

# إدارة الدين العام باستخدام الأوراق المالية الحكومية

المستشارة الدكتورة

**صفاء شفيق الهادي**

عضو هيئة قضايا الدولة

مدرس بقسم الاقتصاد والتشريعات الاقتصادية بكلية الحقوق

جامعة الزقازيق سابقا

## تمهيد

شهد القرن العشرون زيادات حادة في أعباء الديون نتيجة للحروب الكبرى التي نشبت خلاله، إلا إن ذلك لم يكن السبب الوحيد للزيادة الكبيرة في حجم الديون، حيث كان للركود والذعر المصرفي والأزمات المالية واستجابات السياسة العامة لهذه الأحداث أثره القوي أيضا على حجم ديون الدول، وفي نهاية هذا القرن، وللمرة الأولى، شهد العالم زيادة كبيرة في نسب الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في مجموعة متنوعة من البلدان لأسباب لا تتعلق بالحروب والأزمات، وإنما كان سبب هذه الزيادة هو استجابة الحكومات للمطالب الشعبية بشأن المعاشات التقاعدية والرعاية الصحية وغيرها من الخدمات الاجتماعية غير الممولة في كثير

ومصر لم تكن استثناء في اعتماد الدول على الاقتراض لتمويل نفقاتها العامة التي تزيد على إيراداتها العامة، حيث لجأت إلى الاقتراض الداخلي والخارجي لأسباب كثيرة أهمها الحروب التي فرضت عليها وتمويل الدعم والمشروعات التنموية والقومية ومشروعات البنى التحتية وغيرها من أسباب الاقتراض الأخرى مما أدى إلى حدوث زيادة مستمرة في الدين العام الداخلي والخارجي للحكومات.

ومن ثم فإن عملية ادارة الدين أمر هام وضروري حيث تعمل على توفير الموارد المالية اللازمة لسد عجز الموازنة العامة، وفي سبيل

تحقيق ذلك، يجب أن تقوم الدولة بتسويق الأوراق المالية الحكومية في السوق المالي، حيث تقوم بتحديد السندات التي يتم إصدارها، وكذلك كميتها، وأجال استحقاقها.

وعليه يجب أن تصدر السلطات المالية العديد من أدوات الدين العام من أجل تمويل عجز الموازنة العامة (منتجات إدارة الدين)، وهناك العديد من الخيارات أمام الحكومة بشأن إصدار هذه الأدوات، هذه الخيارات تتعلق بنمط أسعار الفائدة وكيفية احتساب هذه الأسعار وفترات الاستحقاق، حيث إن تنويع أدوات الدين تسهم في تعميق السوق وتنويع المخاطر والتماشي مع رغبة المستثمرين، ذلك أن المستثمر يتجه للأداة التي تتفق مع رغبته الاستثمارية.

بما يوجب بالتالي على إدارة الدين العام أن تتنوع في شكل السندات التي تصدرها، بحيث تناسب مختلف فئات المستثمرين في سوق المال، كما أن إصدار مثل هذه الأوراق يجب أن يتمتع بمزايا بحيث يكون جذاب للمستثمرين، منها أن يكون سعر الفائدة على مبلغ القرض الذي تقترضه الدولة من الجمهور أكثر من سعر الفائدة التي يقررها أصحاب المشروعات الخاصة للجمهور عند اقتراضهم منهم (بشرط ألا يرهق ذلك ميزانية الدولة) مما يجعل الجمهور يفضل إقراض الحكومة، أو أن تتعهد الحكومة للمقرضين بربط القرض بالأرقام القياسية للأسعار، وبقبول هذه السندات في سداد الضرائب، وعدم قابلية الحجز عليها.

ومن المعلوم بالضرورة أن حاجة الدول جميعها - وبخاصة النامية منها - لإنشاء سوق للأوراق المالية الحكومية، إنما هي حاجة ملحة وضرورية، والدول العربية ليست استثناء من ذلك، حيث يلجأ الكثير منها إلى الاقتراض عن طريق إصدار الأوراق المالية الحكومية،

وعلى هدي ما تقدم سأقوم بتقسيم هذا البحث الى مبحثين

المبحث الأول : الأوراق المالية الحكومية ( أنواعها و وسائل

إصدارها)

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الحكومية

## المبحث الأول

### الأوراق المالية الحكومية

وفي هذا المبحث سأتناول الحديث عن ماهية الأوراق المالية الحكومية (تعريفها – وأواعها ) في المطلب الأول منه، ثم سأتناول وسائل إصدار هذه الأوراق في المطلب الثاني منه.

### المطلب الأول

#### ماهية الأوراق المالية الحكومية

##### - تعريف الأوراق المالية الحكومية:

الأوراق المالية الحكومية، هي أدوات الدين التي تصدرها الحكومة الوطنية كوسيلة لاقتراض المال، ويحصل حاملها هذه الأوراق على سعر فائدة بجانب قيمتها الاسمية، وعادة ما تكون هذه الأوراق خالية من المخاطر، لأن الحكومة يمكنها أن ترفع الضرائب لسداد قيمتها والفوائد المقررة عليها<sup>(١)</sup>.

والأوراق المالية الحكومية المصرية؛ هي الالتزامات المحلية لجمهورية مصر العربية التي يصدرها وزير المالية طبقاً للقانون

1: societe general ekcnpec6ahk bank,p 1, <https://www.societegenerale.com>.

وبالشروط التي يقررها، وتشمل الاصدارات السابقة وما يصدر في المستقبل لكل من أذون الخزانة والسندات الحكومية<sup>(١)</sup>.

وتحقق الأوراق المالية الحكومية للدولة العديد من الأهداف، منها على سبيل المثال تغطية عجز الموازنة العامة، أي إدارة الدين العام، وانشاء مشاريع تنمية كبرى، ومواجهة التضخم<sup>(٢)</sup>.

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

### أولاً: السندات الحكومية (Government Bonds):

يقصد بها، السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها، من أجل توفير المدخرات التي لا تستطيع توفيرها من الضريبة، وتستخدمها في سد العجز المالي في موازنتها العامة، أو لتمويل مشروع معين. أو هي صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها الحكومات للحصول على موارد حقيقية غير تضخمية لتغطية عجز الموازنة العامة أو بهدف

<sup>١</sup> : وزارة المالية، قرار رقم ٤٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بشأن نظام المتعاملون الرئيسيون.

<sup>٢</sup>: James Chen, Government Bond, 29 NOV 2020,

<https://www.investopedia.com>.

مكافحة التضخم، وتلجأ الحكومات لإصدارها عندما تصل الضريبة إلى حدها الأقصى<sup>(١)</sup>.

ويمكن تعريفها؛ بأنها سندات دين تصدرها الحكومات بغرض دعم الانفاق الحكومي والالتزامات الحكومية أيضاً، وتدفع الحكومة عائد لهذه السندات إلى جانب قيمتها الاسمية، وفي الغالب تعتبر هذه السندات التي تصدرها الحكومات الوطنية منخفضة المخاطر لأن الحكومة التي أصدرتها تدعمها<sup>(٢)</sup>.

وإذا كان الأصل أن تصدر هذه السندات الحكومة المركزية للدولة، إلا أنه في الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر الحق في إصدار هذه السندات على الحكومة المركزية فقط ولكن يمتد للحكومات المحلية كما هو الوضع في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>(٣)</sup>.

وهذه السندات تتمتع في الغالب بالإعفاء من كافة الضرائب في الدولة المصدرة لها، كما أن هذه السندات تعتبر وسيلة قليلة المخاطر في

---

١ - د/ إسلام محمد محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلوان، ٢٠٠٩، ص ٥٨؛ د/ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٢٩.

٢: James Chen, Government Bond, 29 NOV 2020,

<https://www.investopedia.com>

؛ Moorad Choudry, Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis, p11, 2001.

٣ : د/ إسلام شاهين، المرجع السابق، ص ٥٨؛ د/ منير هندي، المرجع السابق، ص ٢٩.

السوق، ذلك أن سداد قيمة هذه السندات وسعر الفائدة المقرر لها أمر حتمي على الحكومة، ونادرًا ما تتخلف أي حكومة عن سداده لما في ذلك من آثار سلبية كثيرة.

ولهذه سندات تقسيمات عدة سواء من حيث آجالها، أو تداولها، أو قابليتها للاستدعاء، أو العائد، أو شكلها، وحرية الاكتتاب فيها، والغرض من إصدارها<sup>(١)</sup>، وفيما يلي بيان هذه التقسيمات:

### أ- من حيث آجالها:

تنقسم السندات الحكومية من آجالها إلى:

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

ويُقصد بها، السندات التي تصدر لتغطية عجز مؤقت في السنة المالية، وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وسنة، وتصدر في صورة أذون الخزانة، وتصدرها وزارة المالية نيابة عن الحكومة، وتقدم للبنك المركزي كغطاء للإصدار النقدي، ويُسمح للبنوك والأفراد للاكتتاب فيها،

---

<sup>١</sup> Verena Anna Berger, Impact of Government Bonds Spreads on Credit Derivatives: Analysis of Increasing Spreads Developments within the European Area, Gabler Verlag, 2018, P8, <https://www.libgen.is>.

ولا تحتوي أذون الخزانة على كوبونات كغيرها من السندات الحكومية، ولكن تخصص الفوائد من قيمتها الاسمية عند الاكتتاب فيها.

