

## المحاضرة الرابعة

### II. الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية

#### **أولاً. أذونات الخزينة (Treasury Bills):**

هي صكوك مديونية قصيرة الأجل لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، تصدرها الخزينة وتمثل أكثر الأوراق المالية ضماناً، وذات عائد ثابت ومستقر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى تصدرها الحكومات بشكل دوري.

يعتبر الاقتصادي الأمريكي Bageht أول من اقترح فكرة تمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة في عام 1887 بواسطة أذونات الخزينة، ومنذ ذلك التاريخ اعتبرت أذونات الخزينة من الأدوات الهامة في سوق النقد.

تختلف أذونات الخزينة عن أوراق الخزينة (Treasury notes) والتي تصدر لمدة سنتين، ثلاث، خمس، سبعة وعشر سنوات (بشكل عام يطلق على السندات المستحقة في أقل من عشر سنوات من تاريخ الإصدار notes)، كما تختلف أذونات الخزينة عن سندات الخزينة (Treasury bonds) التي تصدر لمدة 30 سنة.

وتصدر الخزينة أيضاً الأوراق المالية المحمية من التضخم (Treasury inflation protection securities: TIPS) والتي تبلغ مدة استحقاقها من 5-10-30 سنة، تعمل بشكل مماثل للسندات العادية والفرق الوحيد هو أن الخزينة تزيد من قيمتها إذا ارتفع معدل التضخم.

#### **ثانياً. الأوراق التجارية (Commercial Papers):**

تعرف الورقة التجارية على أنها ورقة غير مضمونة الوعد تصدرها شركات متينة مالياً ومؤسسات إنتاجية، حكومات، شركات عبر الوطنية والمؤسسات المالية بهدف تمويل احتياجاتها التمويلية قصيرة الأجل، وفي السنوات الأخيرة أصبحت النوع الثاني الأكبر من أدوات السوق المالية من حيث أرصدها القائمة، وتستخدم الجهات المصدرة للأوراق التجارية هذا النوع من التمويل كخيار أو بديل عن القروض المصرفية قصيرة الأجل.

## المحاضرة الرابعة

تصدر الأوراق التجارية بصورة عامة على أساس الخصم باستحقاق خلال 270 يوم أو أقل، ولتقليل مخاطر عدم الدفع فإن الورقة المالية تدعم بنوع من الائتمان من المصارف التي تضمن للمصدر النقد الضروري بتاريخ الاستحقاق.

بصورة مبدئية فإن الأوراق التجارية تباع إما بصورة مباشرة من قبل الجهة المصدرة، أو من خلال وكيل الأوراق المالية، وفي الوقت الذي توجد فيه أسواق نشيطة بالتعامل بالأوراق التجارية فإن المشتري يحتفظون بها لغاية تاريخ الاستحقاق، إلا أن هذا النوع من الأوراق المالية لا تتداول بالأسواق الثانوية (البورصات).

إن معدلات الفائدة للأوراق التجارية قريبة لشهادات الودائع (Certificates of deposits) والقبولات المصرفية (Banker's acceptances) والتي لها استحقاق مشابه، أما الدخل فلن يعفى من الضرائب المقررة، وأن الأوراق المالية بصفة عامة لها مخاطر عدم الدفع وأقل سيولة من سندات الخزينة.

### ثالثاً. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول ( Negotiable certificates of deposit):

هي ودائع قصيرة الأجل قابلة للتداول تصدرها البنوك لجمع الأموال، وبدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961، ثم أصدرت بعد ذلك -بسبب النجاح الذي حققته في نيويورك- في لندن 1966، ويتم إصدارها من قبل البنوك والمؤسسات المالية بطريقتين مختلفتين هما:

- الطريقة الأولى: يقوم البنك بالإعلان عن إصدار الشهادات، ومن ثم الدعوة إلى عملية الاكتتاب والتي تكون قبل موعد الإصدار، وبالتالي فإن إصدارها يكون لأمر المكتتب.

- الطريقة الثانية: يتم إصدار هذه الشهادات بناء على طلب الزبون، وذلك وفق الاتفاق الحاصل بين البنك وهذا الأخير بالنسبة للمبلغ والمدة وسعر الفائدة.

وتختلف شهادات الإيداع القابلة للتداول عن الودائع الأخرى لأنها تنطوي على إنشاء أوراق مالية يمكن تداولها في الأسواق الثانوية، ومنه قابلية تحويلها والحصول على قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق، ومع ذلك فإن التداول الفعلي لشهادات الإيداع محدود للغاية، حيث يفضل معظم المستثمرين الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

## المحاضرة الرابعة

### رابعاً. القبولات المصرفية (Banker's acceptances):

ظهرت هذه الأوراق في الأساس لتمويل التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع المسحوب على بنك من طرف عميل، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد، والقبولات المصرفية قابلة للتداول في السوق الثانوية.

