أو ودائع في المصرف المركزي ، حيث يمكن أن تستعمل كوسيلة من أجل التحكم بالسيولة الفائضة^٣. وتفضي التغيرات في الاحتياطيات المطلوبة إلى التأثير على العرض النقدي من خلال تأثيرها على مضاعف العرض النقدي ، حيث أن الزيادة في نسبة الاحتياطيات المطلوبة تزيد من مقدار الاحتياطيات المطلوبة مقابل كل حجم معين من الودائع ، مما يخفض بدوره من مقدار التوسع المضاعف في الودائع والذي يمكن أن يدعمه مستوى معين من القاعدة النقدية ، ومن ثم يفضي كل ذلك إلى تخفيض العرض النقدي . والميزة الرئيسية لاستخدام الاحتياطيات المطلوبة في التأثير على العرض النقدي تتمثل في أنها تؤثر على كل المصارف بالتساوي ومن ثم فإن لها تأثير قوى على العرض النقدي ، غير أن لها عيباً رئيسياً يتمثل في أن زيادة نسبتها قد يسبب مشاكل في السيولة لبعض المصارف التي تملك فائض احتياطيات منخفض^٤.

^١ د. الناقه ، احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق . ص 124

^٢ Peter N. Ireland : Money, Banking, and Financial Markets, Department of Economics, Boston College, Spring 2004

^٣ WILLIAME. ALEXANDER, TOMAS J. T. BALIÑO, AND CHARL E S E N O C H: Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy. Finance & Development / March 1996

^٤ د. الناقه ، احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق . ص 128

٣,١. عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operations)

١,٣,١. مفهوم عمليات السوق المفتوحة

تعرف عمليات السوق المفتوحة بأنها قيام المصرف المركزي بتوسيع أو تقليص حجم الاحتياطيات في النظام المصرفي عن طريق شراء أو بيع السندات و الاذونات والأوراق المالية الأخرى في السوق المفتوحة ، وعندئذ فإن كمية الاحتياطيات المصرفية قد تؤثر على الظروف المالية والعرض النقدي والذي يؤثر بدوره على العمالة والأسعار ، وبما أن السندات الحكومية لا تحمل مخاطر ائتمان لذلك فإنها تعتبر الأداة الأكثر مناسبة لعمليات السوق المفتوحة^١.

٢,٣,١. أدوات عمليات السوق المفتوحة

يمكن أن نميز بين أدوات عمليات السوق المفتوحة بناء على السوق الذي يتم فيه طرح أو تداول الأوراق المالية التي يستخدمها المصرف المركزي في حقن أو سحب السيولة من السوق .

١,٢,٣,١. أدوات السوق الأولي

عمليات السوق المفتوحة الأولية تتضمن ١. إصدارات السوق الأولية للأوراق المالية التابعة للمصرف المركزي أو الأوراق المالية الحكومية وذلك لأغراض السياسة النقدية^٢. قبولات الودائع ذات الدخل الثابت و الائتمانات (acceptance of fixed-term deposits and credits)^٣، ففي حالة عدم وجود سوق ثانوية نشطة للأوراق المالية فإن ممارسة المصرف المركزي لعمليات السوق المفتوحة سوف تقتصر فقط في السوق الأولي ، حيث يقوم المصرف المركزي بطرح الأوراق المالية الجديدة عن طريق المزادات من أجل امتصاص الاحتياطيات أو طرح ائتمان المصرف المركزي من أجل توفير هذه الاحتياطيات^٤، وهناك العديد من المزايا والمساوئ الناتجة عن إصدار كل من الأوراق المالية الحكومية والأوراق المالية التابعة للمصرف المركزي والتي سوف نعرضها في الإطار رقم (٢)^٤:

¹ GÖKHAN YILMAZ : OPEN MARKET OPERATIONS IN TURKEY ,The Central Bank of the Republic of Turkey , JULY 2002, page 8

² Inese Buzeneca and Rodolfo Maino :Monetary Policy Implementation: Results from a Survey.International Monetary Fund. January 2007.page24

³ Stephen H. Axilrod :Transformations to Open Market Operations", page 12

⁴ Inese Buzeneca and Rodolfo Maino :Monetary Policy Implementation.page27

الإطار رقم (٢) : الأوراق المالية الحكومية مقابل الأوراق المالية التابعة للمصرف المركزي : المزايا والمساوي		
نوع الأوراق المالية	المزايا	المساوي
الأوراق المالية الحكومية	• تساعد على تطوير أسواق أولية فعالة تحفز بدورها الأسواق المالية وآلية انتقال آثار السياسة النقدية transmission of monetary policy • تنقل تكلفة التصحيح النقدي monetary tightening إلى الحكومة وتجعلها شفافة في الميزانية • قد تشجع على الانضباط المالي في الحكومة إذا منع التمويل المباشر من المصرف المركزي	• تحتاج إلى درجة كبيرة من التنسيق بين الخزينة والمصرف المركزي • إذا لم يكن هناك تنسيق كبير مع الخزينة فإن استقلالية عمليات المصرف المركزي سوف لن تكون مضمونة وتدخلاته في السوق الأولية لن تكون ذات تأثير كبير
الأوراق المالية التابعة للمصرف المركزي	• تسهل استقلالية عمليات المصرف المركزي • أدوات مرنة من أجل إدارة السيولة	• ربما- تحت ظروف معينة- تقلل من أرباح المصرف المركزي أو قد تسبب خسائر له إذا أصدرت بكميات كبيرة • تتطلب درجة معين من التنسيق مع الخزينة من أجل تجنب الأسواق الصغيرة أو المجزئة (segmented)
مزادات انتمايات المصرف المركزي/ ودائع	• تضمن استقلالية عمليات المصرف المركزي وتجنب المنافسة مع الأوراق المالية الحكومية	• لا تساعد في تطوير سوق الأوراق المالية (إلا إذا كانت قابلة للتفاوض ، عندئذ سوف تشبه الأوراق المالية التابعة للمصرف المركزي

١,٢,٣,٢. أدوات السوق الثانوي

هناك ثلاثة أدوات رئيسية لعمليات السوق المفتوحة يستخدمها البنك المركزي في حقن أو سحب السيولة من السوق الثانوي وهي :

١,٢,٣,١. العمليات المباشرة (Outright operations)

وتعني بيع وشراء الأصول المؤهلة (eligible assets) مباشرة من السوق ، بحيث تنتقل ملكية هذه الأصول من البائع إلى المشتري بدون الارتباط العكسي بنقل الملكية^١ .

ويستخدم البنك المركزي هذا الأسلوب في حالة وجود فروقات لفترات طويلة (شهر أو أكثر) بين العرض و الطلب على النقد ، حيث يقوم بزيادة أو إنقاص حجم الاحتياطات الموجودة في محفظته المالية من أجل تحقيق التوازن بين العرض والطلب ، ويستخدم البنك المركزي عادة عمليات

¹ The Implementation of Monetary Policy in The Euro Area. European Central Bank. November 2008.page 16

الشراء المباشر (Outright Purchases) أكثر من عمليات البيع المباشر (Outright Sales) وذلك من أجل تعويض سحب السيولة ، الناتج عن زيادة الطلب على النقد من قبل الجمهور^١. وهناك عدة أساليب يستخدمها البنك المركزي بشكل مباشر من أجل حيازة الأوراق المالية الحكومية في السوق الثانوية ، وهذه الأساليب :

١,٢,٣,١. الشراء والبيع في السوق (Purchases and Sales) IN THE MARKET

يقوم المصرف المركزي بشراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية في السوق الثانوية عن طريق المزادات حيث يدعو المتعاملين إلى تقديم عطاءاتهم (BIDS) من أجل شراء هذه الأوراق المالية من المصرف المركزي ، أو تقديم عروضهم (OFFERS) من أجل بيعها ، مع تحديد أنواع الأوراق المالية (أذونات وكمبيالات الخزينة – سندات الخزينة) وفترات استحقاقها ، ويقوم المصرف بعد ذلك باختيار العطاءات ذات السعر الأعلى (العائد الأدنى) في حالة البيع ، والعروض ذات السعر الأدنى (العائد الأعلى) في حالة الشراء^٢.

١,٢,٣,٢. الشراء من- والبيع إلى الحسابات الأجنبية والدولية

Purchases from and Sales to Foreign and International Accounts

تمكن عمليات الشراء من - والبيع إلى الحسابات الأجنبية والدولية المصرف المركزي من إجراء تعديلات صغيرة على حجم ونوعية الأوراق المالية التي يملكها دون الحاجة للتدخل بشكل رسمي في السوق ، وحجم صفقات الشراء من- والبيع إلى الحسابات الأجنبية والدولية لا تعكس إلى الجمهور بشكل واضح ، ولكن يمكن استنتاجها من خلال التغيرات في حجم ونوعية الأوراق المالية الموجودة في المحفظة المالية للمصرف المركزي^٣.

¹ Federal Reserve Bulletin : Open Market Operations in the 1990s November 1997, page 865

² M.A.Akhatar : Understanding Open Market Operation. Federal Reserve Bank Of New York .1997 . page 36

³ Federal Reserve Bulletin : Open Market Operations in the 1990s. op.cit; page 866

١,٣,٢,١,٣. الاستهلاك (Redemptions)

يستطيع المصرف المركزي أن يخفض من حجم الأوراق المالية الحكومية في محفظته المالية من خلال استهلاك بعض الأوراق المالية المستحقة ، وهذا الإجراء يمكن المصرف المركزي من تخفيض حجم محفظته المالية دون التدخل بشكل رسمي في السوق^١ ، واستهلاك السندات الحكومية له نفس تأثير البيع المباشر (Outright Sales) على الاحتياطات (RESERVES) ، حيث تقوم الخزينة بتحويل إيراداتها إلى المصرف المركزي من أجل سداد قيمة الأوراق المستهلكة ، وبذلك تقوم بتحويل النقود من حساباتها إلى حسابات المصرف المركزي تاركة بذلك سيولة قليلة في النظام المصرفي^٢ .

١,٣,٢,٢,٢. العمليات المؤقتة (Temporary Operations)

تكون العمليات مؤقتة إذا كانت مدة تنفيذها (في العقد) أياما معدودة . وعمليات السوق المفتوحة المؤقتة تساعد على إعادة التوازن إلى الفروقات القصيرة الأجل بين العرض والطلب ، حيث يدير المصرف المركزي عمليات إعادة الشراء (Repurchase Agreements) من أجل ضخ السيولة لإعادة التوازن إلى الفروقات المؤقتة بين العرض والطلب ، أو اتفاقيات إعادة الشراء المعاكسة (reverse repurchase) من أجل سحب السيولة وإعادة التوازن إلى الفروقات المؤقتة بين العرض والطلب^٣ .

١,٣,٢,٢,١. اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements (RPs)- Repo

ويقوم المصرف المركزي عن طريق هذه الاتفاقيات بشراء الأوراق المالية الحكومية من المتعاملين (DEALERS) الذين يلتزمون بدورهم بإعادة شراء هذه الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين في المستقبل ، والسيولة المضافة عن طريق هذه الاتفاقيات تسحب بشكل أوتوماتيكي من السوق عند حلول أجل استحقاقها ، ويدير المصرف المركزي هذه الاتفاقيات إما لليلة واحدة (Overnight) أو لفترة أطول قد تكون سبعة أيام أو خمسة عشر يوما أو أكثر من ذلك . وتوفر اتفاقيات إعادة الشراء للمصرف المركزي العديد من المزايا ، من أهمها :

¹ Federal Reserve Bulletin : Open Market Operations in the 1990s. op.cit; page 866

² M.A.Akhatar : Understanding Open Market Operation. op.cit; page 37

³ Federal Reserve Bulletin : Open Market Operations in the 1990s. op.cit; page 866

١. تمكن المصرف المركزي من حقن كميات كبيرة من الاحتياطيّات (reserve) خلال فترة مؤقتة ، بشكل فعال أكثر من عمليات الشراء المباشر (Outright Purchases) .
 ٢. تمكن المصرف المركزي من الاستجابة بسرعة لأي تغييرات تطرأ على السيولة فوق أو أقل من المستوى المرغوب .
 ٣. تتميز بانخفاض تكلفة عقد وتنفيذ الصفقات (TRANSACTIONS) بشكل كبير .
 ٤. تتميز باتساع مدى الأوراق المالية المقبولة كتأمين (COLLATERAL) ليشمل أذونات وكمبيالات الخزينة وسندات الخزينة ، والأوراق المالية التي يصدرها البنك المركزي .
- وتنفذ الصفقات الناتجة عن اتفاقيات إعادة الشراء عن طريق المزادات ، حيث يحدد المتعاملون في العروض المقدمة من قبلهم الكمية التي ترغبون ببيعها وسعر الفائدة ، ومن ثم يقوم البنك المركزي بقبول العروض التي تحمل سعر الفائدة الأعلى حتى يتم تغطية كل الكمية المرغوبة ^١ .

١، ٢، ٣، ٢، ٢، ٢. اتفاقيات إعادة الشراء المعاكسة (reverse repurchase)

يستخدم المصرف المركزي اتفاقيات إعادة الشراء المعاكسة من أجل سحب السيولة من السوق لفترة مؤقتة ، إذ يقوم المصرف المركزي ببيع أذونات الخزينة بسعر محدد و لفترة قصيرة إلى المتعاملين الذين يلتزمون بدورهم بإعادة بيع هذه الاذونات إلى المصرف المركزي بتاريخ محدد ، حيث يقوم المصرف المركزي بتحديد الاذونات وسعر الفائدة الذي سوف يبيع به هذه الاذونات ، ويقوم المتعاملون بعد ذلك بتحديد الكمية التي يرغبون بشرائها وسعر الفائدة الذي سوف يعيدون بناءا عليه بيع هذه الاذونات إلى المصرف المركزي ، وبعد ذلك يقوم المصرف المركزي بقبول العطاءات ذات سعر الفائدة الأدنى حتى يتم تغطية الكمية التي يرغب المصرف المركزي بسحبها من السوق ^٢ .