## ٢- السندات متوسطة وطويلة الأجل (Long&Medium-termBonds):

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

### ب - من حيث تداولها:

تنقسم السندات الحكومية من حيث تداولها إلى:

#### ١ - سندات قابلة للتداول:

ويُقصد بها، السندات التي يتم تداولها في السوق الثانوية. وتداول هذه السندات قد يقتصر على السوق المحلية، وقد يمتد إلى الأسواق الدولية. ومن أمثلة تلك التي يقتصر تداولها على السوق المحلية، سندات الإسكان التي يصدرها البنك المركزي نيابة عن وزارة المالية، وسندات الخزانة، وسندات التنمية بالدولار الأمريكي. أما تلك التي تتداول في الأسواق الدولية، فهي الإصدارات الدولية للأسهم والسندات التي تصدرها

الأسواق الناشئة للاستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية ويتم تسجيل هذه الإصدارات في البورصات العالمية<sup>(١)</sup>.

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

## ٢ - سندات غير قابلة للتداول:

وهذه السندات يتم شراؤها من وزارة الخزانة وترد إليها لاسترداد قيمتها، ومن أمثلتها في مصر، السندات الصادرة بالعملة الأجنبية لزيادة رؤوس أموال بنوك قطاع الأعمال العام التجارية<sup>(٢)</sup>، ومن السندات الحكومية الغير قابلة للتداول أيضاً السندات الحكومية التي تقوم بعض الشركات بشرائها من خلال ال ٥٪ من أرباح هذه الشركات التي يتم تجنيبها لهذا الغرض، وعدم تداول هذه السندات سببه نصوص القانون والأنظمة الداخلية للشركات التي تقضي باستثمار نسبة معينة من احتياطات الشركة في السندات الحكومية، وبالتالي تصبح هذه السندات

١ : د/ طارق محمود عبد السلام، تفعيل سوق السندات الحكومية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥، ص ٢٢.

٢ : د/ اسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية وطرق تفعيلها، مرجع سابق، ص ٦٠.

عملياً غير قابلة للتداول، وهو ما أدى إلى اصابة سوق التداول بالضعف<sup>(١)</sup>.

### ج - من حيث قابليتها للاستدعاء:

تنقسم السندات الحكومية من حيث قابليتها للاستدعاء إلى:

#### ١ - سندات غير قابلة للاستدعاء (Non Callable Bonds):

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

#### ٢ - سندات قابلة للاستدعاء (Callable Bonds):

ويُقصد بها، السندات التي يكون للجهة المصدرة الحق في استدعائها وسداد قيمتها لصاحبها، وذلك عندما لا يكون للسند مدة محددة، أو تكون مدته طويلة والمصدر يرغب في سداد القرض قبل انتهاء المدة، وهذا الأمر يحدث عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق، فتكون أسعار الفائدة المقررة على السند أعلى، غير أنه يعرض المستثمر لمخاطر

١ : د/ احمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي وأثرها على سوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري رسالة ماجستير ، ٢٠٠٦، ص ٢١٠.

انخفاض العائد، لذلك نجد أنه عندما يتم استدعاء هذه السندات، فإنه يتم سددها بقيمة أكبر من القيمة الاسمية، بحيث يمثل الفارق بين القيمتين علاوة الاستدعاء.

ويتضح مما سبق، أن هذه الأوراق المالية تكون مناسبة فقط عندما تنخفض أسعار الفائدة بما يكفي للسماح بإعادة تمويل الدين بتكلفة أقل، كما أن هذه السندات القابلة للاستدعاء مناسبة أيضاً لحكومة تتمتع بالثقة والمصداقية في الأسواق<sup>(١)</sup>.

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

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

غير أن إمكانية الاستدعاء هذه ليست بلا مقابل، ذلك أن السندات القابلة للاستدعاء تصدر بسعر فائدة أعلى من تلك المقررة على السندات غير القابلة للاستدعاء<sup>(١)</sup>.

#### د - من حيث العائد:

تنقسم السندات الحكومية من حيث عائدها إلى:

##### ١ - سندات بكوبون:

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

**والسندات ذات العائد الثابت؛** هي تلك التي يدفع عنها كوبونات ثابتة طوال مدة السند، وهي تضمن لحاملها عائد ثابت، وهذا ما يرغب فيه الكثير من المستثمرين، حيث تعتبر هذه السندات مصدر للدخل بالنسبة للمستثمر، هذا الدخل يتمثل فيما يدفعه مُصدر السند لحامله من فائدة وقيمتها الأصلية عندما يحل أجل استحقاقها<sup>(٢)</sup>. ويظهر من ذلك، أن هذه الأداة قد تكون أداة تمويل جيدة للحكومة، وذلك في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، كما أنها قد تكون على العكس من ذلك، وذلك عندما

<sup>١</sup> : د/ هالة حلمي السعيد، نجوى سمك، دراسة تحليلية لسوق السندات في جمهورية مصر العربية، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، عدد ١٧، ٢٠٠١، ص ٨.

<sup>٢</sup> : Everything you Need to Know About Bonds, <https://www.Pimco.com/en.us>, P 3

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

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

## ٢ - سندات بدون كوبون:

ويُقصد بها، تلك السندات التي تقوم الجهة المصدرة ببيعها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، وعندما يحل أجل استحقاقها يحصل حاملها على القيمة الاسمية، ويمثل الفارق بين القيمتين عائد السند<sup>(١)</sup>. وهذه السندات تعتبر وسيلة استثمار جيدة لصغار المستثمرين، حيث تتطلب مبالغ صغيرة للاستثمار فيها، كما أنها مفيدة أيضا بالنسبة للمستثمرين الذين يتمتعون بدرجة عالية من المخاطرة.

## هـ - من حيث الشكل:

### ١ - السندات الاسمية (Nominal Bonds):

ويُقصد بها، تلك السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل بالتسجيل، حيث إن التعامل فيها يكون مع من صدر السند باسمه أو وكيله

<sup>1</sup> : Moorad Choudry, Bond and Money Markets, op cit, p 12.

القانوني، ولا يتم التعامل مع غيرهم إلا بعد تغيير البيانات الواردة في السند وتغيير مالكه في سجل الدين العام. وأهم ما يميز هذه السندات أنها تحمي المكتتبين فيها من حالات سرقة السندات أو ضياعها، ولكن يعاب عليها أنها تعرقل حركة تداول هذه السندات.

## ٢ - السندات لحاملها (Bearer Bonds):

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

## ٣ - السندات المختلطة:

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

الفوائد، حيث تُصرف الفائدة لحائز الكوبون الملحق بالسند دون التحقق من شخصية الحائز<sup>(١)</sup>.

### ز - من حيث حرية الاكتتاب:

#### ١ - سندات اختيارية:

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

#### ٢ - سندات إجبارية:

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

ولكن نادراً ما تلجأ الحكومة لمثل هذه السندات، لما لها من آثار اقتصادية سلبية، وإذا اضطرت الدولة للجوء لهذه السندات، فإنها تفضل

١ : د/ طارق محمود عبد السلام، تفعيل سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٣٢.

القروض الاجبارية المستترة، وإذا لجأت اليها، فيكون ذلك لدوافع أخرى غير معالجة عجز الموازنة العامة، كأن يكون مثلاً لمواجهة التضخم أو للحد من ارتفاع الأسعار.

ويُشار إلى أن القرض التي تقوم الدولة باقتراضه قد يكون اختيارياً من البداية، ولكنه يتحول إلى قرض إجباري، وذلك عندما تقرر الدولة المقترضة - وهي الطرف الأول في العقد - بتأجيل سداه عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك دون الرجوع للمقرضين باعتبارهم الطرف الثاني في العقد<sup>(١)</sup>.

### ي - من حيث الغرض من الإصدار:

تصدر السندات الحكومية لعدة أغراض منها:

#### ١ - سداد العجز المالي:

ينتج العجز المالي عن زيادة المصروفات عن الإيرادات في الميزانية العامة، ويحدث هذا العجز نظراً لتمويل مشروعات البنية الأساسية وعملية التنمية، أما العجز النقدي فهو ناتج عن نقص أو تأخر الإيرادات المنتظرة في فترة من السنة، نظراً لعدم التطابق الزمني بين المصروفات والإيرادات، ويعالج هذا العجز النقدي بإصدار صكوك

١ : د/ اسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٦٩.

متغيرة الأجل، وهي أذون الخزانة، وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وسنة، أما العجز المالي، فيتم معالجته بإصدار السندات الحكومية.

## ٢ - الإحلال:

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

## ٣ - معالجة التضخم:

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

## ٤ - تمويل مشروعات معينة:

ويحدث ذلك عندما يتم اصدار سندات حكومية لتمويل نوع معين من المشروعات وخير مثال على هذه السندات هي **السندات الخضراء**؛ ولقد عرفها البنك الدولي بأنها عبارة عن صكوك استدانة تصدرها الحكومة للحصول على أموال تخصص لتمويل مشروعات تتعلق بالبيئة أو المناخ، وهذا النوع من السندات يجذب مستثمرين من القطاع الذي يهتم بالاستثمارات المستدامة والمسؤولة بحيث تكون المعايير البيئية والاجتماعية جزء من تحليلهم الاستثماري، وهذه السندات تخلق وسيلة

جديدة للمستثمرين يمكنهم من خلالها تحقيق العائد الذي يحتاجون إليه بالإضافة لتحقيق غرض آخر وهو دعم المشاريع صديقة البيئة والمناخ فمن خلال هذه السندات يمكن الوصول لمستثمرين جدد - هذا من شأنه أن يؤدي لاتساع قاعدة المستثمرين - يفكرون في مخاطر المناخ طويلة الأجل والبيئة والاستثمار المستدام عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية<sup>(١)</sup>.

