

الفصل الرابع
أسواق المال الدولية
International Financial Markets
(السوق النقدي)
المبحث الأول

السوق النقدي Money Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- ميزات السوق النقدي.
- الأطراف الداخلة في السوق النقدي وكيفية تسمية سعر الفائدة.
- أدوات السوق النقدي.

يعتبر سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل، فيوفر للمقترضين الفرصة للحصول على القروض القصيرة الأجل من أموال المستثمرين الراغبين بالحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة. وتمارس المصارف التجارية الدور الرئيسي يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة، أما المستثمرون الأفراد فدورهم محدود نسبياً نظراً لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة.

ويتميز سوق النقد بالمرونة العالية حيث تتم معظم الصفقات في السوق الثانوي وبإجراءات بسيطة وتكاليف منخفضة، كما يتميز بانخفاض درجة المخاطرة لسببين:

١- تدني درجة المخاطرة النقدية Money Risk التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل. لذلك فإن تغيرات أسعار الفائدة تترك أثراً محدوداً على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا يقع حاملها بخسارة كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها؛

٢- تدني درجة مخاطرة الائتمان Credit Risk التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، على اعتبار أن الأوراق المالية المتداولة فيه، خاصة في قطاعه الثانوي، تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية

كالمصارف التجارية أو المصرف المركزي أو المؤسسات الحكومية وبالتالي احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً.^١

الأطراف الداخلة في السوق

تتنوع الأطراف الداخلة في هذا السوق، بين مصارف تجارية ومركزية، وبين شركات مالية ومؤسسات وأفراد. حيث تعمل المصارف التجارية للحفاظ على درجة عالية من السيولة والقدرة على سداد الالتزامات والحصول على عائد مناسب. أما المصارف المركزية فهي تقوم بالمهام التالية:

- تغيير الاحتياطيات المحتفظ بها، شراء وبيع العملات الأجنبية، وتغيير أسعار الفائدة؛
- شراء وبيع الأوراق المالية ضمن ما يسمى عمليات السوق المفتوحة OMO، أو إصدار شهادات إيداع عندما لا تكفي السندات الحكومية وأذونات الخزنة.. وغير ذلك من المهام.

أما بالنسبة للشركات المالية كشركات التأمين، وصناديق التقاعد والادخار فهي تتشابه في أهدافها مع المصارف التجارية. ويتعامل الأفراد مع السوق عبر حساباتهم الجارية وودائعهم الآجلة، أو من خلال أدوات الاستثمار المتداولة في هذه السوق.

الإطار رقم (٤-١) - أسعار الفائدة في السوق النقدي.

يعطى سعر الفائدة عادة على أساس سنوي، شهري، ربع سنوي أو غير ذلك.. وقد يعطى على أساس مقطوع Flat Rate دون اعتبار للمدة المشمولة، ويمكن تحويل هذا السعر على أساس سنوي بمعرفة المدة التي غطاها سعر الفائدة: فسر فائدة ١% شهرياً يعادل فائدة ١٢% سنوياً، وسعر فائدة ٢% على مبلغ ١٠٠ ليرة يساوي ليرتين، وإذا غطى مدة شهرين مثلاً، يكون سعر الفائدة السنوي ١٢%.

1. ماهر كنج شكري ومروان عوض. المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق. ص ٦٦.

قد يدفع سعر الفائدة في بداية الفترة أو خلالها أو في نهايتها، فإذا دفعت الفائدة في بداية فترة التعامل فإنها تكون في هذه الحالة مخصومة Discounted Rate، ففائدة ١٠% سنوياً على قرض ١٠٠ ليرة تكون مخصومة إذا استلم المقرض ٩٠ ليرة في بداية مدة التعامل مع تعهده بدفع مبلغ ١٠٠ ليرة في نهاية الفترة. ويكون سعر الفائدة الفعلي ١١,١١% ويتحصل ذلك بقسمة الفائدة المدفوعة ١٠ على صافي القرض المقبوض ٩٠ ليرة. أما إذا استلم المقرض مبلغ القرض كاملاً في بداية فترة التعامل

الفائدة المحصلة	إعادة استثمار الفائدة
بعد ٣ أشهر ٢,٥ ليرة	لمدة ٩ أشهر ٠,١٩ ليرة
بعد ٦ أشهر ٢,٥ ليرة	لمدة ٦ أشهر ٠,١٣ ليرة
بعد ٩ أشهر ٢,٥ ليرة	لمدة ٣ أشهر ٠,٠٦ ليرة
بعد ١٢ شهر ٢,٥ ليرة	
المجموع: ١٠ ليرات	المجموع: ٠,٣٨ ليرة

١٠٠ ليرة ودفع في نهايتها المبلغ والفائدة المستحقة ١١٠ ليرة فتسمى هذه الدفعة دفعة بالون Balloon Payment. ويمكن الاتفاق على دفع الفائدة والمبالغ المستحقة عليها في فترات مختلفة خلال فترة القرض.