¹ M.A.Akhatar : Understanding Open Market Operation. op.cit; page 37

² Federal Reserve Bulletin : Open Market Operations in the 1990s. op.cit; page 867

٣,٣,١. مزايا عمليات السوق المفتوحة

تتميز عمليات السوق المفتوحة عن أدوات السياسة النقدية الأخرى بما يلي^١:

١ – تتم عمليات السوق المفتوحة بمبادرة من المصرف المركزي والذي يكون له الرقابة الكاملة على حجم عمليات السوق المفتوحة ، وهذه الرقابة غير مؤكدة في ظل عمليات الخصم (تقديم قروض مخصومة) والتي يستطيع بها أن يشجع أو يثبط المصارف من الاقتراض ، ولكنه لا يستطيع أن يمارس رقابة مباشرة على حجم القروض المخصومة .

٢ – عمليات السوق المفتوحة مرنة حيث يمكن أن تمارس بأي درجة بغض النظر عن مدى صغر الحجم المطلوب إحداثه للتغيير في الاحتياطيات أو القاعدة النقدية حيث تستطيع عمليات السوق المفتوحة تحقيق هذا الهدف عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية بكميات صغيرة ، أما إذا كان التغيير المطلوب في الاحتياطيات أو في القاعدة النقدية كبير جدا فان عمليات السوق المفتوحة ستكون أداة قوية لدرجة تكفي لتحقيق هذا الهدف من خلال شراء أو بيع الأوراق المالية بكميات كبيرة .

٣ – يمكن عكس عمليات السوق المفتوحة بسرعة فإذا ما حدث أي خطأ في ممارسة عمليات السوق المفتوحة فان المصرف المركزي يستطيع عكس استخدام تلك الأداة ، فإذا قرر المصرف المركزي أن العرض النقدي ينمو بسرعة كبيرة لأنه قام بعمليات شراء أكثر من اللازم عندئذ يقوم بتصحيح الوضع عن طريق بيع الأوراق المالية في السوق المفتوحة .

٤ – يمكن ممارسة عمليات السوق المفتوحة بسرعة فهي لا تنطوي على تأخيرات إدارية ، فإذا ما قرر المصرف المركزي إحداث تغييرات في القاعدة النقدية أو الاحتياطيات عندها سيقوم فقط بإعطاء أمرا مباشرا لتاجر الأوراق المالية للشراء أو للبيع .

^١ د. الناقه ، احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق . ص 123-124

١,٣,٤. علاقة عمليات السوق المفتوحة بأدوات السياسة النقدية الأخرى

إذا أصبحت عمليات السوق المفتوحة الأداة الرئيسية للمصرف المركزي في توجيه سياسته النقدية ، فإن الأدوات النقدية الأخرى سوف تكون أقل أهمية منها ، وخصوصا نافذة الخصم لدى المصرف المركزي حيث يستطيع النظام المصرفي ببساطة أن يحصل بمبادرة منه على الاحتياطات عن طريق الاستعارة من المصرف المركزي ، وهناك تسويات أخرى يحتاج المصرف المركزي إليها تعتمد في جزء منها على الإستراتيجية الخاصة المتبناة من قبله في إدارة عمليات السوق المفتوحة اليومية (day-to-day open market operations)^١

١,٣,٤,١. سياسة نافذة الخصم Discount Window Policy

من أجل أن تكون عمليات السوق المفتوحة فعالة ، يجب أن توضع حدود على قدرة المصارف على الاقتراض من المصرف المركزي من خلال نافذة الخصم ، ومن دون هذه الحدود ، فإن عمليات السوق المفتوحة سوف لن تستخدم كأداة رئيسية للسياسة النقدية من أجل السيطرة على احتياطات المصارف وعلى الظروف المالية الكلية ، لذلك فإن نافذة الخصم يجب أن تصمم لجعل الحصول على الائتمان من المصرف المركزي أقل جاذبية بطريقة أو بأخرى ، ربما من خلال ارتفاع سعر العيب (penalty rate) أو من خلال التوجيهات التقييدية ، حيث سيؤدي ذلك إلى الحد من الإفراط في استخدام هذه التسهيلات . وعلى كل حال فإن القيود على نافذة الخصم تحتاج إلى أن يتم التعامل معها بعناية ، فإذا ما كان سعر العيب أعلى من ظروف السوق الجارية فإن النظام قد لا يستجيب بسرعة كافية لطلبات السوق المتوقعة . ويجب على المبادئ التوجيهية التي تقيد الاقتراض عن طريق نافذة الخصم أن تجيز إجراء التسويات بسلاسة عند حدوث أي نقص في الاحتياطي . وعند المرور بفترة ضيق مالية ، فإن الاستعارة من المصرف المركزي لفترات محدودة تسمح للمصارف بإجراء تسويات أكثر تنظيماً للمحفظة المالية . مثل هذا الاقتراض قصير الأجل من نافذة الخصم يجب أن يكون مختلفاً عن الاقتراض طويل الأجل من هذه النافذة والذي من بين أمور أخرى يسمح في حالات الطوارئ طويلة الأمد للمؤسسات بتجاوز الصعوبات التشغيلية^٢.

¹ Stephen H. Axilrod : "Transformations to Open Market Operations" Developing Economies and Emerging Markets". INTERNATIONAL MONETARY FUND WASHINGTON, D. C. 1996. page 3

² Stephen H. Axilrod : "Transformations to Open Market Operations" Developing Economies and Emerging Markets, op.cit; P4

٢,٤,٣,١. متطلبات الاحتياطي (Reserve Requirements)

إن القدرة على تغيير نسبة الأصول التي يجب على المصارف الاحتفاظ بها كاحتياطي هي وسيلة واضحة للسيطرة على عرض النقود ، ومتطلبات الاحتياطي يمكن أن تعتبر إما كبديل عن عمليات السوق المفتوحة أو وسيلة لتعزيز فعاليتها لأغراض الرقابة المالية ، ومنذ أن أصبحت عمليات السوق المفتوحة أكثر انتشارا ، فإن المصارف المركزية أصبحت أقل اعتمادا على التغييرات في متطلبات الاحتياطي لأن هذه المتطلبات يمكن أن تضع المصارف تحت تأثير سلبيات التنافسية الكبيرة مع المؤسسات المالية الأخرى التي تقدم نفس الخدمات . وإن مستوى الحد الأدنى للقيود المفروضة على متطلبات الاحتياطي قد يكون مفيدا في المساعدة على قياس تأثير عمليات السوق المفتوحة على سعر الفائدة وعلى عرض النقود ، كما أن القدرة على وضع تقديرات نسبية متوقعة للاحتياطيات المطلوبة يمكن أن تفيد المصرف المركزي في اتخاذ القرارات حول توقيت وحجم عمليات السوق المفتوحة ^١.

٥,٣,١. تأثيرات عمليات السوق المفتوحة Effects of Open-Market Operations

هناك نوعان من عمليات السوق المفتوحة : ١. عمليات السوق الحركية (الديناميكية) (Dynamic Open market Operations) والهدف منها هو تغيير مستوى الاحتياطيات لدى المصارف أو حجم العملة في التداول ومن ثم تغيير حجم القاعدة النقدية ٢. عمليات السوق المفتوحة الدفاعية (Defensive Open market Operations) وهي العمليات التي يقوم بها المصرف المركزي لإلغاء الآثار الناجمة عن العوامل الأخرى على القاعدة النقدية مثل تغييرات الودائع التي تقوم بها الخزينة العامة لدى المصرف المركزي أو التغييرات في الرصيد الصافي لعمليات المقاصة ^٢، وعمليات السوق المفتوحة تولد نوعين رئيسيين من الآثار على النظام المصرفي وظروف الائتمان وهما :

١. التأثير على سعر الفائدة (Interest-rate effect)

٢. التأثير على القاعدة النقدية (Monetary Base effects)

^١ Stephen H. Axilrod : "Transformations to Open Market Operations" Developing Economies and Emerging Markets, op.cit; P4

^٢ د. الناقه ، احمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية ، مرجع سابق . ص 122

١,٥,٣,١. التأثير على سعر الفائدة (Interest-rate effect)

يقوم المصرف المركزي عادة بشراء وبيع كميات كبيرة من الأوراق المالية في الأسواق المالية وذلك لغرض حقن أو امتصاص السيولة ، فعندما يقوم المصرف المركزي بشراء الأوراق المالية سيضيف بهذا طلبا إضافيا على هذه الأوراق المالية في الأسواق والذي سيؤدي بدوره إلى زيادة أسعارها ويخفض من عوائدها . بالمقابل ، عندما يقوم المصرف المركزي ببيع الأوراق المالية من محفظته المالية ، فإنه سيزيد عرض هذه الأوراق المالية في الأسواق والذي سيؤدي بدوره إلى انخفاض أسعارها وارتفاع عوائدها ^١.

٢,٥,٣,١. التأثير على القاعدة النقدية (Monetary Base effects)

تمثل القاعدة النقدية النقود المرتفعة القوة (High powered money) وهي تساوي النقود في التداول بالإضافة إلى الاحتياطيات الكلية في النظام المصرفي ^٢:

$$\text{القاعدة النقدية} = \text{النقود في التداول} + \text{الاحتياطيات الكلية}$$

ونستنتج من هذه المعادلة أن المصرف المركزي يستطيع عن طريق التحكم بمستوى الاحتياطيات الكلية (عن طريق عمليات السوق المفتوحة أو عن طريق منح قروض للمصارف discount loans) أن يتحكم بمستوى القاعدة النقدية ، ويستطيع المصرف المركزي أن يمارس سيطرة دقيقة على القاعدة النقدية أكبر من السيطرة التي يمارسها على الاحتياطيات فقط لهذا فإن النماذج التي تفسر العرض النقدي ودور المصرف المركزي في هذه العملية تركز بشكل أكبر على القاعدة النقدية بدلا من كونها تركز على الاحتياطيات .

ولتوضيح ذلك سوف نلقي نظرة على الأمثلة التالية :

¹ Peter S. Rose : Money and Capital Markets " The Financial System in the Economy". op.cit; page, 522-523

² MISHKIN,FREDERIC & EAKIINS,STANLEY : FINANCIAL MARKETS + INSTITUTION , op.cit; page174

المثال الأول : عملية الشراء المفتوحة من مصرف Open Market Purchase from a Bank

<u>المصرف التجاري</u>	
Assets أصول	Liabilities التزامات
- ١٠٠٠ أوراق مالية	
+ ١٠٠٠٠ احتياطات إضافية	
<u>المصرف المركزي</u>	
Assets أصول	Liabilities التزامات
+ ١٠٠٠ أوراق مالية	+ ١٠٠٠٠ احتياطات إضافية
الشكل رقم (٤) : عمليات الشراء المفتوحة من مصرف	

لنفترض أن المصرف المركزي السوري قام عن طريق عمليات السوق المفتوحة بشراء أذونات خزينة بقيمة ١٠٠٠ ليرة سورية من احد المصارف التجارية ، عندئذ فان المصرف البائع سوف يستلم شيك بقيمة ١٠٠٠ ل.س من المصرف المركزي قد يودعه في حسابه لدى المصرف المركزي أو قد

يصرف الشيك نقدا وفي كلتا الحالتين فان المصرف سيستقبل ١٠٠٠ ل.س في حسابه ، وستظهر أيضا هذه التغيرات في ميزانية المصرف المركزي كما في الشكل رقم (٤) ^١:

في هذه الحالة : نجد أن الاحتياطات قد زادت بمقدار ١٠٠٠ ل.س أما النقود في التداول فلم تتغير والقاعدة النقدية أيضا زادت بمقدار ١٠٠٠ ل.س .

¹ Peter N. Ireland : Money, Banking and Financial Markets, Department of Economics, Boston College, Spring 2004

المثال الثاني : عملية الشراء المفتوحة من الجمهور غير المصرفي I Open Market Purchase from The Non-Bank Public

لنفترض مرة أخرى أن المصرف المركزي السوري قام عن طريق عمليات السوق المفتوحة بشراء أدونات خزينة بقيمة ١٠٠٠ ليرة سورية من الجمهور غير المصرفي ، فإذا استلم بائع أدونات الخزينة شيك بقيمة ١٠٠٠ ل.س من المصرف المركزي وقام بإيداعه في حساب الشيكات

في المصرف التجاري فإن هذه التغيرات سوف تظهر كما في الشكل رقم (٥) ^١:

في هذه الحالة إن تأثير عمليات الشراء المفتوحة على ميزانية المصرف المركزي هي نفس التأثيرات الناتجة عن شراء أدونات الخزينة مباشرة من المصرف التجاري : الاحتياطات ستزداد بمقدار ١٠٠٠ ل.س وبما إن النقود في التداول لم تتغير فإن القاعد النقدية أيضا ستزداد بمقدار ١٠٠٠ ل.س .