مثال عن القبولات المصرفية: قيام مستورد جزائري مثلاً باستيراد بضاعة من تركيا، فإنه يفاضل بين أن يفتح للمصدر اعتماداً مستندياً، وذلك في حالة توفير المال لديه وأنه يستطيع أن يقوم بتسليم مصرفه المحلي القيمة الإجمالية بالعملة المحلية فور تسليم البائع (المصدر) لمستندات الشحن لبنكه في تركيا، والتي قد لا تستغرق العملية من بدء فتح الاعتماد إلى قيام المصدر بشحن البضاعة وقتاً كبيراً.

لكن في حالة أن المستورد ليس لديه المال الجاهز فإنه يلجأ إلى مصرفه بعمل اعتماد مستندي "قبول" Acceptance وهو ما يسمى بالقبول المصرفي، ويقوم المستورد بالسداد لاحقاً وفي هذه الحالة يعطي المصدر للمستورد فترة سماح للسداد، وربما يلجأ المصدر بهذا الإجراء في حالة رغبته في كسب أسواق جديدة أو أن يكون المستورد عميلاً مميّزاً لديه.

### خامساً. اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreement):

وهي اتفاقيات تعقد على القروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد إلى أسبوعين، تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً، على أن يوافق المصرف المعني بإعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر الشركة المشتري لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ.

فاتفاقيات إعادة الشراء هي أحد أساليب الاقتراض، تتضمن بيع أوراق مالية بيعة قصيرة الأجل مع الاتفاق على إعادة شرائها بسعر أعلى قليلاً بعد يوم أو يومين، ويعد الفرق بين قيمة عقد البيع وقيمة عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقرضة، فقد يلجأ أحد التجار -الذي يحتاج إلى تمويل لمدة قصيرة- إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن فرصة لإقراض أمواله الفائضة، فيبيع التاجر الأوراق المالية التي تعادل قيمتها قيمة المبلغ

## المحاضرة الرابعة

الذي يحتاجه، وفي نفس الوقت يقوم بإبرام عقد إعادة شراء تلك الأوراق في التاريخ الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي باع به تلك الأوراق، ومن المعروف أيضا أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر، بل تبقى بحوزة التاجر، وإن كان ينص العقد على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر.

### سادسا. اليورو دولار (Euro dollars):

يدل مصطلح الأورو-دولار على ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة، حيث كان تحرك الدولار من الولايات المتحدة إلى البنوك الأوروبية نتيجة لقيام البنوك والشركات الأمريكية بسحب جزء من ودائعها في الولايات المتحدة الأمريكية وإعادة إيداعها في البنوك الأوروبية، ويرجع ذلك لعدة أسباب من بينها ارتفاع معدلات الفوائد على الودائع لأجل في البنوك الأوروبية عن معدلات الفوائد التي تمنحها البنوك الأمريكية، نظرا لعدم تحمل البنوك الأوروبية لتكلفة تتمثل في متطلبات الاحتياطي الإلزامي التي تدفعها البنوك الأمريكية، إضافة إلى تأثير قاعدة Q (Regulation Q) والتي تنص على تحديد سقف لسعر الفائدة على الودائع في البنوك الأمريكية.

كما أسهمت عوامل عديدة أخرى في تعاظم دور الودائع المذكورة بعد الحرب العالمية الثانية في أسواق الصرف الأجنبي الأوروبية نذكر منها مايلي:

- اعتماد الدولار حتى عام 1971 كعملة رئيسية لتحديد أسعار صرف العملات الخاصة بالدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي (IMF)، حيث كانت هذه الأسعار ترتبط في تثبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى ذهب. وكان لاستمرار هذا الارتباط لحوالي ربع قرن تأثير كبير على أذهان المتعاملين، مما كرس دور الدولار في الأسواق الدولية.

- إدخال بنك إنجلترا في العام 1957 أدوات رقابة شديدة على استخدام غير المقيمين للجنيه الاستيرليني وهو ما أدى ببنوك المملكة المتحدة إلى البحث عن عملة دولية أخرى، والتي من خلالها يمكن تمويل التجارة الدولية، وكان الدولار من أفضل هذه العملات آنذاك من حيث قابلية التحويل أولا وثم الاستقرار والقبول.

## المحاضرة الرابعة

---

بشكل عام فإن الأوراق المالية في السوق النقدية التي تم ذكرها تتميز بخصائص مشتركة مثل قصر أجل استحقاقها، انخفاض المخاطر الائتمانية، كبر حجم تبادلاتها، إلا أنه هناك اختلافا بين تلك الأوراق المالية من حيث درجة سيولتها، فإذا تحدثنا عن تداول هذه الأوراق في السوق الثانوية، نجد أن لأذونات الخزينة سوق نشطة تمكن من تحويلها بسرعة إلى سيولة (نقدية) مع انخفاض طفيف في قيمتها، على العكس من ذلك نجد أن السوق الثانوية للأوراق التجارية غير نشطة، حيث لا يمكن تحويلها بسهولة إلى سيولة، أما شهادات الإيداع فالبرغم من قابليتها للتداول في السوق الثانوية إلا أن حجم تداولاتها ليس كبير، ويرجع السبب وراء ذلك إلى رغبة المستثمرين في الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ استحقاقها، ونفس الأمر يطبق على القبولات (الكمبيات المصرفية).