وبسبب تعدد واختلاف

الأوقات التي قد يدفع فيها المبلغ الأصلي والفائدة المستحقة عليه فلا بد من التمييز بين سعر الفائدة المعلن Quoted Rate وسعر الفائدة الفعلي Effective Rate حيث يختلفان باختلاف أوقات الدفع، بسبب إمكانية استثمار الفائدة نفسها. فكلما كان دفع الفائدة أسرع كلما كان سعر الفائدة الفعلي أعلى من سعر الفائدة المعلن، بسبب إمكانية الحصول على مردود إضافي نتيجة استثمار الفائدة. ففائدة مقدارها ١٠% على مبلغ ١٠٠ ليرة تدفع في نهاية المدة تكون ١٠ ليرات، بينما نفس الفائدة على نفس المبلغ إذا دفعت على أساس ربع سنوي فإنها تساوي ١٠,٣٨%.

وتحسب الفائدة البسيطة على أساس: المبلغ × سعر الفائدة × المدة. ومن البديهي أن يختلف مبلغ هذه الفائدة باختلاف أساس المدة، فيرتفع مبلغها إذا ما تم احتسابها على أساس ٣٦٠ يوماً وينخفض إذا ما تم احتسابها على أساس ٣٦٥ يوماً، مع افتراض ثبات العوامل الأخرى الداخلة في طريقة الحساب.

تسمية سعر الفائدة في السوق النقدي

يتوفر في السوق سعران للفائدة، ويجري التعامل بالاتجاهين، فيسمى سعر الفائدة على عملة معينة على الشكل التالي: (٥-٥,٢٥%) وتعني التسمية، أن هذا السعر

معطى على أساس سنوي ولكي يحسب على أساس شهري يجب ضرب المبلغ —
($12 \div 1$) لمدة شهر و ($12 \div 2$) لمدة شهرين وهكذا؛ ويمثل السعر الأول ٥% سعر
اقتراض الجهة معلنة هذا السعر، والسعر الثاني ٥,٢٥ هو سعر إقراض الجهة معلنة
هذا السعر؛ ويمثل الهامش ٠,٢٥ الفرق بين السعرين Spread، وهو ربح البنك معلن
السعر وذلك بافتراض أن عمليتي الإقراض والاقتراض قد تمتا في نفس الوقت؛ وتكون
الأسعار وفروق الأسعار دائماً في صالح الجهة معلنة هذه الأسعار وليست في صالح
الجهة طالبتها.

أدوات السوق النقدي

تتوفر في هذا السوق إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، مجموعة
من الأدوات من أهمها ما يلي:

- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول؛
- القبولات المصرفية؛
- أدونات الخزينة؛
- الأوراق التجارية؛
- اتفاقيات إعادة الشراء.

وسندرس فيما يلي وبشيء من التفصيل تلك الأدوات.

أدونات الخزينة Treasury Bills

تمثل أكثر أدوات السوق النقدي سيولة وتداولاً وتشكل بحد ذاتها
المعيار Benchmark الذي تقاس عليه عوائد بقية أدوات السوق النقدي. فالمستثمر
يشتري أدونات الخزينة بخضم عن قيمتها الاسمية التي تدفع له عند الاستحقاق، ويشكل
الفرق بين ما دفعه المستثمر وما قبضه، **العائد على الاستثمار**. ويتولى المصرف
المركزي إصدار الأدونات لحساب خزينة الدولة (وزارة المالية) فهي أداة دين حكومية
وتصدر بصيغة لحامله.

وكمثال على إصدار الأدونات في سوق كبيرة، نتحدث عن أدونات الخزانة في
السوق الأمريكية، على اعتبار أن الدولار يمثل عملة الاحتياطي الرئيسية في
العالم. حيث تصدر الأدونات لأجل ٩١ يوماً أو ١٨٢ يوماً أسبوعياً، في حين تصدر

لأجل ٥٢ أسبوعاً (سنة) على أساس شهري. ويحدد العائد من خلال المزاد حيث تقدم العروض من قبل المستثمرين على أساس تنافسي أو غير تنافسي. حيث يتقدم المستثمر في العرض التنافسي بطلب كمية محددة بسعر محدد، ويعتبر الطلب مقبولاً إذا كان السعر المعروض من قبله مساوياً أو يزيد على باقي الطلبات المقدمة. أما الطلب غير التنافسي فيحدد فيه كمية الأذونات على أساس قيمتها الاسمية عند الاستحقاق ويتعهد مقدم الطلب بقبول أسعار الطلبات التنافسية.