الجمهور غير المصرفي	
Assets أصول	Liabilities التزامات
- ١٠٠٠ أوراق مالية	
+ ١٠٠٠ ودائع الشيكات	
المصرف التجاري سوف يودع الشيك في حسابه لدى المصرف المركزي	
المصرف التجاري	
Assets أصول	Liabilities التزامات
+ ١٠٠٠ احتياطات	+ ١٠٠٠ ودائع الشيكات
المصرف المركزي	
Assets أصول	Liabilities التزامات
+ ١٠٠٠ أوراق مالية	+ ١٠٠٠ احتياطات
الشكل رقم (٥): عمليات الشراء المفتوحة من الجمهور غير المصرفي	

¹ Peter N. Ireland : Money, Banking and Financial Markets, Department of Economics, Boston College, Spring 2004

المثال الثالث : عملية الشراء المفتوحة من الجمهور غير المصرفي II Open Market Purchase from The Non-Bank Public

لنفترض أيضا أن المصرف المركزي السوري قام عن طريق عمليات السوق المفتوحة بشراء أدونات خزينة بقيمة ١٠٠٠ ليرة سورية من الشركات الخاصة أو من الشركات غير المصرفية (non-bank corporation) ، ثم قامت الشركة البائعة لأدونات الخزينة بصرف الشيك نقداً من المصرف التجاري . عندئذ

ستكون التغيرات كما في الشكل رقم ١ (٦) :

في هذه الحالة : عملية الشراء المفتوحة ليس لها أي تأثير على الاحتياطيات ، لكن بما إن العملة في التداول ستزداد بمقدار ١٠٠٠ ل.س كذلك ستزداد القاعدة النقدية أيضا بمقدار ١٠٠٠ ل.س . وبمقارنة المثال الثاني مع المثال الثالث نجد أن تأثير عمليات الشراء المفتوحة على الاحتياطيات يعتمد على اختيار بائع الأوراق المالية بين الاحتفاظ بإيراد البيع على شكل نقود أو على شكل ودائع ، ولكن تأثير

الجمهور غير المصرفي	
Assets أصول	Liabilities التزامات
- ١٠٠٠ أوراق مالية	
+ ١٠٠٠ عملة	
المصرف التجاري سوف يدفع ١٠٠٠ ل.س للبائع ويدع الشيك في حسابه لدى المصرف المركزي	
Assets أصول	Liabilities التزامات
- ١٠٠٠ النقد المدفوع	
+ ١٠٠٠ الودائع في المصرف المركزي	
الاحتياطيات سوف لن تتغير ولكن النقود في التداول سوف تزداد بمقدار ١٠٠٠ ل.س	
المصرف المركزي	
Assets أصول	Liabilities التزامات
+ ١٠٠٠ أوراق مالية	
	+ ١٠٠٠ عملة في التداول
الشكل رقم (٦) : عمليات الشراء المفتوحة من الجمهور غير المصرفي II	

عمليات الشراء المفتوحة على القاعدة النقدية يكون دائما متماثلا فالقاعدة النقدية سوف تزداد بغض النظر عما إذا احتفظ البائع بالإيرادات على شكل نقود أو على شكل ودائع . ومن التحليل السابق نستنتج أن مايلي^١ : بما أن المصرف المركزي لا يعرف إن كان بائع الأوراق المالية سيحتفظ بإيرادات البيع على شكل نقود أو وديعة فإن تأثير عمليات الشراء

¹ Peter N. Ireland : Money, Banking and Financial Markets, Department of Economics, Boston College, Spring 2004

المفتوحة على القاعدة النقدية سيكون ذا فاعلية أكبر من تأثير عملية الشراء المفتوحة على الاحتياطيات لذلك فإن المصرف المركزي يستطيع أن يتحكم أو يراقب القاعدة النقدية بدقة أكبر من تحكمه بالاحتياطيات .

وأما تأثير عمليات البيع المفتوحة على القاعدة النقدية والاحتياطيات فيمكن تلخيصه على النحو التالي :

إذا باع المصرف المركزي أدونات خزينة بقيمة ١٠٠٠ ل.س ، وقام المشتري بالدفع بشيك ، عندئذ ستكون التغيرات كمايلي :

• الاحتياطيات ستخفض بمقدار ١٠٠٠ ل.س.

• العملة في التداول تبقى بدون تغيير .

• القاعدة النقدية ستخفض بمقدار ١٠٠٠ ل.س .

إذا باع المصرف المركزي أدونات خزينة بقيمة ١٠٠٠ ل.س ، وقام المشتري بالدفع نقدا ، عندئذ ستكون التغيرات كمايلي :

• الاحتياطيات ستبقى بدون تغيير .

• العملة في التداول ستخفض بمقدار ١٠٠٠ ل.س .

• القاعدة النقدية ستخفض بمقدار ١٠٠٠ ل.س .

ومرة أخرى نستنتج أن المصرف المركزي يستطيع أن يتحكم أو يراقب القاعدة النقدية بدقة أكبر من تحكمه بالاحتياطيات .

¹ Peter N. Ireland : Money, Banking and Financial Markets, Department of Economics, Boston College, Spring 2004

المبحث الثاني : دور السندات الحكومية في السياسة المالية

تمهيد

لا يوجد تعريف محدد للسياسة المالية تتفق عليه جميع مدارس الفكر الاقتصادي ، لأن هذا التعريف يتم وفقاً للوظائف والأهداف التي تسعى السياسة المالية إلى تحقيقها ، والتي تختلف وفقاً لمراحل تطور المالية العامة ، لذلك نجد هناك تعاريف متعددة للسياسة المالية ، ولسنا هنا في مجال عرض جميع هذه التعاريف المتعددة للسياسة المالية ، لذلك نورد تعريف الدكتور قحطان السيوفي للسياسة المالية نظراً لشموليته ، فقد عرف السياسة المالية على أنها " دراسة تحليلية للنشاط المالي للقطاع العام وما يستتبع هذا النشاط من آثار بالنسبة لمختلف قطاعات الاقتصاد الوطني ، وهي تتضمن تكييفاً كمياً لحجم الإنفاق العام والإيرادات العامة ، وتكييفاً نوعياً لأوجه هذا الإنفاق ومصادر هذه الإيرادات بغية تحقيق أهداف معينة في طليعتها النهوض بالاقتصاد القومي ودفع عجلة التنمية وإشاعة الاستقرار في الاقتصاد " ^١ ، وتشكل السياسة المالية أداة هامة تعتمد عليها الدول المتقدمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ولمواجهة التقلبات الاقتصادية ، من خلال استخدام أدوات السياسة المالية للتأثير على الطلب الكلي والعرض الكلي ، فتقوم بالتعويض عن تقلبات الإنفاق الخاص بزيادة أو خفض الإنفاق العام كما تقوم بزيادة أو خفض الضرائب تبعاً للظروف السائدة ^٢ ، وتتمثل أهم أهداف السياسة المالية في الدول المتقدمة فيما يلي ^٣:

١. تحقيق الاستخدام الكامل للموارد المتاحة
٢. ضمان تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومواجهة التقلبات الاقتصادية
٣. الحفاظ على معدل نمو منتظم في الاقتصاد
٤. تقليل التفاوت في توزيع الدخل بين طبقات المجتمع ، ومساندة أدوات السياسة الاقتصادية الأخرى في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية

وتختلف أهداف السياسة المالية وأولويتها في الدول المتقدمة عنها الدول النامية ، حيث تركز أهداف السياسة المالية في الدول النامية على تمويل البرامج الاقتصادية والاجتماعية المختلفة ، وتسخر كل أدواتها لتوفير الموارد المالية اللازمة لتمويل برامج التنمية ، إلا أن توجه السياسة المالية في الدول النامية نحو تعبئة الموارد وتخصيصها لا يعني بالضرورة أن السياسة المالية في

^١ قحطان السيوفي : السياسة المالية في سورية ، وزارة الثقافة ، دمشق ٢٠٠٨ ، ص ٣٥-٣٦
^٢ صندوق، عفيف عبد الكريم : دور السياسة المالية في تحقيق التوازن الاقتصادي مع إشارة خاصة إلى الجمهورية العربية السورية ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ٢٠٠٠ ، ص ٢٣
^٣ خلف، فليح حسن : المالية العامة ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ٢٠٠٨ ، ص ٣٤١-٣٤٥

الدول النامية لا تستخدم لهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، حيث يغدو الاستقرار والتوازن الاقتصادي ضرورة من ضرورات التقدم الاقتصادي في الدول النامية ، بل إن المسألة لا تعدو كونها ترجيحاً للأهمية النسبية لهدف آخر وفق ما تمليه الضرورات والظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية في الدول النامية ^١ ، وتستخدم السياسة المالية في سعيها لانجاز أهدافها المختلفة ثلاث أدوات رئيسية وهي ^٢:

١. الضرائب

٢. النفقات العامة

٣. القروض العامة

وتلعب السندات الحكومية والأسواق التي يتم فيها تداولها دوراً كبيراً بالنسبة للسياسة المالية يتمثل في أنها تتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة قائماً على أسس حقيقية غير تضخمية وتوفر بديلاً للتمويل أفضل من الاقتراض من المصرف المركزي الذي قد ينتج عنه مخاطر كبيرة مثل مخاطر الضغوط التضخمية والضغوط على سعر صرف العملة المحلية ، كما أنها تزيد من كفاءة إدارة الدين العام ، حيث أن الحكومة سوف تصبح أكثر إدراكاً لجانب الكلفة المتوجب دفعها من أجل تمويل الدين العام بكل وضوح وهذا سيضمن تلبية الاحتياجات التمويلية للحكومة وسداد التزاماتها بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط إلى الطويل وبأقل درجة مقبولة من المخاطرة .

أولاً : العلاقة بين العجز المالي وأسلوب تمويله والتضخم

إن التأثير التضخمي للعجز المالي الحكومي يعتمد بالدرجة الأولى على تأثير العجز على مجاميع الطلب ، وعلى نوعية المصادر التي مول بها هذا العجز ، فإذا حاولت الحكومة تمويل العجز المالي عن طريق إصدار السندات الحكومية ، فإن العلاقة بين العجز المالي الحكومي والتضخم ستعتمد على خلق النقود ، ومن ثم فإن التضخم سيكون ظاهرة نقدية ، أي أن التوسع في العرض النقدي سوف يعتبر مسبباً للتضخم ، والذي سيحدد في المدى المتوسط معدل الارتفاعات في الأسعار ، ومن هنا نجد بأن هناك علاقة ارتباط مباشرة بين احتياجات التمويل الحكومية وخلق النقود ، وهي تستند بالدرجة الأولى على مدى اعتماد الحكومة على المصرف المركزي والمصارف التجارية في تمويل هذه الاحتياجات ، سواء أكان التمويل على شكل قروض تقدم للخبزينة أو عن طريق شراء الأوراق المالية الحكومية ، وقد تحاول السلطات تقييد التمويل النقدي (monetary financing) للعجز المالي ، وذلك عن طريق بيع الأوراق المالية الحكومية

^١ فوزي ، عبد المنعم : المالية العامة والسياسة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت ١٩٧٢ ، ص ٤٥

^٢ قحطان السيوفي : السياسة المالية في سورية ، مرجع سابق ، ص ١٥

للقطاع الخاص غير المصرفي مثل القطاع المنزلي والشركات والمؤسسات المالية غير المصرفية ، وفي هذه الحالة لن يكون هناك تأثير على العرض النقدي ، لأن الأصول المالية في هذه الحالة سوف تنتقل من القطاع الخاص إلى القطاع الحكومي ^١.

١. مصادر تمويل العجز المالي

في حال كانت الموارد المالية المحصلة غير كافية لتغطية الإنفاق الحكومي العام ، فبإمكان الحكومة أن تلجأ إلى خيارات متعددة لتمويل العجز المالي في الموازنة العامة للدولة ، بإمكانها مثلاً أن تقوم بطباعة نقود جديدة (الاقتراض الحكومي من المصرف المركزي) تستخدمها في دفع قيمة البضائع والخدمات التي تقوم بشرائها ، أو أن تلجأ إلى الاقتراض وذلك عن طريق إصدار قروض تحمل فائدة للمصارف المحلية أو المؤسسات الغير مصرفية ، أو أن تقترض النقود من الأسواق المالية العالمية ، أو تقوم بتخفيض احتياطياتها من النقد الأجنبي ، أو تلجأ إلى المتأخرات المتراكمة ، ويكون لمصدر تمويل العجز المالي الحكومي أثراً مختلفة على التضخم ، سوف نستعرضها بإيجاز فيما يلي :

١.١. الاقتراض من المصرف المركزي

من وجهة نظر نقدية ، فإن التضخم يقاد بالنمو النقدي ، حيث أن الارتفاع الدائم والمستمر في الأسعار يجب أن يكون مسبقاً أو مرافقاً لارتفاع مواز في العرض النقدي ، ووفقاً لوجهة نظر ميلتون فريدمان الشهيرة ، فإن التضخم أينما وحيثما وجد فهو ظاهرة نقدية ^٢. فإذا كانت السياسة النقدية متكيفة مع عجز مالي مستمر في الموازنة العامة للدولة ، فإن المصرف المركزي يستطيع أن يقرض النقود للحكومة بشكل مباشر وذلك من أجل دفع فوائدها ، أو يقوم المصرف المركزي بشراء القرض الحكومي أثناء عملية الإصدار ، أو يقوم بشرائه فيما بعد عن طريق عمليات السوق المفتوحة ، وفي كلتا الحالتين فإن المصرف المركزي يقوم بإحداث زيادة في النقود ذات القوة المرتفعة من أجل تمويل العجز المالي الحكومي ، هذه الزيادة في القاعدة النقدية أو العرض النقدي غالباً ما يشار إليها بطباعة النقود ، وإن القناة التي تقوم من خلالها طباعة النقود بالتأثير على التضخم تختلف باختلاف نظام سعر الصرف ^٣.