ويعتبر البنك الدولي ومؤسسة التمويل من أكبر مصدري السندات الخضراء حيث أصدر البنك الدولي السندات الخضراء لأول مرة في عام ٢٠٠٨ بينما أصبحت مؤسسة التمويل الدولية أول مؤسسة تصدر سندات خضراء عالمية في عام ٢٠١٣، وكان البنك الدولي هو المهيمن على إصدار هذه السندات ولكن اختلف الوضع وتطور حيث أصبح هناك بنوك وشركات ودول تصدرها<sup>(٢)</sup>.

### و - من حيث مصدر السند:

تبدو أهمية هذا التقسيم بالنسبة لدول معينة، وهي التي يكون إصدار السندات فيها حق للحكومة المركزية والحكومات المحلية معاً، وتكون السندات التي تصدرها الحكومة المركزية (الاتحادية) أكثر ضماناً بالنسبة للمستثمر نظراً لتمتعها بالإعفاء الضريبي غالباً دون غيرها، ناهيك عن انخفاض المخاطر المتعلقة بتأخر أو تأجيل السداد، وذلك لأن

<sup>1</sup>: New World Bank Green Bond Is a Story of Market Growth and Innovation, 2015, <https://www.worldbank.org>.

<sup>2</sup>: Green Bonds, 2017, <https://www.worldbank.org>.

الحكومة المركزية تتمتع بسلطات لا تستطيع الحكومات المحلية استخدامها، مثل إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو فرض ضرائب جديدة.

ويشير الواقع إلى أن العديد من الحكومات المحلية في الولايات المتحدة وفي مقدمتها حكومة ولاية نيويورك قد تعرضت للإفلاس بسبب عدم قدرتها على خدمة ديونها، ولذلك فإنه من الأفضل لهذه الحكومات المحلية التأمين على ما تصدره من سندات، وذلك حتى تخلق الثقة لدى المكتتبين وترفع درجة الأمان بما يسهم بالتالي في خلق سوق نشطة لهذه السندات<sup>(١)</sup>.

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

١ : د/ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٧، ص ٤٢.

طويلة الأجل، ومن الممكن النص في نشرة الاكتتاب الخاصة بها على حق الحكومة في استدعائها على فترات وبقيم وآجال محددة<sup>(١)</sup>.

### ثانياً: أذون الخزانة (Treasury Bills):

عرف البعض أذون الخزانة؛ بأنها سندات تتضمن تعهد الحكومة بدفع مبلغ معين في تاريخ الاستحقاق، وهي بذلك تعتبر قروض قصيرة الأجل.

وتعتبر أذون الخزانة أحد أدوات الدين قصيرة الأجل التي تصدر من قبل الحكومات (تقل فترة استحقاقها عن سنة واحدة)، وفي الغالب يأخذ هذا الطرح الصفة الدورية كل أسبوع، كما تُطرح أذونات لمدة عام بشكل دوري كل شهر.

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

<sup>١</sup>: د/ عاطف حسن النقلي، إنشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، الجزء الأول، بدون دار أو سنة نشر.

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

وإصدار أذون الخزانة له ثلاثة عناصر؛ الأول: القيمة الاسمية للإصدار، والثاني: آجال الاستحقاق، والثالث: القيمة الصافية والتي تحدد سعر الفائدة. وتلجأ الحكومات إلى إصدار هذه الأذون في حالة العجز المؤقت أو الموسمي، والذي قد يرجع إلى عدم التوافق الزمني بين الإيرادات العامة والمصروفات العامة خلال السنة المالية<sup>(١)</sup>.

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

وفي كل مرحلة من مراحل تطور الاقتصاد المصري كان القانون ينظم استخدام أذون الخزانة كغطاء نقدي، وذلك إلى أن تم استخدامها

<sup>١</sup> : د/ إسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٧١.

لغرض جديد في عام ١٩٩١، وهو تمويل عجز الموازنة العامة<sup>(١)</sup>. وكانت الحكومة المصرية قد اتجهت للأخذ بهذه الأداة في يناير ١٩٩١ كجزء من نظام الإصلاح الاقتصادي المصري الذي بدأت مصر في تطبيقه بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي.

ووفقاً لما سبق عرضه يمكن تحديد خصائص أذون الخزانة أو أهم ما يميزها على النحو التالي<sup>(٢)</sup>:

١ - أذون الخزانة هي صكوك دين، بمعنى أنها تشمل تعهداً بالدفع في تاريخ محدد.

٢ - أذون الخزانة محددة المدة، ويرتبط هذا بمتطلبات النفقات العامة في كل فترة.

٣ - تهدف أذون الخزانة لتمويل عجز مؤقت أو موسمي في الخزانة العامة.

٤ - أذون الخزانة وسيلة للحصول على موارد حقيقية (سيولة نقدية غير مستغلة لدى الأفراد أو المنشآت أو البنوك) على خلاف التمويل التضخمي

١ : سعيد الخصري، ملاحظات حول تجربة استخدام أذون الخزانة في معالجة عجز الموازنة في مصر، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٢، ١٩٩٣، ص ٢٤١.  
٢ : طلبة السيد زين الدين، أذون الخزانة وتحديد سعر الفائدة: دراسة إحصائية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٢، ١٩٩١، ص ٣٠٦.

(طبع وإصدار أوراق بنكنوت جديدة)، لذلك يستخدم البنك المركزي هذه الوسيلة لمواجهة التضخم.

وبالنظر لأذون الخزانة باعتبارها أداة من الأدوات المالية الهامة، نجد أنها تحقق بعض الإيجابيات كما أنها لها بعض السلبيات. فأما عن الإيجابيات فهي؛

١- تمول عجز الموازنة العامة بموارد حقيقية.

٢- تساعد على امتصاص السيولة من السوق من خلال طرحها.

٣- توافر عنصر الأمان عند الاستثمار فيها فهي مضمونة بشكل كامل من الحكومة والمتعارف عليه أن الحكومات لا تفلس.

٤- تعتبر من الأدوات التي تستخدمها الدولة لتزيد من نشاطها الاقتصادي، فعندما يقرر البنك المركزي تحقيق سياسة الانكماش الاقتصادي فإنه يقوم برفع سعر الفائدة فيقوم المستثمرين بتوجيه مدخراتهم للاستثمار فيها فيترتب على ذلك الحد من القوة الشرائية للأفراد.

وأما عن السلبيات فهي؛

١- تؤدي لزيادة أعباء خدمة الدين العام، وتؤدي أيضا لزيادة سعر إقراض البنك المركزي للبنوك (سعر الخصم)، مما يؤدي إلى ضعف الائتمان المصرفي.

٢- يعتبر العائد الناتج عنها منخفض مقارنة بأدوات الدين الأخرى تماشياً مع القاعدة الاستثمارية - الأعلى مخاطرة يمنح العائد الأكبر.

وأخيراً فإن معظم البنوك التي تعمل في السوق تقوم بشراء أذون الخزانة بما لديها من سيولة نقدية، وليس بفائض السيولة النقدية، وذلك لكي تحقق هامش ربح كبير، مما يجنبها المشاركة في التنمية الاقتصادية باستثمارات حقيقية<sup>(١)</sup>.

وبالإضافة إلى السلبات السابقة، فإن أذون الخزانة تعتبر في حقيقة الأمر ضرائب مؤجلة إلى المستقبل، وبذلك ينتقل عبئها من الجيل الحالي إلى جيل المستقبل، وإذا لم تستطع الدولة زيادة مواردها في المستقبل، فلن تستطيع الاستمرار في مواجهة عجز الموازنة العامة من خلال الاقتراض بواسطة أذون الخزانة، كما أن هذا النوع من الاقتراض يصحبه ارتفاع في أسعار الفائدة، وهو ما يؤدي إلى زيادة الأعباء على الموازنة العامة، وانخفاض معدلات الاستثمار<sup>(٢)</sup>.

### ثالثاً: السندات الدولية:

السندات الدولية؛ هي قروض أو دين على الحكومة، تجاه حائزي هذه السندات من المؤسسات المحلية والخارجية، وهي قد تكون وفقاً لأجل استحقاقها قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، وتلجأ الحكومات إليها

١ : طلبية السيد زين الدين، أذون الخزانة وتحديد سعر الفائدة، مرجع سابق، ص ٣٢٤.

٢ : د/ أحمد حامد عطية، تطوير أدوات الدين العام المحلي، مرجع سابق، ص ٢٠٠.

لأنها توفر قاعدة كبيرة من المستثمرين، كما أن بعض الدول النامية قد لا تتوفر على سوق كبيرة للأوراق المالية وتتطلع لمستثمرين دوليين لتمويلها، فتقوم بإصدار هذا النوع من السندات<sup>(١)</sup>، وتسمى أيضاً بالسندات الأوروبية وتسميتها بهذا لا يعني اقتصار الإصدار على الدول الأوروبية ولكن يدل على أجنبية العملة التي تصدر بها وهي يقصد بها السندات التي تصدر بعملة غريبة عن عملة الدولة التي أصدرت فيها<sup>٢</sup>.

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

ويجب أن تكون جهة الإصدار على دراية بالآثار الاقتصادية الكلية والنقدية المحتملة للإصدار الدولي، فيكون لديها خلفية كاملة عن أثر ذلك على القدرة على تحمل الديون في البلد، وعلى السياسة النقدية، والاحتياطيات، وعلى العملة، وقد تتحقق هذه الآثار عند الإصدار، أو في وقت خدمة الدين، ولذلك يجب أن تتم إدارة أي إصدار بشكل جيد في

١ : اسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٧٤.

٢ : د/ مريم، تأثير أزمة منطقة اليورو على أداء الأسواق المالية الدولية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ٢٠١٢-٢٠١٣، ص ٩.