ويمكن للأفراد شراء أذونات الخزانة من البنوك المرخصة أو وسطاء التعامل بالأوراق المالية الحكومية عند إصدارها أو في السوق الثانوي. وتتميز بإمكانية شرائها بمضاعفات تقل كثيراً عن بقية أدوات السوق النقدية حيث يبلغ الحد الأدنى للاكتتاب فيها ١٠,٠٠٠ دولار، في حين بالنسبة لشهادات الإيداع مثلاً هو مليون دولار.

ويتم التعامل بالأذونات على أساس سعين هما:

- **سعر الشراء Bid Price** وهو الثمن الذي يعرضه الوكيل على المستثمر حامل الورقة الذي يريد بيع ما لديه من أذونات في السوق؛

- **سعر البيع Asked Price** وهو الثمن الذي يطلبه الوكيل من مستثمر يريد شراء أذونات خزانة من السوق.

ويحدد سعر الشراء باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء Bid Discount

بينما يحدد سعر البيع باستخدام سعر خصم البيع Asked Discount.

تطبيق عملي. يحدد سعر الشراء وسعر البيع لأذن قيمته الاسمية ١٠٠٠٠ دولار يستحق بعد ١٨٢ يوماً في وقت كان فيه سعر الخصم السائد هو ٥,٩٣% شراء و ٥,٧٠% بيع على الشكل التالي:

١- سعر الشراء:

$$\text{قيمة خصم الشراء} = ١٠٠٠٠ \times ٥,٩٣\% \div ١٨٢ \times ٣٦٠ \approx ٣٠٠ \text{ دولار تقريباً.}$$

$$\text{سعر الشراء} = ١٠٠٠٠ - ٣٠٠ = ٩٧٠٠ \text{ دولار.}$$

٢- سعر البيع:

$$\text{قيمة خصم البيع} = ١٠٠٠٠ \times ٥,٧٠\% \div ١٨٢ \times ٣٦٠ \approx ٢٨٨,١٦ \text{ دولار.}$$

$$\text{سعر البيع} = ١٠٠٠٠ - ٢٨٨,١٦ \approx ٩٧١١,٨٤ \text{ دولار.}$$

يتم الإعلان عن عوائد أذونات الخزانة على شاشات التداول أو في الصحافة المالية المتخصصة على أساس الخصم المصرفي Bank Discount (كما هو الحال بالنسبة لمعظم أدوات سوق النقد) وليس سعر الفائدة السنوي الفعلي كما هو الحال في شهادات الإيداع (أي على أساس المردود أو الريع Yield). ولا يعتبر عائد الخصم المصرفي دقيقاً لأن السنة تعتبر ٣٦٠ يوماً بدلاً من ٣٦٥، كما أن العائد المحقق سنوياً يقسم على القيمة الاسمية وليس الشرائية للأذونات، كما يتجاهل كلفة إعادة استثمار الفوائد.

تطبيق عملي: أذونات خزانة قيمتها الاسمية ١٠,٠٠٠ دولار بيعت بمبلغ ٩٧٠٠ دولار وتستحق بعد ١٨٢ يوماً.

عائد الخصم المصرفي = الخصم الفعلي عن القيمة الاسمية لمدة ١٨٢ يوماً يحول إلى خصم سنوي على أساس ٣٦٠ يوماً كالتالي:

$$٣٠٠ = ٩٧٠٠ - ١٠٠٠٠$$

$$٥٩٣,٤ = ١٨٢ \div ٣٦٠ \times ٣٠٠$$

$$٥,٩٣\% = ١٠٠٠٠ \div ٥٩٣,٤$$

شهادات الإيداع Certificate of Deposit

تعتبر شهادات الإيداع من أدوات السوق النقدي الممتازة نظراً لحساسيتها تجاه أسعار الفائدة، وتتميز عن الودائع الآجلة بأنها قابلة للتداول والتحويل قبل استحقاقها عن طريق بيعها إلى مستثمر آخر في السوق الثانوي. وهي عبارة عن شهادات تصدرها المصارف والمؤسسات المالية، تشهد بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها.