¹ Saleh, Ali Salman: The budget deficit and economic performance: A survey. University of Wollongong Economics Working Paper Series 03-12, September 2003.p22-23-24

² Solomon M., and W.A. de Wet. The effects of a budget deficit on inflation: The case of Tanzania. SAJEMS NS Vol 7 (2004) No 1,p104-105

³ R. Piontkivsky, A. Bakun, M. Kryshko, and T. Sytnyk : The Impact of the Budget Deficit on Inflation in Ukraine, op.cit;p7-8

- فإذا كان نظام سعر الصرف ثابتاً ، فإن طباعة النقود سوف تجعل المصرف المركزي يستنزف احتياطياته من النقد الأجنبي ، وذلك لأن عليه أن يتدخل في سوق سعر الصرف الأجنبي من أجل الحفاظ على ثبات سعر الصرف ، وبذلك فإن الحاجة المستمرة للتمويل والنقصان المستمر في الاحتياطيات من النقد الأجنبي سوف يولد ضغطاً مستمراً على سعر الصرف بشكل قد ينتهي إلى تخفيض قيمة العملة وإحداث زيادة كبيرة في معدل التضخم .
- أما إذا كان نظام سعر الصرف عائماً ، وعندما الحكومة تقوم بتمويل العجز المالي عن طريق طباعة النقود ، فإن الجمهور سوف يسعى إلى موازنة الآثار الناجمة عن التضخم وذلك عن طريق حمل كميات أكبر من النقود الاسمية من فترة لأخرى من أجل الحفاظ على رصيد النقود الحقيقية ، وهكذا تبقى القوى الشرائية للنقود ثابتة لفترة طويلة ، وفي ظل هذا الوضع فإن الحكومة سوف تعتمد كلياً عندما تقوم بتمويل العجز المالي على فرض مزيد من الضرائب التضخمية (inflation tax)، وهكذا فإن الحكومة عندما تتبنى نظام سعر الصرف العائم كلياً ، سيكون هناك ارتباط واضح وكبير بين حجم العجز المالي ومعدل التضخم ، وبالتالي فإن العجز المالي سيؤدي حتماً إلى حدوث التضخم .

٢,١. الاقتراض من الجمهور

إن الاقتراض من الجمهور قد يكون داخلياً أو خارجياً ، ويختلف تأثير كل منهما على القاعدة النقدية والعرض النقدي سنورده فيما يلي¹:

١,٢,١. الاقتراض من المصارف

الاقتراض الحكومي ينشئ ضغطاً على الاحتياطيات المصرفية مما قد يلجئ المصارف إلى طلب مزيداً من السيولة من المصرف المركزي ، فإذا زود المصرف المركزي المصارف بالسيولة المطلوبة ، فإن القاعدة النقدية سوف تزداد مسببة زيادة في العرض النقدي تؤدي إلى حدوث التضخم ، وإذا لم يلبي المصرف المركزي الطلب الإضافي للسيولة من قبل المصارف ، فإن المصارف سوف تلجأ إلى تقليل حجم الائتمان الممنوح إلى القطاع الخاص من أجل مقابلة الطلب الحكومي المتزايد على الائتمان ، وذلك عن طريق شراء القرض الحكومي ، وهذا التخفيض في حجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص يشار إليه بمزاحمة القطاع الخاص على الإنفاق ، وقد يؤدي تالياً إلى حدوث التضخم .

¹ R. Piontkivsky, A. Bakun, M. Kryshko, and T. Sytnyk : The Impact of the Budget Deficit on Inflation in Ukraine, op.cit;p7-8-9

٢,٢,١ الاقتراض من الجمهور المحلي غير المصرفي Non-bank domestic public

إن الاقتراض من الجمهور المحلي غير المصرفي (القطاع المنزلي ، الشركات ، المؤسسات المالية الغير مصرفية) عن طريق إصدار القرض العام لا يحدث تغييرا في القاعدة النقدية ولن يكون له تأثير على العرض النقدي أو التضخم ، ولكن في حالة معينة ، عندما تقوم الحكومة بإصدار كميات كبيرة من القروض العامة لتمويل العجز المالي ، عندها قد يقوم الجمهور برفض الحصول على مزيد من القرض الحكومي ، لأنه في هذه الحالة سوف يشك في قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها ، وهذا الأمر قد ينتج عنه تضخما إضافيا لأن القيمة الاسمية للقرض الحكومي وفوائده سوف تتراكم ، وذلك قد يدفع الحكومة عند حلول تاريخ استحقاقها ، ولو بشكل جزئي ، إلى طباعة النقود و فرض مزيد من الضرائب التضخمية من أجل تمويلها ، بالإضافة إلى ذلك ، فإن تمويل العجز المالي المستمر في الموازنة العامة للدولة من الجمهور يؤدي إلى زيادة في حجم السندات الحكومية ، ومن أجل تحسين جاذبية هذه السندات ، فإن الحكومة قد تلجأ إلى توفيرها بسعر منخفض، مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع في سعر الفائدة عليها ، وبالتالي فإن ارتفاع تكلفة الاقتراض الحكومي سوف يزيد من حجم مدفوعات خدمة القرض والإنفاق الحكومي في المستقبل ، فإذا ما اعتبر المصرف المركزي أن ارتفاع سعر الفائدة على القرض الحكومي أمرا غير مقبول ، فانه قد يلجأ إلى شراء السندات الحكومية من أجل رفع أسعارها ، وبالتالي يؤدي ذلك إلى حدوث انخفاض في سعر الفائدة ، وإذا ما تابع المصرف المركزي القيام بعمليات السوق المفتوحة ، فانه سيؤدي إلى حدوث زيادات مستمرة في العرض النقدي ، تؤدي في النهاية إلى حدوث ارتفاعات في الأسعار .

٣,٢,١. الاقتراض من الأسواق العالمية

يكون تأثير العجز في الموازنة العامة للدولة على العرض النقدي والتضخم وذلك عند الاقتراض من الجمهور الأجنبي معتمدا بشكل رئيسي على نظام سعر الصرف المستخدم ، فعندما يكون نظام سعر الصرف المستخدم ثابتا ، فإن الاقتراض من الجمهور الأجنبي سيكون له دورا معقما وذلك بالحفاظ على ثبات سعر الصرف عند مستوى معين ، وبذلك قد يضطر المصرف المركزي إلى زيادة القاعدة النقدية بشرار السيولة الفائضة من العملة الأجنبية وذلك لمقابلة الاحتياطات الإضافية التي حققت في النظام ، وكذلك التقليل من أثر الضغوط التضخمية ، أما إذا كان نظام سعر الصرف المستخدم عائما ، عندئذ فإن الاقتراض الخارجي الموجه لتمويل العجز المالي سوف يسمح للحكومة بتجنب الزيادة في القاعدة النقدية والعرض النقدي ، وهكذا يقوم بمنع تشكل

الضغوط التضخمية ، وقد ينتج عن هكذا سياسة ارتفاع سعر الصرف مما يؤثر بشكل سلبي على الصادرات بسبب انخفاض تنافسيتها في الأسواق العالمية .

٣,١. هبوط احتياطات العملة الأجنبية

إذا قام المصرف المركزي بحقق مزيد من الاحتياطات في الاقتصاد من أجل شراء القرض الحكومي من السوق الأولية أو الثانوية ، أو من أجل منح قرض للحكومة ، عندئذ سيقوم المصرف المركزي بتبديل احتياطات النقد الأجنبي بالنقد المحلي وذلك لكي يعادل الزيادة في القاعدة النقدية والعرض النقدي ، وهكذا فإن تمويل العجز المالي المستمر قد يؤدي إلى تجفيف احتياطات النقد الأجنبي ، وهذا الأمر بدوره قد يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال ، وانخفاض سعر الصرف وحدوث ضغوط تضخمية^١ .

٤,١. تراكم المتأخرات Accumulation of arrears

على الرغم من أن متأخرات الإنفاق الحكومي قد تؤدي إلى تقديرات خاطئة في حجم الإنفاق الحكومي وفي احتياجات الحكومة للأموال المقترضة ، وذلك لأنها تؤثر بشكل عكسي على التوقعات ، إلا أن الكيانات الاقتصادية تستطيع أن تخمن حجم الزيادة في الضغط الضريبي وارتفاع معدل التضخم والتدهور العام في الوضع المالي ، وهذه التوقعات تميل في أغلب الأحيان إلى تضخيم آثار " العجز-النقود-التضخم " التقليدية ، وهذا يدفع الموردون إلى رفع أسعارهم أو منع أو تأخير مدفوعاتهم من الضرائب والأجور المكلفين بها ، بالإضافة إلى ذلك ، فإن المتأخرات المتراكمة في فترات سابقة والتي تشكل تهديدا قد تحمل على فترات زمنية في المستقبل ، وهو بذلك يساهم في تأخير الضغوط التضخمية ، وبالتالي فإنه لا يمنع تشكلها في المستقبل^٢ .

¹ R. Piontkivsky, A. Bakun, M. Kryshko, and T. Sytnyk : The Impact of the Budget Deficit on Inflation in Ukraine, op.cit; p10

² R. Piontkivsky, A. Bakun, M. Kryshko, and T. Sytnyk : The Impact of the Budget Deficit on Inflation in Ukraine, op.cit;p10

ثانياً : إدارة الدين العام Public Debt Management

١. مفهوم إدارة الدين العام

إدارة الدين العام هي عملية وضع وتطبيق إستراتيجية لإدارة دين الحكومة من أجل توفير مبلغ التمويل المطلوب وتحقيق أهداف الحكومة المتعلقة بالمخاطر والتكلفة ، بالإضافة إلى أية أهداف أخرى تكون الحكومة قد حددتها لإدارة الدين العام ، مثل إقامة سوق كفاء للأوراق المالية والمحافظة عليها ، ومن منظور اقتصادي كلي أكثر شمولاً للسياسة العامة يجب أن تسعى الحكومات إلى التأكد من قدرة اقتصادياتها على تحمل مستوى الدين العام ومعدل نموه ومن إمكانية خدمة هذا الدين في ظل مجموعة كبيرة من الظروف المختلفة مع القدرة في نفس الوقت على تحقيق الأهداف المتعلقة بالتكلفة والمخاطر، ويجب أن يتأكد القائمون على إدارة الدين من أن سلطات المالية العامة تدرك أثر احتياجات الحكومة التمويلية ومستويات ديونها على تكلفة الاقتراض ، ويعتبر كل من نسبة خدمة دين القطاع العام ونسب الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي وإلى الإيرادات الضريبية من بين أمثلة المؤشرات التي تتناول مسألة إمكانية استمرار الدين^١.

٢. أهداف إدارة الدين العام public Debt Management Objectives

يتفق مديرو الدين العام في مختلف بلدان العالم على أهمية امتلاك أهداف واضحة لإدارة الدين العام ، وهذه الأهداف لا توضح فقط الهدف من نشاطات إدارة الدين العام ، بل تعد شرطاً ضرورياً لتطوير إستراتيجية إدارة الدين العام وتقييم فعاليتها^٢. وتضع معظم الحكومات في مختلف الاقتصاديات أهداف عامة لإدارة الدين العام يمكن تلخيصها بتوفير التمويل من القطاع غير الحكومي من أجل تغطية الاحتياجات التمويلية للحكومة والوفاء بالتزاماتها المالية بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط والطويل وبدرجة معقولة من المخاطرة مع الأخذ بعين الاعتبار ضرورة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية. وفي هذا السياق فإن الأهداف تتمثل في :

١. توفير التمويل من القطاع غير الحكومي لتغطية احتياجات اقتراض الحكومة

٢. تخفيض تكلفة الاقتراض إلى أدنى حد ، أخذاً بعين الاعتبار المخاطر

٣. التنسيق مع السياسة النقدية

وفيما يلي سوف نناقش أهداف إدارة الدين العام :

^١ المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام : أعدها خبراء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ، واشنطن ٢٠٠١، ص2-3

² World Bank 2007a, “Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation”, World Bank, Washington, D.C. page 50

١,٢. توفير التمويل من القطاع غير الحكومي لتغطية احتياجات الاقتراض الحكومي

Raising finance from the non-government sector to cover the government's borrowing need
يتصل هذا الهدف باعتبارات عديدة تتعلق بالسياسة النقدية ومصادر تمويل العجز وفترة التمويل .
وسوف نبحثها بشيء من التفصيل :

١,١,٢. اعتبار السياسة النقدية (Monetary policy rationale)

يكون أثر سياسة الميزانية الحكومية على خلق النقود ذات القوة الشرائية المرتفعة حيادياً إذا استطاعت الحكومة تحييد أثر خلق السيولة المجمع الناتج عن عجز الميزانية وعن سداد القروض السابقة عن طريق إصدار قرض جديد للقطاع الخاص عبر عمليات السوق المفتوحة. وحتى لو دلت الدراسات التجريبية على أن عجز الميزانية الكبير قد يشكل ضغطاً على سعر الفائدة الاسمي والحقيقي ويحد من درجة استقلالية السياسة النقدية في إدارة أسعار الفائدة ، إلا أن الاقتراض من المصرف المركزي سواء أكان سحباً على المكشوف أو بشراء الأوراق المالية يؤدي إلى خلق النقود عالية القوة الشرائية وهذا بدوره يكون تضخماً^١.

وقد تكون التكاليف المباشرة لاقتراض الحكومة من القطاع الخاص بأسعار فائدة يحددها السوق مرتفعة ، ولكن الحكومات في البلدان المتطورة تعتبرها جديرة بالدفع لعدة أسباب منها^٢ :
١. إن هذه التكاليف لا تعتبر عبء على الاقتصاد إذا كان الدين داخلياً ولكنها مدفوعات داخل الاقتصاد ، وإن محاولات السيطرة على آثار إعادة توزيع الدخل لتلك المدفوعات من خلال التمويل عن طريق الاقتراض من المصرف المركزي أو عن طريق إبقاء أسعار الفائدة منخفضة تعتبر سياسات رديئة على المدى المتوسط والطويل لأنها سياسات تضخمية قد تؤدي إلى قيام المدخرين بالتحويل من الادخار بالأدوات المالية المحلية إلى الادخار بالعملات الأجنبية (دولة) أو تخزين السلع أو التوسع في الاستهلاك . وبالمقابل فإن المقترضين قد يجدون أساليب متنوعة للالتفاف حول القيود المفروضة وتحقيق فوائد كبيرة من الإقراض المدعوم أو القيام باستثمار أقل من المستوى الأمثل .

٢. إن محاولات تخفيض تكلفة الاقتراض عن طريق الإصدار النقدي قد يؤدي إلى حدوث التضخم والتسبب بخسائر كبيرة للاقتصاد الحقيقي ، لذلك فإن العديد من المصارف المركزية في

١ الصادق.علي توفيق : إدارة الدين العام ، صندوق النقد العربي "معهد السياسات الاقتصادية" ، أبو ظبي 1998.ص ٣٦

2 Simon Gray : The Management of Government Debt. Bank of England,London,op.cit; . Pages 5-6

مختلف الاقتصاديات تُمنع من تقديم الائتمان المباشر للحكومات ولا حتى عن طريق شراء الأوراق المالية الحكومية من السوق الأولية .