إطار مالي كلي سليم، وأن يكون هناك تنسيق وثيق مع البنك المركزي<sup>(١)</sup>.

ولإصدار هذا النوع من السندات مزايا عدة منها؛ زيادة حجم الاحتياطي الدولي، ودعم قدرة البنوك على الاقتراض عند الحاجة من الأسواق الخارجية، وخفض العجز الكلي في ميزان المدفوعات بقيمة تلك السندات، كما أن جود مزيد من الدولارات أو العملات الأجنبية في السوق يعطي قوة دفع للمشروعات التي تحقق عائداً بالعملة الأجنبية، كما أن هذا بدوره قد يعكس الوصول إلى مجموعة أكبر من المستثمرين، ولذلك يجب تعزيز البنية التحتية للسوق، وتحسين البيئة القانونية والمعلوماتية، والحد من مخاطر التسوية، ودمج أنظمة التسوية المحلية والدولية<sup>(٢)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن دول الخليج العربي قد أصدرت خلال العام الماضي سندات دولية برقم قياسي بلغ ٨٧,٦ مليار دولار، وهو ما يفوق ٧١,٨ مليار دولار في ٢٠١٨ والمستوى القياسي السابق البالغ ٨٤ مليار دولار.

1: Patrick B. G. van der wanssem, lars jessen and diego rivetti, issuing international bonds a guidance note, world bank document, no3, 2019,p9.

2 : Susan Black and Anella Munro, Why issue bonds offshore?, No 52, p 104, <https://www.bis.org>.

### رابعاً: السندات الحكومية المرتبطة بمؤشر:

تقوم عدد من الدول بإصدار السندات المرتبطة بمؤشر اقتصادي، وهذه السندات تُعرف في المملكة المتحدة باسم السندات المرتبطة بمؤشر وأدخلت المملكة المتحدة سندات الدين المرتبطة بمؤشر في عام ١٩٨١ ثم تلتها استراليا عام ١٩٨٥، وفي الولايات المتحدة تُعرف باسم سندات الخزينة المحمية من التضخم (TIPS)<sup>(١)</sup>، والمؤشر الأكثر شيوعاً هو مؤشر سعر المستهلك.

وتعتمد الأوراق المالية الحكومية المرتبطة بمؤشر على مدى جودة هذا المؤشر ومدى الثقة فيه، كما أن إصدار هذه السندات يتمتع بمزايا منها، أن هذه السندات ستؤدي الى تخفيض تكلفة اقتراض الحكومة أكثر من تكلفة إصدارها أوراق مالية بمعدل فائدة ثابت، وهذا يعد حافزاً للحكومة على عدم اتباع سياسة نقدية متوسعة<sup>(٢)</sup>.

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

<sup>1</sup>: Government Securities Market, p 175, <https://rbidocs.rbi.org.in>.

<sup>٢</sup> : د/ عاطف حسن النقلي، انشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص٢٠.

## وإصدار الأوراق المالية المرتبطة بمؤشر يحقق أهداف معينة،

منها<sup>(١)</sup>:

١- يوفر الإصدار فرصة للتنوع، سواء من حيث الأدوات المقدمة للمستثمرين، أو من حيث قاعدة المستثمرين، فعلى سبيل المثال قد يكون السند مناسباً لصناديق التقاعد أو مستثمري التجزئة.

٢- قد يشجع الإصدار على تحقيق السيولة وزيادة الكفاءة في السوق.

٣- قد توفر الأوراق المالية المرتبطة بمؤشر معدل عائد حقيقي مفيد لصانعي السياسة والمشاركين في السوق

### خامساً: الصكوك السيادية الحكومية:

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

1 : organisation organisation for economic co-operation and development, debt management and government securities markets in the 21st century, 2002, p63.

وأما عن خصائص هذه الصكوك فهي؛

١- اسمية ومتساوية القيمة.

٢- تصدر لمدة محددة بالعملة المحلية أو بعملة أجنبية.

٣- يتم تداول الصكوك السيادية مع الالتزام بالمعايير الشرعية ونشرة الإصدار.

٤- تصدر بصيغ معينة مثل المضاربة والمرابحة والإجارة والوكالة والاستصناع<sup>(١)</sup>.

وفي ضوء التجارب الدولية نجد هناك العديد من الدول التي تقوم بإصدار الصكوك السيادية، فمثلاً نجد دولة ماليزيا التي تعتبر من أكبر الدول في إصدار الصكوك السيادية حيث تسيطر على ٣٣٪ من إجمالي إصدارات الصكوك السيادية عالمياً ويرجع هذا لأسباب عديدة منها وجود سوق مالي إسلامي للتداول ووجود نظام إعفاءات ضريبية والاعتماد على البورصة كجهة إصدار واكتتاب في هذه الصكوك ومن الأسباب أيضاً وجود هيئة عليا شرعية تتبع البنك المركزي مهمتها الرقابة وضبط العمل بهذه

<sup>١</sup> : صكوك المرابحة: هي التي يصدرها التاجر بقصد شراء سلعة ثم يقوم ببيعها بمرابحة معلومة، وصكوك المضاربة: هي التي يصدرها شخص أو هيئة تتولى إدارة المشروع المقترح من أجل تمويل، وصكوك الاستصناع: التي يصدرها الصانع، ويحصل على قيمتها في تصنيع المنتج وفقاً للمواصفات المطلوبة ويقوم بتسليمه، وصكوك الاجارة التي تتعلق بالأصول المؤجرة حيث يصبح حاملها هم الملاك.

الأدوات المالية<sup>(١)</sup>، تليها السعودية بنسبة ٣٢٪، ثم نجد دولة اندونيسيا التي أصدرت حكومتها عام ٢٠١٨ صكوك قيمتها ٣ مليار دولار أمريكي لمدة ٨ سنوات، واستخدمتها هذه الدول في دعم مشروعات تنموية واقتصادية وأداة لمعالجة مشكلة السيولة في الأجل القصير ومعالجة عجز الموازنة العامة<sup>(٢)</sup>.

## المطلب الثاني

### وسائل إصدار الأوراق المالية الحكومية

عندما تستخدم الحكومة الأوراق المالية الحكومية كأداة للتمويل، وذلك من خلال الاقتراض بواسطة هذه الأوراق، فعليها حتى تضمن نجاح هذه السياسة في الاقتراض، أن تتصف بالثقة والمصداقية، باعتبارها الجهة التي تقوم بإصدار هذه الأدوات.

غير أن تحقق هذا الأمر يتطلب وجود إطار تشريعي ومؤسسي يضمن تنظيم عملية الاقتراض وإصدار أدوات الدين، ولذلك يجب على الحكومة أن تطور من قدرتها على توظيف وسائل الإصدار هذه، بحيث تستطيع أن تختار طريقة الإصدار حسب ظروف السوق ومصادر الطلب.

١: د/ بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد ١٤، ٢٠١٥، ص ٢٦.  
٢: د/ أحمد شوقي سليمان، الصكوك السيادية أحد أهم الأدوات لتمويل الموازنة العامة، مقال منشور على <https://www.bankygate.com>، ٢٠٢٠/٢/٢٢.

فالمزاد مثلاً مفيد للسندات التي تصدر بانتظام وبكميات كبيرة، والاكنتاب مفيد بالنسبة لإدخال أدوات جديدة الطلب عليها غير مؤكد<sup>(١)</sup>.

وفي ضوء ذلك، سأوضح فيما يلي الوسائل الممكنة لإصدار الأوراق المالية الحكومية:

### ١- طريقة الاكنتاب العام:

وفقاً لهذه الطريقة، تقوم الدولة بعرض الأوراق المالية الحكومية التي تريد بيعها على الجمهور مباشرة، ومن يرغب في الشراء يتقدم بطلب اكنتاب، ويوضح في هذا الطلب عدد السندات التي يرغب في الاكنتاب فيها، وقيمتها إذا كان القرض متعدد الفئات.

ومن أهم ما يميز هذه الطريقة، أنها تتم بين الحكومة والجمهور مباشرة، أي دون أن يكون هناك وسيط قد يسعى لتحقيق مصالح شخصية فيتلاعب في سوق الأوراق المالية الحكومية، ذلك أنه وإن كانت للبنوك دور في هذه الطريقة، إلا أنها لا تعتبر وسيطاً بين الدولة والجمهور، إذ

1 : Good Practices in Developing Bond Market: with a focus on government bond market, Association of Southeast Asian Nations Plus Three, 2017, p12.

يقتصر دورها في هذا الصدد على كونها مجرد أماكن لبيع السندات فقط مقابل عمولة يحصل عليها البنك<sup>(١)</sup>.

وحين تلجأ الدولة لطريقة الاكتتاب العام، فإنها تسعى بذلك لتحقيق الثقة من جانب الجمهور. وهي (أي الدولة) حين تقوم بعرض القرض للاكتتاب العام، فإنها قد تقوم بعرضه للاكتتاب دفعة واحدة، وقد تقوم بطرحه على فترات متعددة<sup>(٢)</sup>.

وتجري عملية الاكتتاب العام بقيام الحكومة بتحديد سعر الطرح ومن ثم سعر الاكتتاب ويقوم المستثمر بالاكتتاب عند السعر المحدد.

ويلاحظ أن هذه الطريقة أكثر تطبيقاً في الدول النامية التي تفتقد إلى وجود سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية، ذلك أن تحديد السعر من قبل الحكومة يكون مفيداً وذلك بالنظر إلى عدم قدرة السوق على تحديده<sup>(٣)</sup>.