٢,١,٢. الاعتبار التمويلي (financing target)

إذا ما تم منع المصرف المركزي من تمويل العجز الحكومي ، فان وزارة المالية والمصرف المركزي بحاجة إلى أن يعرفا حجم التمويل المستهدف في كل فترة زمنية لإصدار الكمية المطلوبة من الأوراق المالية (ما لم تملك الحكومات تسهيل السحب على المكشوف من القطاع الخاص) . ولكن الرقم الدقيق لحجم التمويل المستهدف لا يمكن أن يُعرف - خصوصاً في ظل حالات التضخم المرتفع أو المتقلب حيث أن الحجم الآني أو المتنبأ به للنفقات والإيرادات الحكومية يمكن أن يخمنا فقط ، ولكن هذه التنبؤات يمكن أن تُحدَّث بانتظام بحيث يصبح لدى المصرف المركزي ووزارة المالية صورة تقريبية للوضع في نهاية الفترة . فالمصرف المركزي بحاجة لأن يأخذ بعين الاعتبار كيفية تلبية الطلب المتنامي على الأرصدة النقدية ، فإذا اعتبرنا أن العلاقة بين الدخل والنقود قائمة كما في المعادلة التالية :

$$(MS)(V) = P.Y$$

حيث : V = سرعة دوران النقود ، MS = عرض النقود / السيولة

$$P = \text{مؤشر الأسعار} ، Y = \text{الدخل الحقيقي}$$

فإذا ما نما الدخل الحقيقي بمقدار ٥٪ وكانت سرعة دوران النقود ثابتة ، فان نمو العرض النقدي بمقدار ٥٪ سوف لن يكون تضخيمياً ، بالإضافة إلى أن أي محاولة لإبقاء عرض النقود ثابتاً سوف تؤدي إلى حدوث انكماش ، ولكن إذا كانت الحكومات لا تقوم بخلق القاعدة النقدية لأنها تغطي احتياجاتها بشكل كامل عن طريق إصدار قروض إلى القطاع الخاص ، إذا فكيف يتسنى للقطاع غير الحكومي الحصول على الزيادة المطلوبة في النقود ذات القوة المرتفعة ؟ إن الطريقة الوحيدة لفعل ذلك تتمثل في اللجوء إلى المصرف المركزي للاقتراض منه أو بيعه بعض الأصول المالية مثل العملات الأجنبية أو الذهب أو الأوراق المالية^١.

¹ Simon Gray : The Management of Government Debt. Bank of England, London, op.cit; . Pages 6-7

٢, ١, ٣. اعتبار فترة التمويل (financing period)

يرتبط هذا الاعتبار بالفترة التي يجب فيها على الحكومة العمل من أجل الحفاظ على التوازن بين احتياجات التمويل وإصدار القرض : هذه الفترة قد تكون يومية أو أسبوعية أو شهرية أو سنوية أو متوسطة المدى ؟ إن معظم الحكومات تعد موازاناتها على أساس سنوي ، لذلك فإنها تخطط لتمويل احتياجاتها على نفس الأساس السنوي ، ولكن يوجد في العادة نمط فصلي لعجز الميزانية حيث أن الضرائب على المؤسسات يمكن أن تدفع مرة كل ربع سنة أو كل سنة ، أما الأجور فيمكن أن تدفع بنهاية كل أسبوع أو شهر ، وبالتالي فإن ميزانية الحكومة على أساس يومي أو حتى شهري يمكن أن تتأرجح بين فاض وعجز . وإصدار الدين يمكن أن يصمم ليحاكي نفس النمط لكي يتم تحييد أثر خلق السيولة لعجز الميزانية على أساس يومي أو أسبوعي . لكن إدارة إصدار الدين العام بهذا الأسلوب سيكون شديد الصعوبة وذلك لأن طلب المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية يتجه للاستقرار ، مما يجعل من أسلوب إصدار الدين العام الذي يؤدي إلى توسيع وتضييق السيولة لا يلائم المستثمرين ، إذ أنه قد يسبب تقلبات غير ضرورية في السوق وبالتالي يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل طويلة الأجل . لذلك تقوم السلطات (المصرف المركزي ووزارة المالية) عادة بتخطيط إدارة إصدار الدين العام على أساس متساوٍ خلال السنة كلها ، ويمكن أن يتم ذلك على أساس إجمالي بحيث يكون الإصدار الإجمالي الشهري مساوٍ لجزء واحد من اثنتي عشر جزء لعجز الميزانية المقدر ، وجزء واحد من اثنتي عشر جزء للدين المستحق خلال السنة المعينة . ويمكن أيضا أن يتم إصدار الدين على أساس صافي وذلك عن طريق إصدار شهري يساوي إعادة تمويل أي دين يستحق فعليا خلال الشهر ، بالإضافة إلى جزء واحد من اثنتي عشر جزءا لعجز الميزانية المقدر ، وهذا الأسلوب يتبع في الولايات المتحدة الأمريكية . وينتج عن أسلوب إدارة الدين على أساس إجمالي أو صافي تأرجح قصير الأجل في صافي التدفق النقدي ، والذي يتطلب تدبيراً يمكن أن يتم من خلال تسهيل السحب على المكشوف لفترة قصيرة من المصرف المركزي ، علما بأن هذا التدبير يمكن أن يكون خطيراً عندما يتحول إلى سحب على المكشوف متنامي وطويل الأجل (وفي كل الحالات يجب أن يحمل سعر فائدة محدد من قبل السوق وذلك لتقليص لجوء الحكومات إلى هذا الخيار على أنه الخيار الأرخص) ويمكن أن يتم هذا التدبير من خلال إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل أو من خلال السحب على

المكتشوف من المصارف التجارية أو من خلال السحب من الفوائض النقدية المتراكمة بشكل مسبق^١.

٢,٢. تخفيض التكلفة في المدى الطويل أخذاً بالحسبان المخاطر

Minimising costs over the long term, while taking account of risks

قبل القرن العشرين كانت الحكومات المقترضة تنشئ صناديق السداد لتوفير الأموال الكافية من أجل استهلاك الديون ، باعتبار أن الاقتراض الحكومي في تلك الفترة كانت يتم بشكل استثنائي لتوفير التمويل للظروف الاستثنائية (مثل الحروب) . ولكن في هذه الأيام فان معظم الاقتراض الحكومي يميل لأن يكون دائماً ، حيث يتم تسديد القروض القديمة بقروض جديدة ، موفرة بذلك مستوى معين من المديونية له علاقة بالنتائج المحلي الإجمالي ، فإذا كانت نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي لا ترتفع بشكل كبير ، فان ذلك يعتبر وضعاً قابلاً للاستمرار . ولكن ما هو مقدار نسبة الدين العام التي تعتبر قابلة للاستمرار ؟ تختلف هذه النسبة باختلاف البلدان ، ففي البلدان المتقدمة فان نسبة أعلى من ١٠٠ % من الناتج المحلي الإجمالي السنوي تعتبر عالية جداً (ففي بريطانيا وصلت هذه النسبة في عقد الخمسينات إلى ٣٠٠ % قبل أن تنخفض إلى حوالي ٥٠ % فيما بعد ، وحددت اتفاقية ماستريخت كأحد معايير الدخول في المرحلة الأخيرة (الثالثة) للوحدة النقدية الأوروبية نسبة مديونية الحكومة بالا تتجاوز ٦٠ %) ، أما في البلدان النامية حيث مطرح الضريبة صغير كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، فان المستويات القابلة للاستمرار يمكن أن تكون أقل بكثير من ١٠٠ % . لذا فان الحكومات تتوقع أن تستمر في الاقتراض لتمويل عبء الدين القائم ، وهذا الأمر له انعكاسات على إستراتيجية تخفيض تكلفة الدين العام^٢ ، وتتمثل أهم هذه المسائل فيما يلي :

١,٢,٢. منحنى العائد (yield curve)

ذكرنا في فصل سابق أن منحنى العائد يصف العلاقة بين أسعار الفائدة وفترات الاستحقاق المختلفة . ويبين شكل المنحنى توقعات السوق لأسعار الفوائد المستقبلية . فالمستثمر أو المقترض في إطار ستة أشهر يمكن أن يختار سعر فائدة لستة أشهر منذ البداية أو أن يختار سعر فائدة لثلاثة أشهر ويمدد الفترة لثلاثة أشهر أخرى أو أن يختار سعر الفائدة بشكل يومي ويمدد كل يوم لغاية ستة أشهر . ويتوقع السوق أن يكون المستثمر أو المقترض غير مبالي بين هذه البدائل في ظل غياب علاوة المخاطرة (risk premium) ، حيث أن التحكيم

^١ الصادق.علي توفيق : إدارة الدين العام ، مرجع سابق ، ص ٣٩-٤٠

^٢ Simon Gray : The Management of Government Debt. Bank of England, Londo, op.cit; . Pages 8-9

السوقي (market arbitrage) سوف يؤمن ذلك قبل حدوث الصفقة (ex ante) ولتوضيح ذلك نفترض أن سعر الفائدة لمدة ثلاثة أشهر هو ١٠٪ سنويا ، وسعر الفائدة لمدة ستة أشهر هو ١٢٪ سنويا . وهذا يتضمن أن توقعات السوق لسعر الفائدة لمدة ثلاثة أشهر في غضون ثلاثة أشهر هو ١٤٪ سنويا . كما في الجدول التالي :

أسعار الفائدة الجارية		الأسعار الضمنية خلال ٣ أشهر	
الفترة	عدد الأيام	سعر الفائدة خلال الفترة (١)	سعر الفائدة السنوي (٢)
٣ أشهر	٩١	٢,٤٪	١٠٪
٦ أشهر	١٨٢	٥,٨٪	١٢٪
٩ أشهر	٢٧٣	١٠,٣٪	١٤٪
١٢ شهرا	٣٦٥	١٦,٠٪	١٦٪
		سعر الفائدة خلال الفترة (٣)	سعر الفائدة السنوي (٤)
		الآن ٢,٤٪	١٠٪
		في ٣ أشهر ٣,٣٪	١٤٪
		في ٦ أشهر ٤,٢٪	١٨,١٪
		في ٩ أشهر ٥,٢٪	٢٢,١٪

- (١) : سعر الفائدة المحدد من قبل السوق
(٢) : سعر الفائدة السنوي المركب والذي يستند على سعر الفائدة (١) :
سعر الفائدة السنوي = $[(1 + \text{سعر الفائدة للفترة})^{\text{عدد أيام الفترة}} - 1]$
(٣) : سعر الفائدة الضمني = $[(1 + \text{سعر الفائدة للفترة الطويلة}) / (1 + \text{سعر الفائدة للفترة القصيرة}) - 1]$
(٤) : سعر الفائدة السنوي الآجل على أساس مركب = $[(1 + \text{سعر الفائدة للفترة})^{\text{عدد أيام الفترة}} - 1]$

فإذا قبلت الحكومة توقعات السوق حول أسعار الفائدة المستقبلية ، أي أن الحكومة تعتقد بأن أسعار الفائدة الضمنية هي بالعموم صحيحة ، عندها سوف لن تبالي عند أي نقطة من منحنى العائد سوف تقترض ، وذلك لأن تكلفة القرض لثلاثة شهور سوف يتم تكرارها في كل ثلاثة أشهر ، كما أن تكلفة القرض لستة أشهر سوف يتم تكرارها في كل ستة أشهر ، وكذلك الأمر بالنسبة لقرض السنة الكاملة ، كلها يتوقع أن تكون متساوية . هذا من الناحية النظرية ، أما في التطبيق العملي فإن الحكومة قد لا تكون غير مبالية عند أي نقطة على منحنى العائد سوف تقترض . ويمكن تفسير ذلك بعدة أسباب منها :

١. قد ترغب الحكومة بتطويل فترة الاستحقاق للقروض القائمة حتى لا تضطر للجوء إلى إعادة التمويل بكثرة ، وإذا استطاعت الحكومة أن تقوم بذلك عن طريق إصدار أوراق مالية طويلة الأجل تحمل سعر كوبون ثابت ، فإنها بذلك ستتمكن من تثبيت تكلفة الاقتراض الاسمية .
٢. قد لا تتفق الحكومة مع السوق حول توقعات أسعار الفائدة المستقبلية ، فإذا توقعت الحكومة أن تكون أسعار الفائدة أقل من توقعات السوق ، عندها قد تلجأ إلى تقصير فترة استحقاق القرض المصدر ، وبذلك ستكون قادرة على الحصول على التمويل في المستقبل بتكلفة أرخص .

٣. قد يفضل بعض المقترضين الحصول على أوراق مالية ذات فترات استحقاق معينة ، ويكونون مستعدين لدفع علاوة من أجل الحصول عليها ، فإذا قامت الحكومة بتوفير هذه الميزة فإنها تستطيع بيع الأوراق المالية المميزة من حيث فترة الاستحقاق بتكلفة أقل .

٤. قد تتضمن أسعار الفائدة المستقبلية (forward rates) علاوة مخاطر مهمة ناتجة عن الخوف من أن يكون التضخم أو أسعار الفائدة الحقيقية أعلى من التوقعات السوقية ، أو قد تنجم عن الخوف من قيام الحكومة بالتخلص الجزئي من الدين عن طريق التمويل النقدي أو خفض قيمة العملة أو فرض ضريبة على الأوراق المالية . كل هذه المخاوف تؤثر على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بدرجة أكبر من الأوراق قصيرة الأجل ، وبذلك فإن علاوة المخاطر تميل للارتفاع كلما ازدادت فترة الاستحقاق ، وحيث أن الحكومة لا ترغب بدفع علاوة على المخاطر التي ترتبط بطول فترة الاستحقاق ، فعليها أن تقلل من خضوعها لسيطرة توقعات المستثمرين ، بحيث تلتزم إدارة الدين العام قدر الإمكان بسلوك ثابت يعزز من قدرة الحكومة في الحصول على الائتمان ويقلل من التأثيرات السلبية لتوقعات السوق ^١ .

٢,٢,٢. أساليب البيع والأسواق (Selling techniques and markets)

قد تجد الحكومات أن بعض أساليب إصدار الدين العام (المزادات التنافسية – الاكتتاب العام- الاتحادات المالية) أكثر ملائمة للسوق من غيرها ، وأن هياكل بعض الأسواق تجعلها متاحة بشكل أكبر لشريحة واسعة ومختلفة من المستثمرين ، هذه العوامل قد تؤثر على السعر الذي يدفعه المستثمر للأوراق المالية ، وما قد يكون مناسباً في المراحل الأولى من تطور السوق قد لا يكون كذلك في مراحل لاحقة ، لذلك يجب على الحكومة أن تقوم بمراجعة دورية لمعرفة مدى ملائمة هياكل الأسواق في كل مرحلة من مراحل تطور السوق ، وفي هذا السياق فإن تطوير السوق الأولية يحتم أن تكون إدارة الدين العام فيها تتسم بالشفافية والقابلية للتنبؤ ويجب قدر الإمكان استخدام آليات تستند إلى قوى السوق عند إصدار السندات ، كما أن تطوير السوق الثانوية بحيث تكون مرنة وتعمل بشكل فعال في ظل مختلف أوضاع السوق يؤثر على تكلفة إصدار الدين ، وبشكل عام فإنه كلما اتسع السوق (اتسعت شريحة المستثمرين) وأصبح أكثر عمقاً (أكثر سيولة : بحيث يستطيع المستثمرون إتمام صفقاتهم دون تحريك أسعار السوق) فإن الحكومة تستطيع الحصول على أسعار أفضل لأوراقها المالية في السوق الأولية وبذلك تنخفض تكلفة الدين العام ^٢ .

¹ Simon Gray : The Management of Government Debt. Bank of England, Londo, op.cit; . Pages 9-10

^٢ الصادق.علي توفيق : إدارة الدين العام ، مرجع سابق ، ص ٤٤-٤٥

٣,٢,٢. نظرة الحكومة للمخاطرة (Government attitude to risk)

تتأثر تكلفة التمويل في المستقبل بتقلبات معدل التضخم وأسعار الفائدة الحقيقية وعلاوة المخاطرة ، ويمكن أن تتبنى الحكومات أفضليات مخاطر مختلفة ، مثلاً قد تفضل حكومة ما التمويل عن طريق الأوراق المالية طويلة الأجل والمرتبطة بالتضخم حتى تتمكن من تثبيت تكلفة الإقراض الحقيقية في المدى الطويل ، بينما قد تفضل حكومة أخرى التمويل عن طريق الأوراق المالية القصيرة الأجل وبأسعار فائدة معومة لكي تتجنب مخاطر أسعار الفائدة من حيث الالتزام بأسعار فائدة مرتفعة بشكل كبير. ومن منظور آخر أكثر اتساعاً قد تبحث الحكومات عن الموازنة بين الأصول أو الدخل المتوقع وبين الالتزامات ، هذه السياسة يمكن أن تكون طويلة الأجل . وبدلاً من ذلك قد تطبق الحكومات إستراتيجية تمويل تهدف إلى الحفاظ على التوازن في التقلبات القصيرة الأجل بين الدخل والإنفاق ، فعلى سبيل المثال قد تحاول الحكومة أن تأخذ بعين الاعتبار كيفية تأثير الأزمات المختلفة (أسعار الصرف – أسعار الطاقة - الركود) التي يتعرض لها الاقتصاد على مركز الحكومة المالي الكلي (overall financial position) ^١.

٣,٢. التنسيق مع السياسة النقدية (Co-ordination with monetary policy)

هناك إجماع متزايد بين الممارسين بأن إدارة الدين العام يجب أن تعامل كسياسة اقتصادية كلية منفصلة لها أهداف وأدوات خاصة بها تعزز من القدرة على منح الائتمان وتضمن فعالية تطبيق السياستين المالية والنقدية ، ومثال ذلك : إذا كانت السلطات المالية مسؤولة عن إدارة كلا من السياسة المالية والدين العام وكانت ترغب بالإبقاء على تكلفة خدمة القرض منخفضة على المدى القصير ، فقد تتسبب بزيادة في ثقل خدمة القرض المستقبلية وربما يجبر ذلك الحكومة في فترة لاحقة على خفض الإنفاق وزيادة الضرائب ، ويجب على السلطات المالية كذلك أن تكون مهتمة بالعواقب طويلة الأجل ، فحقيقة أن السلطات المالية تكون في أحيان كثيرة معرضة للضغوط الناشئة عن الدوائر الانتخابية هذا الأمر قد يجبرها على تبني خيارات سياسية قصيرة النظر ربما يتولد عنها آثار سلبية . وبشكل مشابه فإن الهدف الرئيسي للسلطات النقدية يتمثل في السيطرة على التضخم ، فإذا كانت هذه السلطات مسؤولة أيضاً عن إدارة الدين العام ، ربما قد تسعى للحفاظ على سعر الفائدة منخفض ، وهذا الفعل وإن كان يساعد على إبقاء تكلفة خدمة الدين منخفضة لكنه في نفس الوقت قد يزيد من مخاطر ارتفاع التضخم في المستقبل . وبالمقابل ربما تحاول السلطات النقدية إصدار قرض مرتبط بمؤشر التضخم من أجل تعزيز سياسة خلق

¹ Simon Gray : The Management of Government Debt. Bank of England, Londo, op.cit; . Pages 11-12

الائتمان ، مما قد يزيد من مخاطر ارتفاع تذبذب خدمة الدين العام . وبسبب ذلك كله فإن فصل إدارة الدين العام عن إدارة السياستين المالية والنقدية يساعد على تجنب هذا التعارض في الأهداف ويعزز سياسة خلق الائتمان . وبما أن الهدف الرئيسي لإدارة الدين العام يتمثل في ضمان توفير المبلغ المطلوب من أجل تغطية الاحتياجات التمويلية للحكومة والوفاء بالتزاماتها المالية بأقل تكلفة ممكنة على المدى المتوسط والطويل وبدرجة معقولة من المخاطرة ، وهذا يمكن أن يعبر عنه بأهداف عديدة لتركيبية مخزون القرض العام تعرف بـ المرجعية الإستراتيجية (strategic benchmark) أو الهدف الاستراتيجي (strategic target) ، وهذه التركيبية تدار من خلال إصدارات جديدة للقرض العام أو من خلال تغيير تركيبية القرض العام الموجود عن طريق سعر الفائدة ومقايضات سعر الصرف (exchange rate swaps) وعن طريق استرداد الدين العام وعروض التبديل. وبما أن هدف السياسة المالية هو تخفيض عجوزات الميزانية العامة بما يؤدي إلى حدوث استقرار في المخرجات، وتحسين تخصيص المصادر، وإدارة آثار التوزيع (manage the distributive effects) فهي تستخدم من أجل تحقيق هذه الأهداف أدوات معينة تتمثل في إدارة تركيب مخزون الدين العام ومستويات الإنفاق والضرائب . أخيراً فإن السياسة النقدية كذلك عندما تسعى لتحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في الحفاظ على استقرار الأسعار فإنها تفعل ذلك عن طريق استخدام أدوات معينة مثل إدارة عمليات السوق المفتوحة أو الأدوات التقيدية مثل متطلبات الاحتياطي¹ . ونظراً للاعتماد المتبادل بين السياسة المالية والسياسة النقدية والقائمين على إدارة الدين العام على ما يستخدمونه من أدوات مختلفة في تحقيق أهدافهم الرئيسية ، لذلك يجب أن يكون هناك تماثل في مفهوم إدارة الدين العام وسياسات المالية العامة والسياسات النقدية لدى القائمين على إدارة الدين ومستشاري المالية العامة ومسؤولي المصارف المركزية ، كما يجب عليهم أن يتبادلوا المعلومات المتعلقة باحتياجات الحكومة الحالية والمستقبلية على السواء وينسقوا نشاطهم في هذا المجال² . وهناك بعدان مهمان لهذا التنسيق ، يرتبط الأول منهما بإدارة التدفقات النقدية للحكومة ، حيث تبين التجارب السليمة أن هناك عدداً من الإجراءات لتحقيق تنسيق فعال بهذا الشأن ومن أهمها قيام الحكومة بشكل يومي بإبلاغ السلطات النقدية بتقديراتها لحركة نفقات الحكومة ، وبشكل فوري عند حدوث أي تطور مهم ، وقيامها كذلك بإبلاغ السلطات النقدية بشكل مسبق قبل استخدامها لودائعها ، ويتعين على

¹ Eriko Togo : Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies .The World Bank ,Banking and Debt Management Department . September 2007. Pages 5-6-7-8-9-10

² المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام : أعدها خبراء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. ص 14-15

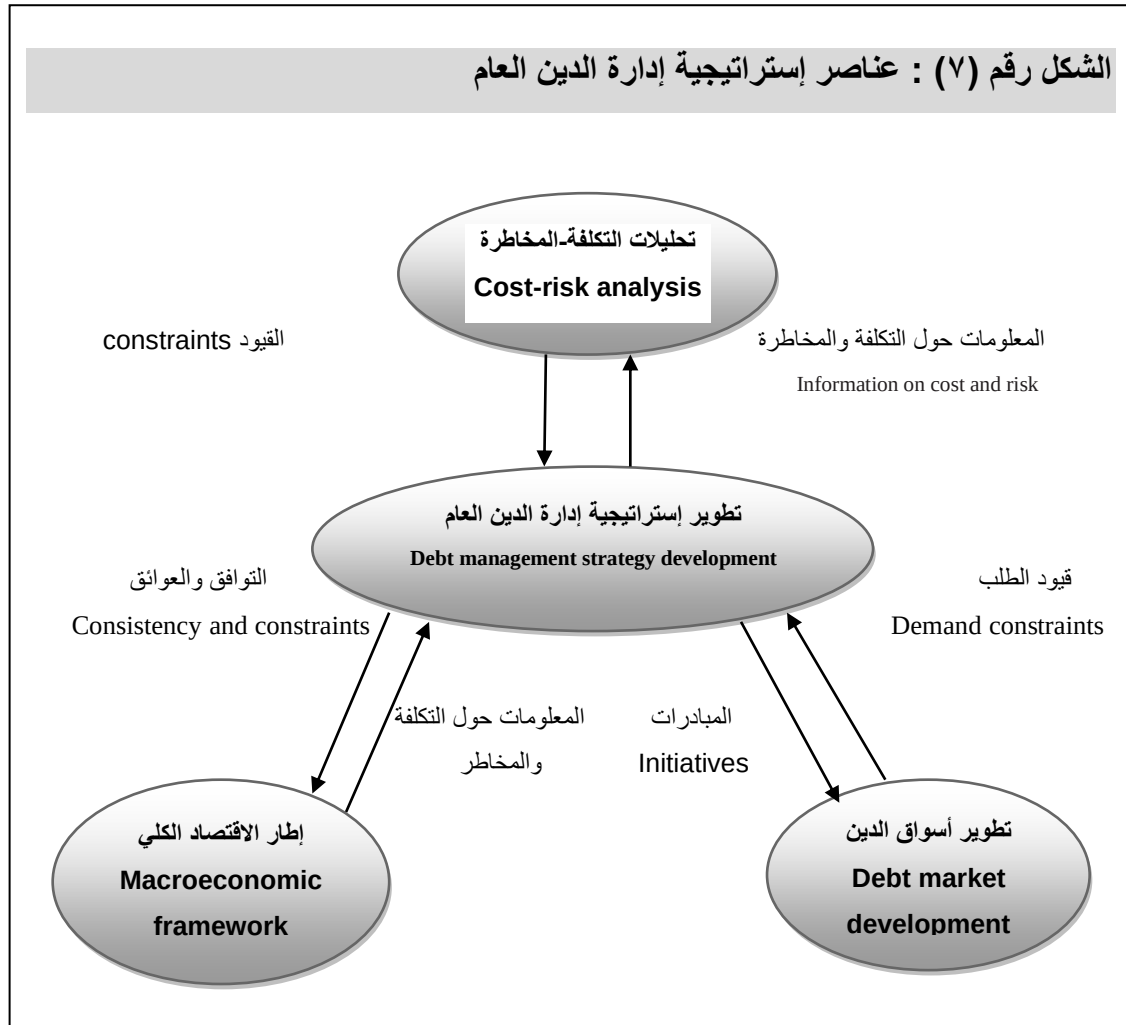
السلطات النقدية بهذا الصدد توفير معلومات ليس فقط عن أرصدة الحكومة (الوضع الصافي) في نهاية اليوم ، بل وبشكل مستمر خلال اليوم . ومن هذه الإجراءات أيضاً الاتفاق على متوسط الودائع الحكومية لدى السلطات النقدية والاحتفاظ به بشكل مستمر (في نهاية كل يوم) ، كذلك يتعين منع أو تقليص عمليات السحب على المكشوف من قبل الحكومة ، بالإضافة إلى ذلك فإن من الإجراءات الممكنة قيام الحكومة بالاحتفاظ بودائعها لدى المصارف بدلاً من السلطات النقدية ، وهذا الإجراء يرتبط بتوفر مصارف قوية وسليمة، ولضمان نجاح هذه الإجراءات فيجب على السلطات المالية أن تمتلك نظام تنبؤ شامل (Forecasting System) يقوم على تحديث التقديرات المتعلقة بكافة جوانب الإيرادات والنفقات بصورة مستمرة . أما البعد الثاني فيرتبط بإدارة الدين العام : إذ يجب على السلطات النقدية والسلطات المالية والقائمين على إدارة الدين التشاور وتبادل المعلومات حول عدد من المسائل المتعلقة بحجم الإصدار من السندات الحكومية ومدى فترات استحقاقها وتوافقيتها ونطاق المشاركة المسموح بها في السوق الأولي للأوراق المالية الحكومية ، نظراً لارتباط وأثر ذلك على عمليات إدارة السيولة وبقدرة السوق على الاستيعاب . وتختلف الترتيبات المؤسسية من بلد لآخر ، حيث تظهر التجارب أن السلطات النقدية تلعب دوراً أوسع في مجال إدارة الدين العام في العدد الأكبر من الدول النامية ، ويلاحظ أنه في الدول التي لا تعاني من مشاكل المالية العامة أو من أعباء كبيرة للمديونية ولديها رصيد كبير من الاستقرار في معدلات التضخم هناك ميل لدور أوسع للسلطات النقدية في إدارة الدين العام ، وعلى العكس من ذلك فإن الدول التي تعاني من ارتفاع العجز والمديونية تفقد السلطات النقدية فيها للمرونة في هذا الشأن ، وهذا الأمر الذي يجعل الحاجة إلى التنسيق ذات أهمية أكبر^١.