١ : د/ رمضان صديق محمد، المالية العامة أصولها النظرية وتطبيقاتها المعاصرة، دار النهضة العربية، عام ٢٠٠٤، ص ٢٢٢.  
٢ : د/ طارق محمود عبد السلام، تفعيل سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٢٧.  
٣ : د/ عاطف حسن النقلي، سوق الأوراق المالية الحكومية كأداة لإدارة الدين العام، مرجع سابق، ص ٦٤.

## ٢- طريقة الاكتتاب المصرفي:

وفقاً لهذه الطريقة، يكون أحد البنوك - أو مجموعة من البنوك - وسيطاً بين الدولة والجمهور، حيث تبيع الدولة السندات للبنوك، ويكون ذلك بسعر أقل من القيمة الاسمية لهذه السندات، على أن تقوم هذه البنوك ببيعها للجمهور وفقاً لسعرها الأصلي، ويمثل الفرق بين السعر الأصلي وسعر البيع الأول من جانب الدولة للبنوك العائد أو الربح الذي تحصل عليه البنوك مقابل تحمل مخاطر الإصدار.

فالحكومة وفقاً لهذه الطريقة، تُحمل البنوك مخاطر الإصدار نظير خصم الإصدار (الفرق بين السعر الاسمي وسعر البيع)، إذ قد لا تستطيع هذه البنوك بيع كل السندات، وحين يحدث ذلك، فإنها (أي البنوك) ترجع للحكومة وتطلب منها تخفيف شروط البيع أو غيرها من الشروط، وذلك حتى تحفز المستثمرين على شراء هذه الأوراق، وغالباً ما توافق الحكومة على ذلك.

فعندما لا تكون الحكومة على يقين من انها ستحقق الاكتتاب الكامل والسعر الذي ترغب فيه من الإصدار، وهذا نجده في الدول التي تكون في المرحلة الأولى من تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية، فإنها تعهد بمهمة الاكتتاب هذه إلى البنوك والمؤسسات المالية، وقد يطلب من البنك المركزي تغطية جزء من الإصدار الجديد وهذا ما لجأت إليه

ماليزيا حيث سمحت للبنك المركزي بالمشاركة في مزادات السندات الحكومية ويمكنه الحصول على نسبة ١٠٪ من الإصدار<sup>(١)</sup>.

### ٣- طريقة البيع في البورصة:

وفقاً لهذه الطريقة، يتم عرض السندات في البورصة مباشرة، وعادة ما تعرضها الحكومة على دفعات.

وتلجأ الحكومة لهذه الطريقة عندما يكون قيمة القرض صغيرة، لأنه إذا كانت قيمة القرض كبيرة وقامت الحكومة رغم ذلك بعرضها في البورصة مباشرة، فإن هذا الإصدار من قبل الحكومة سيضر بسعر هذه السندات، ليس هذا وحسب، بل إنه سيضر أيضاً بسعر غيرها من الأوراق المالية.

ويجب على الحكومة إذا اختارت اللجوء إلى هذه الطريقة في إصدار أوراقها المالية، أن تقوم باختيار الوقت المناسب لذلك، بحيث تختار الوقت الذي تميل فيه الأسعار للارتفاع حتى تتمكن من الاستفادة من نشاط السوق<sup>(٢)</sup>.

<sup>1</sup> : Government Securities Market, p 172,  
<https://rbidocs.rbi.org.in>.

<sup>٢</sup> : د/ طارق محمود عبد السلام السالوس، تفعيل سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٢٩.

#### ٤- طريقة البيع بالمزاد:

تعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعاً واستخداماً في أسواق الأوراق المالية الحكومية، سواء تعلق الأمر بالدول المتقدمة التي تتمتع أسواقها بدرجة عالية من السيولة والكفاءة، أو تعلق بالدول النامية التي تفتقر للأسواق الكفاء.

والبيع بطريقة المزاد يتسم بالشفافية، ذلك أن عملية بيع الأوراق المالية الحكومية يتم الإعلان عنها بداية، حيث يتم الإعلان عن نوعية الأوراق المالية الحكومية التي يتم طرحها، وحجم الطرح، وأجل الاستحقاق.

ويؤدي الاعتماد على المزادات لبيع السندات الحكومية إلى زيادة المنافسة، وهذا ما اعتمدت عليه العديد من الدول، فمثلاً تحولت بلجيكا من المزادات الشهرية إلى المزادات نصف الشهرية، وهناك بلدان حددت أيام للمزاد أياماً ثابتة، أو فترات ثابتة بين المزادات.

ويتم نشر تقارير المزادات عادةً على أساس نصف سنوي، وتستخدم جميع دول الاتحاد الأوروبي تقريباً التي تُصدر الأوراق المالية الحكومية عبر المزادات أنظمة المتعاملين الرئيسيين<sup>(١)</sup>.

<sup>1</sup> : organisation for economic co-operation and development, debt management and government securities markets in the 21st century,2002, p24.

ومما لا شك فيه، أن بيع الأوراق المالية الحكومية بهذه الطريقة، أمر لا يخلو من المخاطر بالنسبة للجهة المصدرة لهذه الأوراق، حيث قد تكون العطاءات المقدمة من خلال المزاد لا تكفي لتغطية كمية الطرح التي ترغب الحكومة في بيعها، ومن المخاطر أيضاً أنه قد يكون السعر المحدد لتنفيذ عملية الطرح وفقاً للسوق أقل من السعر الذي ترغب الحكومة في البيع به.

ولذلك، يجب على مديري الدين العام عند اللجوء لهذه الوسيلة، أن يتحققوا من توافر مواصفات معينة في المزاد، بما يضمن تحقيق الغرض من بيع الأوراق المالية الحكومية.

هذه المواصفات الواجب توافرها في المزاد، تتعلق بطريقة تنفيذ هذا المزاد (نظام الأسعار المتعددة-نظام السعر الموحد)، ودورية المزادات، أي انتظام إصدارات الأوراق المالية الحكومية في تواريخ معروفة للجميع مع بيان نوع الأوراق المالية المصدرة، وتنافسية العطاءات، أي عدم احتكار السلطة المصدرة توجيه نتائجه، وتتحقق هذه التنافسية بثلاثة إجراءات وهي؛ وضع حدود لعدد العطاءات التي يتقدم بها المشترك الواحد، وضع حد أعلى لما يمكن أن يحوزه المشترك الواحد

من اجمالي الورقة المالية المطروحة وغالباً ما تتراوح هذه النسبة بين ١٥-٣٠٪، وضع حد أدنى للعتاء الواحد<sup>(١)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن إجراءات المزاد تختلف من دولة لأخرى، فمثلاً في ألمانيا وإيطاليا تشير حكومة كلا الدولتين إلى الأيام التي تجري فيها المزادات المتعلقة بالدين العام في اصدار سنوي، مما يعني أن مواعيد المزاد تكون معروفة مسبقاً، كما يتم الإعلان عن ظروف وشروط كل مزاد بما في ذلك حجمه قبل أسبوع تقريباً من حدوثه بالفعل<sup>(٢)</sup>.

### - الآليات المتبعة في المزاد:

تستخدم معظم بلدان العالم المزادات التي يتم الإعلان عنها مسبقاً كوسيلة لإصدار الأوراق المالية الحكومية، والآليات المتبعة في هذه المزادات أما أن تكون آلية الأسعار المتعددة أو آلية السعر الموحد<sup>٣</sup>، وسيتم عرض كل آلية وفقاً للتالي؛

١ : د/ عاطف حسن النقلي، إنشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٤٢.

2: Roel Beetsma, Massimo Giuliodori, Frank de Jong and Widijanto Daniel, Price effects of sovereign debt auctions in the Euro-zone: the role of the crisis, ECB Working Paper,2013, p 6.

3: Government Securities Market, p 172, <https://rbidocs.rbi.org.in>.

أ- طريقة الأسعار المتعددة (سعر العطاء):

وفقاً لهذه الآلية، تُقدم عطاءات متعددة، وترتب هذه العطاءات تنازلياً، وتكون العطاءات المتعددة هي أعلى العطاءات المقدمة التي تسمح بالامتصاص الكامل للمعروض من السندات، ووفقاً لهذه الطريقة يقوم المشاركون في المزاد بدفع السعر المحدد في عرضهم.

وتجدر الإشارة إلى أن العطاءات الأعلى سعراً بالنسبة للأوراق المالية، هي التي تطلب أقل سعر فائدة على الورقة المالية، حيث يتم ترتيب العطاءات من أدنى عائد لأعلى عائد، بحيث يدفع مقدمو العروض الذين يتم قبول عطاءاتهم، السعر المعادل للعائد الذي يقدمونه (١).

ب - طريقة السعر الموحد (السعر العام):

وفقاً لهذه الطريقة، يدفع المشاركون في المزاد السعر المعادل لسعر أقل عرض فائز، بما يعني أن بعض المستثمرين سيدفعون أسعاراً للأوراق المالية الحكومية أقل مما كانوا مستعدين لدفعه.

والغالب في الدولة العربية استخدام نظام الأسعار المتعددة على عكس سوق الأوراق المالية الحكومية في مصر، والتي تعتمد على أسلوب

1: Joint Report on the government securities market, department of the treasury, securities and exchange commission and board of governors of the federal reserve system, january 1992, p a-1.

السعر الموحد، وهو ما يتناسب مع الوضع في الدول النامية ذات الأسواق الصغيرة<sup>(١)</sup>.

وبالنظر للآليتين، نجد أن النقد الذي تحصل عليه الحكومة وفقاً لأسلوب السعر العام يكون أقل من ذلك الذي تحصل عليه عند إتباع أسلوب سعر العطاء.