٣. إستراتيجية إدارة الدين العام (Debt management strategy)

إن إستراتيجية إدارة الدين العام الواضحة يجب أن تحدد إطار متوسط المدى حول كيفية قيام الحكومة بإدارة تركيبة الدين العام ، هذا الإطار يجب أن يطور لكي يمكن مدراء الدين العام من تعريف وإدارة التبادل (trade-offs) بين التكلفة المتوقعة والمخاطرة في محفظة الدين الحكومي ويجب أن يكون مدعوماً بمقاييس المخاطرة ، بما في ذلك اختبارات الضغط لمحفظة الدين العام والتي تعتمد على الصدمات المالية والاقتصادية التي قد يتعرض لها الاقتصاد ، مثل هذا الإطار يشكل حجر الزاوية في إستراتيجية إدارة الدين العام الموضوعة من قبل وزير المالية أو الجهة

^١ برنية ،محمد يسر: تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية . مرجع سابق . ص 48-49-50-51

المسؤولة عن إدارة الدين العام ، هذه الإستراتيجية يجب أيضا أن تتوافق مع إطار الاقتصاد الكلي وتأخذ بعين الاعتبار القيود التي تعترضها من قبل هذا الإطار ، مثل هذه القيود قد تحدد تركيبة الدين العام في البلدان ذات الأسواق الآخذة بالتطور والأسواق النامية أكثر من الأسواق في البلدان ذات الاقتصاديات المفتوحة والمتطورة . هذه القيود قد تتضمن السيطرة على رأس المال (capital controls) ، وتطبيق السياسة النقدية من خلال الأدوات المباشرة ، والمركز الضعيف للسياسة المالية ، كما أن أسواق الدين الحكومي المحلي غير المتطورة تضع قيودا حول إستراتيجية إدارة الدين العام. و الشكل رقم (٧)^١ يوضح التعقيدات والارتباطات الداخلية بين هذه الاعتبارات المختلفة . وعملية تطوير إستراتيجية إدارة الدين العام هي عملية تكرارية (Iterative process)^٢.



¹ World Bank 2007a, “Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation”, World Bank, Washington, D.C. op.cit; 18

² World Bank 2007a, “Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation”, World Bank, Washington, D.C. op.cit; pages17,18,19

إن الاستراتيجيات يمكن أن تتجسد في مقياس مرجعي للإستراتيجية المتوفرة والتي تحتوي على أهداف صفات الخطر الرئيسي (key risk characteristics) في محفظة الدين العام ، صفات المخاطر هذه قد تتضمن الحدود حول فترة استحقاق القرض في السنة المالية ، حصة القرض ذي السعر الثابت بالنسبة إلى القرض العائم ، حصة القرض المحلي بالنسبة إلى القرض بالعملة الأجنبية . ولكي تدعم المؤشر المرجعي أو المبادئ التوجيهية ، مستند الإستراتيجية يجب أن يوجز التحاليل الداعمة والجوهرية، ويوضح طبيعة الأحكام (judgments) التي يجب أن تكون عليها (الإطار رقم ١٣)

الإطار رقم (٣) : عناصر إستراتيجية إدارة الدين العام

إن إستراتيجية الدين العام يجب أن تصاغ بطريقة يجب أن تكون مفهومة من قبل صانعي القرار ، وينبغي أن :

- تصف المخاطر التي ينبغي إدارتها (العملة- سعر الفائدة- إعادة التمويل- مخاطر الائتمان) والتي ستخدم كمؤشرات حول كيف يمكن أن تؤثر هذه المخاطر على عبء القرض
- تعرض السياق التاريخي للمحفظة المالية ، والتي تحتوي على وصف التغيرات في حجم المحفظة المالية (كلاً من الحجم المطلق والحجم النسبي بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) والمحتوى عبر الزمن ، التغيرات في متغيرات السوق النسبية يجب أن تشمل على التعليقات حول الحوادث الرئيسية خلال تطور القرض
- تصف بيئة إدارة القرض في المستقبل ، بما في ذلك التقديرات المالية وتقديرات القرض ، والافتراضات حول سعر الفائدة وسعر الصرف ، والعوائق على خيارات المحفظة المالية خصوصاً تلك التي تتعلق بتطور السوق وتطبيق السياسة النقدية .
- تصف التحليلات الموضوعية من أجل دعم توصيات إستراتيجية إدارة الدين العام، موضحة الافتراضات المستخدمة وحدود التحليلات
- عرض الإستراتيجية الموصى بها وسببها الجوهرية ، و الشروحات يجب أن تحدد آراء مؤشرات المخاطرة الرئيسية للمحفظة المالية والبرنامج التمويلي ، لكن يجب أن تكون مفصلة كما تفصل محفظة مالية مرجعية . ويجب أن تصف الإستراتيجية أيضاً المقاييس أو المقترحات التي قد تم تخطيطها من أجل إدارة المخاطر الغير قابلة للقياس (unquantifiable risks) وتلك التي تدعم تطور سوق الدين .
- يجب أن تحدد إستراتيجية الدين العام على المدى المتوسط إلى المدى الطويل وأن تتم مراجعتها بشكل دوري لتخمين فيما إذا كانت الافتراضات لا تزال صالحة في ظل الظروف القائمة ، مثل هذه المراجعات يجب أن تتم بشكل سنوي كجزء من عملية الموازنة ، وإذا كانت الإستراتيجية الموضوعية لا تزال ملائمة ، فإن السبب الجوهرية لاستمراريتها يجب أن يصرح به أو ينص عليه.

¹ World Bank 2007a, “Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation”, World Bank, Washington, D.C. op.cit; page,19

٤. إدارة مخاطر الدين العام (Debt Risk management)

يجب على الحكومات وضع إطار عام يمكن القائمين على إدارة الدين العام من تحديد وإدارة المفاضلات بين التكلفة المتوقعة والمخاطر التي تحيط بها . وتشمل تكلفة دين الحكومة على عنصرين هما : ١ . التكلفة المالية التي تعتبر في العادة تكلفة خدمة الدين على المدى المتوسط إلى الطويل ٢ . التكلفة الممكنة للخسائر الاقتصادية الحقيقية التي قد تنشأ عن أزمة مالية إذا وجدت الحكومة صعوبة في تجديد الدين أو إذا تخلفت عن السداد ، أما مخاطر السوق فتقاس على أساس الزيادات المحتملة في تكلفة خدمة الدين الناتجة عن التغيرات في أسعار الفائدة أو سعر الصرف بالقياس إلى التكلفة المتوقعة ، ويجب على مديري الدين العام تحديد هذه المخاطر وتقييم أثرها قدر الإمكان وتطوير إستراتيجية لإدارة المفاضلة (trade-off) بين التكلفة والمخاطر قدر الإمكان .

ولتقييم المخاطر ينبغي على مديري الدين العام إجراء اختبارات ضغط منتظمة على محفظة الدين استنادا إلى الصدمات الاقتصادية والمالية التي يمكن أن تتعرض لها الحكومة – والبلد بشكل عام . وغالبا ما يتم هذا التقييم باستخدام نماذج مالية تتراوح بين نماذج بسيطة تستند إلى سيناريوهات مختلفة ، ونماذج شديدة التعقيد تستخدم فيها أساليب إحصائية وأساليب محاكاة بالغة التطور . وتتيح هذه النماذج لمديري الدين العام إجراء أنواع مختلفة من تحليلات المخاطر^١ :

١ . التنبؤ بتكلفة خدمة الدين المستقبلية على المدى المتوسط إلى الطويل استنادا إلى افتراضات بشأن العوامل المؤثرة على القدرة على خدمة الدين ، مثل احتياجات التمويل طويل الأجل ، هيكل استحقاق رصيد الدين ، خصائص أسعار الفائدة وعملة الدين الجديد ٢ . وضع هيكل للدين يتألف من مؤشرات للمخاطر الأساسية المرتبطة بمحفظة الدين القائمة والمتوقعة خلال الفترة التي تشملها التوقعات ، ويشمل الهيكل التقليدي مؤشرات مثل نسبة الدين قصير الأجل إلى الدين طويل الأجل ، ونسبة الدين بالعملة الأجنبية إلى الدين المحلي ، وتكوين عملات الدين بالنقد الأجنبي ، ومتوسط آجال استحقاق الدين ، وهيكل الديون المستحقة السداد .

٣ . احتساب مخاطر تكلفة الدين المستقبلية بالقيمة الاسمية والقيمة الحقيقية من خلال تلخيص نتائج اختبارات الضغط التي تصاغ على أساس الصدمات الاقتصادية والمالية التي تتعرض لها الحكومة .

^١ المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام : مرجع سابق ، ص : من 32 إلى 37

٤. تلخيص تكاليف ومخاطر الاستراتيجيات البديلة لإدارة محفظة الدين الحكومي كأساس لاتخاذ قرارات مدروسة حول بدائل التمويل المستقبلية .

ويجب أن يأخذ مديرو الدين العام في الحسبان عند اتخاذ قرارات الاقتراض أثر الالتزامات الاحتمالية على المركز المالي للحكومة ، بما في ذلك سيولتها الكلية ، والالتزامات الاحتمالية هي الاستحقاقات المالية المحتملة على الحكومة التي لم تتحقق بعد ، والتي يمكن أن تولد التزاما ماليا قاطعا في ظل ظروف معينة ، وقد تكون هذه الالتزامات صريحة (مثل ضمانات الحكومة على قروض مقترضين محليين معينين بالنقد الأجنبي ، وبرامج التأمين الحكومية المتعلقة بفشل المحاصيل أو الكوارث الطبيعية) وقد تكون ضمنية أي عندما لا تكون الحكومة مرتبطة بالتزام تعاقدى ينص على تقديم مساعدة ، ولكنها تقرر تقديمها لاحقا لأنها ترى أن تكلفة عدم تدخلها غير مقبولة (مثل عمليات الإنقاذ المحتملة للقطاع المالي أو المؤسسات المملوكة للدولة) ^١.

^١ المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام : مرجع سابق ، ص : 37-38

فهرس البحث

الموضوع	الصفحة
المقدمة.....	ص ١
مشكلة البحث.....	ص ٢
أهمية البحث.....	ص ٢
أهداف البحث.....	ص ٣
فروض البحث.....	ص ٣
منهج البحث.....	ص ٣

الفصل الأول : السندات الحكومية

المبحث الأول : ماهية السندات الحكومية.....	ص ٤
أولاً : مفهوم السندات الحكومية.....	ص ٤
ثانياً : نشأة السندات الحكومية.....	ص ٥
ثالثاً : خصائص السندات الحكومية.....	ص ٦
رابعاً : أهمية سوق السندات الحكومية.....	ص ٧
خامساً : عيوب السندات الحكومية.....	ص ١١
سادساً : مخاطر الاستثمار في السندات الحكومية.....	ص ١٣

سابعاً : تصنيف السندات الحكومية.....	ص ١٥
ثامناً : أنواع السندات الحكومية.....	ص ٢٣
المبحث الثاني : تقييم السندات الحكومية.....	ص ٢٧
أولاً : تقييم السندات الحكومية.....	ص ٢٧
ثانياً : منحني عائد السندات الحكومية (Government securities Yield curve).....	ص ٣٤
المبحث الثالث : إصدار السندات الحكومية.....	ص ٣٥
تمهيد.....	ص ٣٥
أولاً : آلية إصدار السندات الحكومية.....	ص ٣٥
ثانياً : المشاركون Participation.....	ص ٤٤
ثالثاً : نظام الوسطاء الأوليين (Primary dealer system).....	ص ٤٥
المبحث الرابع : تداول السندات الحكومية.....	ص ٤٧
تمهيد.....	ص ٤٧
أولاً : أنظمة التداول.....	ص ٤٨
ثانياً : أدوات وتقنيات التداول.....	ص ٤٩
ثالثاً : نظام المقاصة والتسوية (Clearing and settlement system).....	ص ٥١
رابعاً : الإصدارات المرجعية (benchmark).....	ص ٥٤