ويمكن تفسير لجوء بعض الحكومات رغم ذلك لأسلوب السعر العام، بأن هناك اعتقاد بأن نظام السعر العام يقلل الشك وعدم اليقين لدى مقدمي العطاءات في نظام سعر العطاء والناتج عن كون سعر العطاء الذي تمت الممارسة به أعلى من سعر السوق للورقة المالية الحكومية، بما يعني بالتالي أن سعر إعادة بيع الأوراق المالية الحكومية في السوق الثانوي، سيكون أقل من السعر الذي تمت الممارسة به في المزاد، الأمر الذي يؤدي إلى إلحاق الخسارة بحائزي الأوراق المالية الحكومية، ولتفادي ذلك تقوم الحكومة بالاعتماد على نظام السعر العام بدلاً من نظام سعر العطاء، وهو (أي نظام السعر العام) الأكثر ملائمة للدول النامية خاصة عند إقدامها على طرح أدوات مالية طويلة الأجل.

غير أن الأمر يختلف بالنسبة للسوق المستقر والعميق والذي تتوفر عليه غالبية الدول المتقدمة اقتصادياً، وذلك لأن سعر السوق بالنسبة للأوراق المالية الحكومية المطروحة في المزاد، سيكون واضح ومتوقع

١ : د/ إسلام محمد شاهين: تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ٩٩.

أمام المشاركين في المزاد، فيقل بذلك الشك لديهم، الأمر الذي يعني في النهاية عدم وجود فارق جوهرى بين نظام السعر العام ونظام سعر العطاء في هذه النوعية من الأسواق.

### - المشتركون في المزاد:

هناك بعض الدول، مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، تسمح للأفراد بالمشاركة في المزاد وتقديم عطاءات في مزاد بيع الإصدارات الأولية للأوراق المالية الحكومية، وهناك دول أخرى، مثل فرنسا وألمانيا، لا تسمح بالمشاركة في هذا المزاد إلا للمؤسسات المالية والمصنفون من الوسطاء الماليين كمتعاملين أوليين في السوق. وفي بعض الدول يكون السماح لمستثمري التجزئة بالمشاركة في المزاد نوعاً من الالتزام السياسي،

وفي الواقع، فإن قرار بعض الدول بالسماح للأفراد بالمشاركة في المزاد يعد نوعاً من الالتزام السياسي لا أكثر، ذلك أن السماح للأفراد بالمشاركة ليس في صالح المزاد، إذ سيترتب على ذلك وجود عدد كبير من العطاءات الصغيرة، وهذا من شأنه تأخير عملية الدفع والتسوية، ومن ثم تأخير إنهاء إجراءات المزاد.

أما بالنظر للوضع في بعض الدول العربية؛ فنجد أن مصر تسمح للمتعاملين الرئيسيين بالحق الحصري للمشاركة في المزاد، وفي المغرب تسمح للمتعاملين الرئيسيين بالدخول للمزاد لكن ليس بشكل حصري،

وتسمح تونس لكل من لمتعاملين الرئيسيين والبنوك والسماسة الآخرين بالمشاركة في المزاد، وفي الأردن تسمح للمؤسسات المالية بما في ذلك المؤسسات غير المصرفية بالمشاركة في المزاد<sup>(١)</sup>.

وفي هذا الشأن، توجد قاعدة عامة، وهي أن البنك المركزي غير مسموح له بالمشاركة في المزاد كمارس لعطاء الشراء، وذلك لأن وظيفته تنحصر في كونه مستشار الحكومة ووكيلها المالي، وبذلك لا يجوز له الشراء المباشر للأوراق المالية الحكومية من الحكومة، والعلة في ذلك هي تقييد نطاق اعتماد الحكومة على التمويل النقدي لتلبية احتياجاتها. غير أنه يُستثنى من هذه القاعدة البنك الفيدرالي الأمريكي، حيث يُسمح له بالمشاركة في حالة وصول الأوراق المالية الحكومية التي في حوزة محفظته المالية إلى أجل استحقاقها<sup>(٢)</sup>.

1: Catiana Garcia-Kilroy and Anderson Caputo Silva, reforming government debt markets in mena, the world bank, 2011, p 25.

٢ : د/ عاطف حسن النقلي، إنشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٥١.

## ٥- طرق إصدار أخرى:

### أ - جماعة الشراء وضمان الاكتتاب وترويجه:

هذه الجماعة عبارة عن مجموعة من المؤسسات المالية التي تقوم بشراء الأوراق المالية الحكومية من الدولة بسعر السوق، ثم تقوم ببيع هذه الأوراق لباقي المتعاملين في السوق، وذلك مقابل عمولة.

هذا وتقوم جماعة الشراء بوظيفة أخرى، وهي ضمان الاكتتاب والترويج للأوراق المالية الحكومية، وذلك من خلال قيامها بشراء كامل الإصدار من الأوراق المالية الحكومية عند سعر محدد يتفق عليه بينها وبين مدير الدين.

وتلجأ الدولة مصدرة الأوراق المالية الحكومية لهذه الجماعة عندما قيامها بإصدار أوراق بعملة أجنبية وافتقادها الخبرة بالأسواق الأجنبية، حيث تقوم بالاستعانة بهذه الجماعة (البنوك الأجنبية) لإدارة وترويج الأوراق المالية الحكومية التي قامت بإصدارها.

ويلاحظ في هذا الصدد، أن ما تتكبده الحكومة من تكاليف نظير استخدامها للمتعاملين الرئيسيين للتوسط بينها وبين المستثمرين النهائيين، يتساوى مع تكلفة الاستعانة بجماعة الترويج، وخاصة إذا كان المتعاملون

الرئيسيون يتمتعوا بمزايا معينة، كميزة الوصول بصورة منفردة للمزاد<sup>(١)</sup>.

### ب - البيع المستمر:

يمكن للحكومة استخدام وسيلة أخرى لبيع الأوراق المالية الحكومية، ألا وهي وسيلة البيع المستمر، حيث تقوم الحكومة بإصدار كمية من الأوراق المالية الحكومية، ثم تجعلها متاحة للبيع من خلال حد أدنى للسعر، وهي تكون متاحة للبيع لفترة، وتباع هذه الأوراق في السوق كلما تم عطاء عليها.

وبموجب هذه الوسيلة، يمكن لمدير الدين زيادة السعر عن الحد الأدنى السابق تحديده، ويحدث ذلك عندما يزداد الطلب على هذه الأوراق، أما إذا انخفض الطلب، فإن مدير الدين يمكنه خفض السعر إلى المستوى الذي يمكنه من إتمام بيع الكمية المطروحة.

وبذلك، فإن مفاد هذا الأسلوب هو القيام بإصدار وطرح أوراق مالية حكومية عندما يكون هناك طلب متاح عند سعر معين أو عند سعر السوق بناءً على منحى عائد السوق الحالي، ووفقاً لهذه الطريقة يكون لمدير الدين السبق في تحديد ما يمكن طرحه من الأوراق المالية الحكومية والسعر الذي تطرح به.

١ : د/ عاطف حسن النقلي، إنشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٦٣.

وأخيراً، تجدر الإشارة إلى أن نظام البيع المستمر يكثر استخدامه في إصدار وطرح الأوراق المالية الغير قابلة للتداول، حيث تقوم الحكومة بطرح هذه الأوراق من خلال مكاتب البريد والبنوك المملوكة لها.

## المبحث الثاني

### سوق الأوراق المالية الحكومية

#### - تمهيد وتقسيم:

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

ويمكن تعريفه أيضاً، بأنه المكان المخصص ليتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية وفقاً للأسعار التي تحددها قوى العرض والطلب (آلية السوق)، ولقد ساهمت نظم سوق الأوراق المالية بنقل الفائض من الأموال لدى بعض القطاعات إلى قطاعات أخرى تواجه عجز بكفاءة وبتكلفة أقل<sup>(٢)</sup>.

<sup>١</sup>: د/ نسيمه عمران شرطي، أثر السياسة النقدية على نشاط سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (١٩٧٨-٢٠٠٩)، رسالة ماجستير، كلية عمادة الدراسات العليا، جامعة مؤتة، ٢٠١١، ص ٩.

<sup>٢</sup>: د/ أيمن محمود زكريا، تقويم أداء سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وسوق البحرين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإدارية، جامعة أم درمان الإسلامية، ١٩٩٨، ص ٥.

وعلى هدي ما تقدم، سأتناول هذا المبحث في مطلبين، وذلك على النحو التالي:

**المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الحكومية**

**المطلب الثاني: هيكل سوق الأوراق المالية الحكومية.**

### المطلب الأول

ماهية سوق الأوراق المالية الحكومية

#### - تعريف سوق الأوراق المالية الحكومية:

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

ويمكن تعريفه؛ بأنه سوق للأوراق المالية القابلة للتداول وتصدر هذه الأوراق من الحكومة، وهذه الأوراق قد تكون سندات ( ذات أجل

استحقاق طويل يكون عام أو أكثر)، وقد تكون أذون خزانة ( ذات أجل استحقاق قصير يكون أقل من عام) وأوراق مالية أخرى<sup>١</sup>.

### - أهمية سوق الأوراق المالية الحكومية.

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

١- تعتبر المصدر الأساسي للأموال طويلة الأجل بالنسبة للحكومة التي تقترض من هذه الأسواق.

٢- تعتبر عنصر مهم في محفظة الأوراق المالية للاستثمار بالنسبة لعدد من المستثمرين، مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين، باعتبارها من المستثمرين البارزين في السندات الحكومية عالية الجودة، لكون هذه الأخيرة تمثل تدفقاً مستقبلياً للدخل بعيد عن المخاطر ويمكن التنبؤ به.