المبحث الخامس : تسديد السندات الحكومية.....ص ٥٥

أولاً : طرق تسديد السندات الحكومية.....ص ٥٥

ثانياً : تغطية استهلاك السندات الحكومية.....ص ٦٠

الفصل الثاني : دور السندات الحكومية في تفعيل السياستين النقدية والمالية

المبحث الأول : دور السندات الحكومية في تفعيل السياسة النقدية.....ص ٦١

تمهيد.....ص ٦١

أولاً : إستراتيجية المصرف المركزي : استخدام الأهداف : Use the targets

CENTRAL BANK STRATEGIE.....ص ٦١

ثانياً : تطبيق السياسة النقدية (Monetary policy implementation).....ص ٦٧

المبحث الثاني : دور السندات الحكومية في السياسة المالية.....ص ٨٢

تمهيد.....ص ٨٢

أولاً : العلاقة بين العجز المالي وأسلوب تمويله والتضخم.....ص ٨٣

ثانياً : إدارة الدين العام Public Debt Managementص ٨٨

الفصل الثالث : إصدار السندات الحكومية في سورية وانعكاساتها النقدية والمالية

المبحث الأول : واقع السندات الحكومية في سورية.....ص ١٠٢

معلومات تاريخية.....ص ١٠٢

أولاً : الإطار التنظيمي.....ص ١٠٤

ثانياً : الإطار المؤسسي.....ص ١١٢

المبحث الثاني : انعكاسات إصدار السندات الحكومية على السياسة النقديةص ١١٤

أولاً : تطوير المصرف المركزي.....ص ١١٤

ثانياً : تطوير القطاع المصرفي في سورية.....ص ١٣٠

المبحث الثالث : انعكاسات إصدار السندات الحكومية على السياسة المالية.....ص ١٣٦

أولاً : تتيح مصدراً حقيقياً للاحتياجات التمويلية للدولة.....ص ١٣٦

ثانياً : تزيد كفاءة إدارة الدين العام في سورية.....ص ١٤٣

الخاتمة.....ص ١٥١

النتائج.....ص ١٥٢

التوصيات.....ص ١٥٥

الملاحق.....ص ١٥٧

المراجع.....ص ١٦٣

فهرس وملحق الأطر والجداول والأشكال والمخططات

الأطر

- إطار رقم (١) : طريقة الأسعار المتعددة مقابل طريقة السعر الموحد : المزايا والمساوى
ص٤٢.....
- الإطار رقم (٢) : الأوراق المالية الحكومية مقابل الأوراق المالية التابعة للمصرف
المركزي : المزايا والمساوى ص٧٠
- الإطار رقم (٣) : عناصر إستراتيجية إدارة الدين العام ص٩٩

الجداول

- الجدول رقم (١) : الرصيد القائم من أذون وسندات الخزينة (مليون ليرة سورية)..ص١٠٥
- الجدول رقم (٢) : الروزنامة التأشيرية لعام ٢٠١١ (مليون ليرة سورية)..... ص١٠٨
- الجدول رقم (٣) : معدلات الفائدة لدى المصارف المتخصصة المدفوعة على الودائع
منذ ١٩٨١.....ص١١٦
- الجدول رقم (٤) : معدلات الفائدة لدى المصرف المركزي المطبقة على المصارف
منذ ١٦٢..... ص١١٦
- الجدول رقم (٥) : معدلات الفائدة الدائنة لدى المصارف المحلية المدفوعة
على الودائع.....ص١١٨
- الجدول رقم (٦) : معدلات الفائدة على تسهيلات الإقراض لدى المصرف المركزي
المطبقة على المصارف (٢٠٠٣-٢٠١٠) ص١٢٠
- الجدول رقم (٧) : معدلات الفائدة المدينة لدى المصارف المحلية (تأشيرية).... ص١٢٠
- الجدول رقم (٨) : المصارف العاملة في سورية ص١٣١
- الجدول رقم (٩) : عدد العارضين الفائزين في كل مزاد ومعدل الفائدة التأشيري.... ص١٣٥

الأشكال

- الشكل رقم (١) إستراتيجية المصرف المركزي ص ٦٣
- الشكل رقم (٢) العرض النقدي هو الهدف الوسيط ص ٦٥
- الشكل رقم (٣) سعر الفائدة المستهدف (هدف وسيط) ص ٦٦
- الشكل رقم (٤) : عمليات الشراء المفتوحة من مصرف ص ٧٨
- الشكل رقم (٥) : عمليات الشراء المفتوحة من الجمهور غير المصرفي ص ٧٩
- الشكل رقم (٦) : عمليات الشراء المفتوحة من الجمهور غير المصرفي II ص ٨٠
- الشكل رقم (٧) : عناصر إستراتيجية إدارة الدين العام ص ٩٨
- الشكل رقم (٨) : الهيكل المؤسسي للجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية ص ١١٣

المخططات

- المخطط رقم (١) : أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل على ودائع الليرة (قرارات مجلس النقد والتسليف) ص ١١٩
- المخطط رقم (٢) : هيكل سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد السوري ص ١١٩
- المخطط رقم (٣) : العلاقة بين معدل نمو السيولة المحلية M2 ومعدل نمو التضخم ص ١٢٥
- المخطط رقم (٤) : توزيع معدلات نمو الائتمان حسب القطاع الاقتصادي ص ١٢٦
- المخطط رقم (٥) : توزيع معدلات نمو الائتمان حسب نوع النشاط الاقتصادي ص ١٢٧
- المخطط رقم (٦) : سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار/حقوق السحب الخاصة SDR ص ١٢٩
- المخطط رقم (٧) : تطور إجمالي ودائع القطاع المصرفي في سورية ص ١٣٢
- المخطط رقم (٨) : تطور فائض السيولة لدى المصارف ص ١٣٣
- المخطط رقم (٩) : تطور العجز في الموازنة العامة للدولة (% من الناتج المحلي الإجمالي) ص ١٣٦
- المخطط رقم (١٠) : تطور العلاقة بين العجز والتضخم ص ١٣٧
- المخطط رقم (١١) : تطور كمية أنون وسندات الخزينة خلال عامي ٢٠١١/٢٠١٠ ص ١٤٠

- المخطط رقم (١٢) : نمو مصادر تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة.....ص ١٤١
- المخطط رقم (١٣) : نسبة مصادر تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة.....ص ١٤٢
- المخطط رقم (١٤) : معدل نمو الدين الحكومي (الحكومة المركزية).....ص ١٤٥
- المخطط رقم (١٥) : سعر الفائدة التأشيري وسعر الفائدة المقبول (%).....ص ١٤٦
- المخطط رقم (١٦) : مصادر الدين العام في سورية (%) من الناتج المحلي الحقيقي).....ص ١٤٦
- المخطط رقم (١٧) : نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات.....ص ١٤٩
- المخطط رقم (١٨) : تطور معدلات العجز المالي (%) من الناتج المحلي الإجمالي (GDP).....ص ١٥٩
- المخطط رقم (١٩) : مصادر تمويل الدين المحلي.....ص ١٦٠
- المخطط رقم (٢٠) : تطور الدين العام (%) من الناتج المحلي الإجمالي).....ص ١٦١
- المخطط رقم (٢١) : تطور سعر الفائدة على الدين المحلي والخارجي.....ص ١٦٢

الفصل الأول

السندات الحكومية

الفصل الثاني

دور السندات الحكومية في تفعيل السياستين
النقدية والمالية

الفصل الثالث

إصدار السندات الحكومية في سورية
وانعكاساتها النقدية والمالية

المقدمة

تقوم الحكومات في اغلب الدول سواء أكانت دولاً متقدمة أو متخلفة ، بإصدار السندات الحكومية " الأسناد العامة ، اذونات الخزينة " في الأسواق المالية والنقدية المحلية والدولية وذلك بهدف توفير موارد مالية كافية لتحقيق برامجها الاقتصادية والاجتماعية المختلفة ، وتصدر الحكومات هذه السندات بأجال مختلفة قد تكون :

قصيرة الأجل : تكون مدتها ثلاثة أشهر أو ستة أشهر ولا تتجاوز العام الواحد ، وتهدف الحكومة من إصدارها بشكل أساسي في سداد عجز الموازنة الذي تعاني منه الحكومة لفترة قصيرة الأجل .

متوسطة وطويلة الأجل : وهي السندات التي يزيد أجلها على سنة واحدة ، وتهدف الحكومة من إصدارها بشكل أساسي في تمويل المشاريع التنموية ، وسداد عجز الموازنة العامة للدولة ، وسداد الدين الخارجي .

وفي سورية تلجأ الحكومة في ظل غياب سوق للسندات الحكومية لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة عن طريق الاقتراض من المصرف المركزي مما سبب آثار اقتصادية واجتماعية سلبية تمثلت في ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض سعر صرف الليرة السورية ، وازدياد نسبة الفقر والبطالة .

ومن هنا أولت الحكومة في ظل مسيرة التحديث والتطوير التي تشهدها سورية أهمية كبيرة للأسواق المالية ، حيث أصدرت في عام 2005 القانون رقم 22 الذي أحدث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ومنحها الصلاحيات الكافية لإنشاء سوق دمشق للأوراق المالية ، وصدر في عام 2006 المرسوم التشريعي رقم 55 الذي أحدث سوق لتداول الأوراق المالية يسمى سوق دمشق للأوراق المالية ، وصدر أيضاً في عام 2007 المرسوم التشريعي رقم 60 المتضمن إحداث سوق للسندات الحكومية يتيح مصدراً هاماً للاحتياجات التمويلية قائم على أسس صحيحة غير تضخمية لا تحدث تشوهات بالسوق ، ويشكل أداة هامة في يد كل من السياستين المالية والنقدية تساهم في تحديث هاتين السياستين ، وتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

ونحن في هذا البحث نتناول بالتحليل والدراسة الانعكاسات الاقتصادية للسندات الحكومية على السياستين النقدية والمالية.

مشكلة البحث

تحرص الدول المتقدمة والنامية على إنشاء وتطوير سوق كفوء للأوراق المالية الحكومية بسبب دوره الكبير والهام في تطوير السياستين النقدية والمالية والقطاع المصرفي فيها ، وفي ظل غياب وجود سوق للأوراق المالية الحكومية في سورية لفترة طويلة ، وما سببه ذلك من أعباء كبيرة على السياستين النقدية والمالية والقطاع المصرفي ، تبرز مشكلة هذا البحث ، والتي يمكن صياغتها كالتالي :

١. هل أثر غياب سوق الأوراق المالية الحكومية في نجاح السياسة النقدية في استخدام أدواتها غير المباشرة وخصوصاً عمليات السوق المفتوحة في تحقيق أهدافها النهائية وخصوصاً هدف الحفاظ على استقرار الأسعار .
٢. هل أثر غياب سوق الأوراق المالية الحكومية في نجاح السياسة المالية في إيجاد مصادر تمويل غير تضخمية لتغطية العجز في الموازنة العامة للدولة ، وفي إدارة الدين العام بالشكل الأمثل على المدين المتوسط والطويل الأجل .
٣. هل أثر غياب سوق الأوراق المالية الحكومية في نجاح القطاع المصرفي في تحديد معدلات الفائدة على أساس العرض والطلب ، وإنشاء سوق ما بين المصارف ، وتشجيع الادخار والإقراض .

أهمية البحث

تعاني المكتبة العربية بشكل عام والمكتبة السورية بشكل خاص من ندرة البحوث والدراسات التي تناولت أهمية الأوراق المالية الحكومية والأسواق التي يتم فيها إصدارها وتداولها بالنسبة للسياستين النقدية والمالية والقطاع المصرفي ، ومن هنا تبرز أهمية هذا البحث في محوره الأول وهو الجانب العلمي : إذ انه يساهم في إلقاء الضوء على كافة الجوانب المتعلقة بالأوراق المالية الحكومية من حيث مفهومها وأهميتها وطرق إصدارها وتداولها وسدادها ، بالإضافة إلى انعكاساتها الاقتصادية على السياستين النقدية والمالية ، وتبرز أهمية هذا البحث في محوره الثاني وهو الجانب التطبيقي : من مساهمته في بيان مدى حاجة الاقتصاد السوري للأوراق المالية الحكومية وانعكاساتها على السياستين النقدية والمالية في سورية ، وذلك في ظل مشروع التحديث والتطوير الذي يشمل كافة نواحي الاقتصاد السوري، والذي تشهده سورية منذ بداية عام ٢٠٠٠ .

أهداف البحث

عاني الاقتصاد السوري لفترة طويلة من غياب وجود سوق للأوراق المالية الحكومية ، مما أدى إلى إضعاف فعالية السياستين النقدية والمالية في استخدام أدواتهما بالشكل الأمثل من أجل تحقيق أهدافهما النهائية على أتم وجه ، ومن هنا فإن هذا البحث يهدف إلى ما يلي :

١. دراسة السندات الحكومية " الاسناد العامة ، أدونات الخزينة "
٢. معرفة شروط وإمكانيات قيام سوق سندات حكومية ناجحة في سورية
٣. معرفة الانعكاسات الاقتصادية للسندات الحكومية على السياستين النقدية والمالية

فروض البحث

تقوم هذه الدراسة على فرضية واحدة رئيسية ، بالإضافة إلى فرضيات أخرى فرعية تنبثق عن الفرضية الرئيسية ، والفرضية الرئيسية تتمثل في غياب وجود سوق للسندات الحكومية في سورية حتى وقت قريب ، أما الفرضيات الفرعية فهي :

١. وجود زيادة في فائض السيولة لدى القطاع المصرفي تؤثر سلباً على النمو الاقتصادي .
٢. وجود شح في الموارد العامة للدولة يؤثر سلباً على الاقتصاد الوطني .
٣. ضعف فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار بسبب غياب عمليات السوق المفتوحة .
٤. ضعف فعالية السياسة المالية في توفير مصادر تمويل غير تضخمية لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة .
٥. ضعف فعالية السياسة المالية في إدارة الدين العام .

منهج البحث

يستخدم هذا البحث منهج الوصفي التحليلي ، والمنهج الإحصائي .

المنهج الوصفي التحليلي : نستخدم هذا المنهج من أجل شرح وتوضيح الإطار المفاهيمي فيما يتعلق بالأوراق المالية الحكومية ، وعلاقتها بالسياستين النقدية والمالية ، وأيضاً نستخدم هذا المنهج من أجل تحليل مكونات البحث تحليلاً موضوعياً ، ونقده من أجل استخلاص النتائج والحلول المفيدة .

المنهج الإحصائي : نستخدم هذا المنهج بهدف جمع البيانات والإحصاءات الدقيقة وتحليلها للوصول إلى النتائج التي تتفق مع الأهداف المحددة .