٣- توفر سوق الأوراق المالية الحكومية استثماراً خالياً من المخاطر بالنسبة للسندات الحكومية المحلية، وذلك لأن سداد قيمة هذه السندات والفوائد أمر حتمي، إذ أن الحكومة لن تتخلف عن سداد الدين الصادر بالعملة المحلية، ولو ضاقت بها السبل يمكنها ببساطة طبع مزيد من النقود لسداد الدين، أما عن السندات التي تصدر بالعملة الأجنبية، فهي ليست

<sup>١</sup> : Developing Government Bond Markets, The WORLD BANK and INTERNATIONAL MONETRAY FUND, 2001, P1.

خالية من المخاطر، وذلك لأن طبع مزيد من الأموال أمر غير ممكن تنفيذه في هذه الحالة، بما يعني أن انتمان السند السيادي أو الحكومي يتوقف على الحالة الائتمانية للدولة المقترضة.

٤- عائدات السندات الحكومية قد تشكل مؤشراً يمكن الاعتماد عليه في تحديد معدلات الفائدة الأخرى، مثل معدلات الفائدة على اقتراض الشركات. فعلى سبيل المثال قد يتم تحديد عائدات سندات الشركات بسعر يزيد على عائدات السندات الحكومية والفرق في السعر يتم تحديده بالنقاط الأساسية أو وحدات من ٠.١ %<sup>(١)</sup>.

### ومن عوامل نجاح هذه الأسواق:

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

٢- انتهاج البنك المركزي سياسات نقدية جيدة تعمل على كبح جماح التضخم وتحقيق استقرار في سعر صرف العملة المحلية، كما أن توسع البنك المركزي في شراء الأوراق المالية من البنوك في إطار عمليات

١ : إحسان محمد إبراهيم مرسي، اقتراض الحكومات، نادي التجارة، العدد ٦٢٨، ٢٠٠٩، ص ٣٩.

السوق المفتوحة يعمل على زيادة قدرة البنوك على الاقراض، الأمر الذي يؤدي لانخفاض سعر الفائدة، ومن ثم تنشيط سوق الأوراق المالية<sup>١</sup>.

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

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

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

---

<sup>1</sup> : Kenneth Garbade, After the Accord A History of Federal Reserve Open Market Operations, the US Government Securities Market, and Treasury Debt Management from 1951 to 1979, Cambridge-University-Press, 2021, <https://libgen.is/book,P129>.

## المطلب الثاني

### هيكل سوق الأوراق المالية الحكومية

سوق الأوراق المالية الحكومية هي السوق التي تطرح فيها أوراق مالية بواسطة الحكومة وتكون الحكومة من خلالها مدينة بدين قد يكون قصير الأجل سنة فأقل وتسمى أذونات الخزانة، وقد تكون متوسطة الأجل حتى عشر سنوات، وقد تكون طويلة الأجل حتى ثلاثون سنة.

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

١- وجود مثل هذه الأسواق يعد آلية فعالة للحد من العجز المالي الكبير الذي تعاني منه الدول النامية، إذ هو وسيلة لتمويل العجز المالي الحكومي على نحو يمكن من خلاله تفادي مشكلة التضخم أو على الأقل تقليل الضغوط التضخمية.

٢- يمكن من خلال هذه الأسواق توفير وسيلة جيدة وسليمة لإدارة الدين العام وخفض التكلفة والمخاطر المرتبطة به.

٣- وجود هذه السوق من شأنه أن يعمل على وجود سوق مالي توجد به وسائل تمويلية متعددة، حيث تتفاعل سوق النقد مع سوق رأس المال في

<sup>١</sup>: د/ عاطف حسن النقلي، إنشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٦.

خدمة الاقتصاد الوطني من خلال ايجاد وسائل تمويل جديد أو تطوير الموجود منها.

٤- وجود هذه السوق يعمل على التفاعل بين السياستين المالية والنقدية، ويمكن البنك المركزي من القيام بعمليات السوق المفتوحة بشكل فعال<sup>(١)</sup>.

وهذه السوق تنقسم إلى:

### أ - السوق الأولى (سوق الاصدار - Primary Market):

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

ويمكن تعريفها أيضاً، بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها، أو بين المقرض والمقترض،

1: Velimir Lukić, integration of government bond market in the euro area and monetary policy, journal of central banking theory and practice, 2016, p 72.

حيث تتجمع المدخرات من خلال هذه الأسواق عن طريق إصدار الأوراق المالية<sup>(١)</sup>.

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

ومن هنا يبدو مدى ضرورة وجود قانون للدين العام ينظم هذا الأمر، إذ من الأفضل أن يتم تجميع التشريعات والقرارات المتعلقة بالاقتراض وإصدار السندات الحكومية في إطار واحد، وذلك كما هو الوضع في دولة الأردن، إذ قامت هذه الدولة الشقيقة بسن قانون للدين العام، ووفقاً لهذا القانون تشكل لجنة برئاسة وزير المالية تتولى عدة مهام منها وضع الإطار العام لاستراتيجيات إدارة الدين العام وتحديد أهداف إدارته، وقد قصر هذا القانون الاقتراض الحكومي على حالات معينة، كما وضع حدود للدين العام لا يجوز تجاوزها وهي ٦٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي.

وفي مصر يصدر قرض الدين العام بناءً على قانون، حيث يتضمن هذا الأخير الأحكام المتعلقة بهذا القرض من حيث طبيعته

<sup>١</sup>: د/ عراقي عبد الصمد عراقي، طبيعة سوق الأوراق المالية، مجلة البحوث الاقتصادية المعاصرة، العدد ١، ١٩٨٨، ص ٢٤٧.

وأحكامه وشروطه، ومن هذه الشروط مبلغ القرض، شكل السندات، سعر الفائدة، وسعر الإصدار.

ويُشار إلى أن عملية إصدار الأوراق المالية في مصر كانت مقتصرة على الشركات إلى أجاز القانون للدولة أو الهيئات العامة القيام بإصدار الأوراق المالية الحكومية وتداولها، منذ هذا التاريخ أصبحت الإصدارات الحكومية القاعدة الأساسية لباقي الإصدارات في الدولة، بمعنى أن سعر الفائدة المقرر على الأوراق المالية الحكومية يعتبر مؤشر تعتمد عليه شركات القطاع الخاص عند إصدارها لسندات الخاصة<sup>(١)</sup>.

ولعله من المفيد الإشارة الى وجود اختلاف في الأهداف في حالة إصدار البنك المركزي للأوراق المالية وفي حالة إصدار الحكومة لهذه الأوراق؛

فعند قيام البنك المركزي بالإصدار، فإن الإصدار يكون بالعملة المحلية، ويكون لأجل قصيرة، وذلك لأنه يهدف من وراء هذا الإصدار إلى إدارة السيولة الزائدة في سوق النقد.

أما في حالة إصدار الحكومة للأوراق المالية، فإن الهدف من الإصدار هنا هو الحصول على التمويل اللازم لسد العجز المالي في الموازنة العامة، حيث تقترض الحكومة من خلال الأوراق المالية، وكلما انخفضت التكلفة التي تقترض بها، كلما دل ذلك على ثقة المقرضين

<sup>١</sup>: د/ اسلام محمد شاهين، تطوير سوق السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٨٤.

بقدرتها على سداد القرض، ولتحقيق الهدفين السابقين لابد من وجود سوق ثانوي كفاء لتداول الأوراق المالية<sup>(١)</sup>.

ذلك أن السوق الأولى وبالرغم من أهميته التي بدت مما سبق، إلا أنه لا يمثل إلا الخطوة الأولى على طريق النشاط المالي، والوقوف عند هذه الخطوة يعتبر جموداً كاملاً لا يحقق للمستثمر الطمأنينة والثقة التي يبتغيها من وراء استثماره في الأوراق المالية التي في حوزته مقابل مدخراته التي منحها للمقترض، وهذه الطمأنينة وتلك الثقة لن تتحقق للمستثمر إلا إذا وجد بجانب السوق الأولي سوق ثانوي كفاء لتداول الأوراق المالية الحكومية. وفيما يلي بيان لهذا السوق:

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

يُقصد بالسوق الثانوي؛ ذلك المكان الذي تتجمع فيه المعاملات المالية بيعاً وشراءً، حيث يترتب على هذه المعاملات نقل ملكية السندات الحكومية السابق إصدارها - وفقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء - سواء تمت هذه المعاملات في السوق المنظمة أو السوق الغير منظمة، وبذلك فإن المتعاملين في هذه الأسواق هم حملة السندات الحكومية والمستثمرون<sup>(٢)</sup>.

١ : د/ عاطف حسن النقلي، إنشاء سوق الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص ٧٤ و٧٥.

٢ : حسين عبد المطلب حسين، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٢٠٠٢.

ويمكن تعريفها أيضا؛ بأنها تلك السوق التي يتم فيها إعادة بيع الإصدارات الأولية للأوراق المالية، والتي تم التعامل فيها في سوق الإصدار، وبذلك فإن الذي يحصل على ثمنها ليست الجهة المصدرة، بل من يقوم ببيعها في السوق الثانوي، وذلك لأن هذه الجهة لا تحصل على أموال إلا في حالة بيع هذه الأوراق لأول مرة في السوق، ولذلك فإن هذه السوق جعلت من السهل إعادة بيع الأوعية المالية بهدف تجميع السيولة.<sup>(١)</sup>

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

١ : د/ عاطف حسن النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، مجلة المال والتجارة، مجلد ٢٦، العدد ٣٠٦، ١٩٩٤، ص١٧.

## ويمكن تقسيم السوق الثانوي إلى:

### ١- سوق غير منظمة (Unorganized Market):

يقصد بهذا المصطلح؛ تلك المعاملات التي تتم خارج البورصة (السوق المنظمة)، وتسمى هذه المعاملات أيضاً بـ ( Over the Counter - Counter (O.T.C)، حيث تقوم بها بيوت السمسرة، والأوراق المالية التي يتم التعامل بها في هذه السوق لا تسجل في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد يتم فيه إجراء هذه العمليات، ولكن تتم من خلال شبكات الاتصال التي تربط بين السماسرة والمستثمرين، وبذلك يمكن القول، أن هذه السوق عبارة عن أطراف تقوم بإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء هذه المعاملات<sup>(١)</sup>.

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

### وتتخذ هذه السوق أحد شكلين:

الشكل الأول؛ يتمثل في بيوت السمسرة التي تتوسط عملية بيع وشراء الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنتظم، وسبب اللجوء

١ : د/ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص١٠٦.

نحو التعامل بهذه الأوراق غير الرسمية، هو الحاجة الماسة للأموال من جهة، ومن جهة أخرى الأرباح الهائلة التي تدرها هذه الصفقات.

أما الشكل الثاني؛ يتم فيه التعامل دون الحاجة إلى وسطاء السوق وبيوت السمسرة، حيث يتم التعامل المباشر بين الشركات والمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وبين المؤسسات الادخارية وأصحاب الأموال، فالتعامل في هذا السوق يتم بين المستثمر والمدخر بصورة مباشرة من خلال الاتصال الهاتفي أو الإلكتروني أو عبر شبكة الإنترنت، أو من خلال المقابلة الشخصية، لذلك تتصف المعاملات بسرعة الإنجاز، وتكون الأسعار مرضية لطرفي الصفقة، إلى جانب انخفاض تكاليف إتمام عملية التداول لعدم الحاجة إلى وجود الوسطاء<sup>(١)</sup>.

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

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

وتسمى هذه الأسواق ببورصة الأوراق المالية (Stock Exchange)، وهي جهة رسمية يتم تداول الأوراق المالية فيها طبقاً

١ : د/ بشير هادي عودة؛ د/ زهرة حسن؛ د/ مصطفى مهدي، الأسواق المالية: الإطار العام مقومات النجاح، مجلة دراسات إدارية، العدد ٤، ٢٠٠٨، ص ١٦٧.

للقواعد والقيود التي تضعها التشريعات الوضعية، وتُعرف بأنها المكان الذي تجرى فيه التعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعاملات، حيث تتم عمليات البيع والشراء في أماكن وأوقات محددة<sup>(١)</sup>.

### - أنواع المتعاملين في البورصة:

- ١- المستثمر Investor: وهو الشخص الذي يوظف أمواله لشراء الأوراق المالية لتحقيق أرباح في المدى الطويل.
  - ٢- المضارب Speculator: وهو الشخص الذي يقوم بشراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها بعد فترة قصيرة للاستفادة من فروق الأسعار.
  - ٣- المقامر Gambler: وهو شخص يقوم بعقد صفقات بيع وشراء دون خبرة أو دراسة اعتماداً على الحظ فقط، وهذا النوع من الصفقات له أثر سلبي على البورصة.
  - ٤- سمسار البورصة Broker: شخص يتوسط في عملية البيع والشراء للأوراق المالية، ويشترط أن يكون ذي خبرة ومؤهل علمياً لذلك.
- والبورصة كسوق لتداول الأوراق المالية تمتاز بمزايا عدة أهمها ما يلي:

١ : د/ عصام حنفي محمود، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ١٩٩٥، ص ٣٥٧.

١- مكان محدد ومعروف للجميع يلتقي فيه البائعون والمشترون في مواعيد محددة ووفقاً لإجراءات محددة لإجراء عملية العرض والطلب على الأوراق المالية الحكومية.

٢- يرتبط هذا السوق بالأوراق المالية محل التداول ويخرج من إطار هذا السوق السلع والبضائع.

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

## الخاتمة

نخلص مما تقدم الى النتائج والتوصيات الآتية

### أولا النتائج:

١- إدارة الدين العام؛ هي عملية وضع استراتيجية لإدارة الدين الحكومي وتطبيقها لأجل توفير المبالغ اللازمة لتمويل عجز الموازنة وتحقيق أهداف أخرى تبتغيها الحكومة من إدارة الدين العام مثل إقامة سوق كفاء للأوراق المالية الحكومية.

٢- يعتبر من وظائف عملية إدارة الدين العام؛ تسويق الأوراق المالية الحكومية، والوفاء بالدين العام، وتخفيف عبء الدين العام.

٣- الأوراق المالية الحكومية هي أدوات دين تصدرها الحكومة الوطنية كوسيلة لاقتراض المال، ويحصل حاملي هذه الأدوات على سعر فائدة وعلى قيمتها الاسمية عند حلول أجل استحقاقها.

٤- تحقق الأوراق المالية الحكومية للدولة العديد من الأهداف، منها على سبيل المثال تغطية عجز الموازنة العامة، وانشاء مشاريع تنموية كبرى، ومواجهة التضخم.

٥- تشمل الأوراق المالية الحكومية؛ السندات الحكومية - أذون الخزانة - السندات الدولية- وشهادات الاستثمار- والسندات الخضراء- والصكوك السيادية.

٦- يمكن تقسيم السندات الحكومية لسندات قصيرة الأجل أو متوسطة وطويلة الأجل، ويمكن تقسيمها إلى سندا قابلة للتداول وغير قابلة للتداول، ويمكن تقسيمها لسندات بكوبون وسندات بدون كوبون، ويمكن تقسيمها لسندات قابلة للاستدعاء وسندات غير قابلة للاستدعاء.

٧- تعتبر أذون الخزانة قروض قصيرة حيث تقل فترة استحقاقها عن سنة واحدة، وتعتبر أكثر أدوات الدين سيولة وقابلية للتسويق.

٨- السندات الدولية هي بمثابة دين على الحكومة تجاه حائزي هذه السندات، وتوفر هذه السندات قاعدة كبيرة من المستثمرين، كما أنها توفر للحكومات مصادر تمويل متنوعة بدلاً من الاقتصار على السوق المحلي، كما أنها تزيد حجم الاحتياطي الدولي.

٩- شهادات الاستثمار تعتبر من الأوراق المالية الحكومية المهمة في مصر وهي تعتبر نوعاً من شهادات الادخار، وارتبطت اسمها ببنك الاستثمار القومي نظراً لقيامه بإصدارها.

١٠- السندات الخضراء؛ وهي نوع من أنواع السندات تصدرها الحكومات لاستخدام حصيلة طرحها في تمويل مشروعات تتعلق بالبيئة والمناخ سواء كانت هذه المشروعات جديدة أو قائمة بالفعل.

١١- الصكوك السيادية وهي تصدرها وزارة المالية طبقاً لصيغ تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتصدر هذه الصكوك مقابل حق انتفاع بأصول عامة مملوكة للدولة ملكية خاصة دون حق الرقبة، ولا يجوز الحجز أو اتخاذ أي إجراءات تنفيذية على الأصول التي تصدر بشأنها.

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

١٣- يعد من وسائل إصدار الأوراق المالية الحكومية؛ الاكتتاب العام، والاكتتاب المصرفي، البيع في البورصة، البيع بالمزاد، جماعة الشراء

## ثانياً: التوصيات

١- نوصي بضرورة تطوير أسواق الدين من خلال وجود تشريعات تضيف حوافز لصناع السوق وللمتعاملين الرئيسيين في السوق الأولي، أما السوق الثانوي فلا بد من إصلاحه من خلال ادخال منصة تداول إلكترونية وتعزيز السيولة في أسواق الدخل الثابت.

٢- نؤكد على ضرورة خلق سوق واسع للتداول، وذلك بأن يتم تداول السندات الحكومية من خلال البورصة إلى جانب البنوك، بحيث يتم السماح للشركات والمؤسسات المالية غير المصرفية بتغطية طروحات السندات الحكومية، وذلك بهدف ألا يقتصر طرح الأوراق المالية الحكومية على البنوك فقط، لما في ذلك من مخاطر تتمثل في مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص على التمويل الذي تقدمه البنوك.

٣- نوصي بأن يتم تحرير سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية بحيث يعكس السعر الطلب والعرض الحقيقي على هذه الأوراق، الأمر الذي يمكن من خلاله الوصول لأسعار حقيقية لهذه الأدوات المالية، ومن ثم تحقيق كفاءة السوق.

٤- نوصي بإيجاد سوق لإعادة شراء السندات الحكومية، كما نوصي بإصدار قواعد تنظم اتفاقيات إعادة الشراء.

٥- نوصي بالسماح لصناديق الاستثمار المحلية والأجنبية بالوصول لسوق الأوراق المالية الحكومية، على أن يكون ذلك في ظل إطار رقابي فعال، كما نوصي كذلك بالسماح لتجار التجزئة بالدخول في هذه السوق، وخفض تكلفة وصولهم إليها، وذلك لتشجيعهم على الدخول، ومن ثم تنويع قاعدة المستثمرين، وتحقيق سيولة السوق.

٦- يجب أن تقوم البورصة المصرية بتنظيم نشاط صناعة السوق في سوق السندات الحكومية، وذلك من خلال تعريفها، وتحديد مهامها،

وواجباتها، ومنحها امتيازات تحفزها على قيامها بهذا الدور، وذلك بعد موافقة هيئة الرقابة المالية، على أن تظل جميع الأمور التنظيمية والرقابية للمتعاملين الرئيسيين من اختصاص وزارة المالية المصرية.

٧- نوصي بأن يتم تحديد نسبة معينة من عائدات المشروعات التي سيتم إنشائها بنظام الصكوك لسداد الدين العام.