بدأ إصدار شهادات الإيداع لأول مرة في نيويورك عام ١٩٦١، وبعد ذلك امتد التعامل بها إلى سوق اليورودولار Eurodollar Market في لندن وكان أول إصدار لها هناك عام ١٩٦٦. وأصدرت هذه الشهادات لأول مرة بالإسترليني عام ١٩٦٨ لتصدر بعدها شهادات إيداع في أسواق مالية أخرى وبعملات مختلفة. وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد، كما تذكر شروطها في الوجه الخلفي وتبين طريقة حساب ودفع الفائدة عند الاستحقاق وشروط تداولها، ويترتب على المصرف المصدر لها بالتالي التزام مالي مباشر بالنسبة للقيمة الاسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها. وفي الغالب تكون القيمة الاسمية لشهادات الإيداع في الأسواق الدولية بحوالي المليون دولار، ولكن يمكن الاستثمار بأقل من ذلك وبالتالي ينخفض الربح لذا يفضل الاستثمار بمبالغ كبيرة. وتصدر الشهادات بكامل قيمتها الاسمية والفائدة تدفع عند الاستحقاق وتحسب على أساس السنة ٣٦٠ يوماً.

وتتميز شهادات الإيداع بما يلي:

- **السيولة.** فهي قابلة للتداول بحرية ويمكن بيعها قبل الاستحقاق، وترتبط درجة السيولة باسم المصرف المصدر، وبمدة حياة الشهادة حيث يتركز الاستثمار بالآجال القصيرة والمتوسطة؛
- **الضمان.** فالشهادات التزام على المصرف المصدر لذا يجب التأكد من شراء الشهادات من المصارف المقبولة عالمياً؛
- **المرونة.** يمكن إصدارها بحيث تستحق في التاريخ الذي يناسب كلا من المصدر والمقرض ويرتبط سعر الفائدة على هذه الشهادات بأسعار الفائدة الرائجة في السوق

النقدي في حينه على الودائع لآجال مماثلة. ويمكن بيعها قبل الاستحقاق أو الاحتفاظ بها حتى الاستحقاق؛

- **تعدد الآجال.** يمكن إصدارها لآجال مختلفة، وتعتبر المصدرة لآجل سنة أو أقل شهادات قصيرة الأجل في حين الصادرة لأكثر من سنة وأقل من خمس سنوات متوسطة الأجل؛

- **التسليم.** يتم دفع ثمن شهادات الإيداع للمصرف المصدر في الموعد الذي يتم الاتفاق عليه كبداية لمدة الوديعة، وبعدها إما أن يتم تسليم الشهادة للمشتري عند الدفع أو يتم الاحتفاظ بها برسم الحفظ الأمين لدى المصرف المصدر لحساب المشتري (غالباً ما يكون ذلك بدون عمولة) ويتم تسليمها له عند الطلب ويقوم المصرف المصدر بإعادة دفع القيمة بتاريخ الاستحقاق لمالك الشهادة أو لأي طرف آخر يعينه بمجرد تسلمه الشهادة؛

- **السرية.** الشهادات التي تصدر لحاملها تمتاز بالسرية الكاملة، فالمشتري يعرف البائع الأخير فقط ولا يعرف المالكين السابقين أو أسعار الشراء أو تواريخ البيع؛

- **تنوع الإصدارات.** فهي تصدر إما وفقاً لطلب العميل Tap Issue أو بشكل إصدارات دورية (معلنة) Tranche Issue. ووفقاً للطريقة الأولى تصدر الشهادة بالمبلغ والمدة وسعر الفائدة التي تتفق عليها الجهة المصدرة مع عميلها، وقد تصدر لحاملها حيث يتم تداولها بمجرد التسليم أو لأمر مشتريها حيث يتم تداولها بالتظهير وذلك حسب القوانين السارية على الأوراق التجارية. أما بالنسبة للطريقة الثانية فيعلن البنك أو الشركة المصدرة عن الإصدار ويدعو الجمهور للاكتتاب خلال فترة تسبق موعد الإصدار، وفي هذه الحالة تصدر الشهادات لأمر المكتتب بها ويتم تداولها بالتظهير وتحفظ الجهة المصدرة بسجل يتضمن تفاصيل الشهادات المصدرة وأسماء المكتتبين بها.

تطبيق عملي ١: شهادات الإيداع بسعر فائدة ثابت على المدى القصير.

لنفرض أن أسعار الفائدة خلال مدة محددة من الزمن كما يلي:

سعر الفائدة	شهر	شهران	٣ أشهر	٤ أشهر
سعر الفائدة/الطلب/	%٣	%٣,٢٥	%٤	%٥
سعر الفائدة/العرض/	%٣,٥	%٣,٧٥	%٤,٥	%٥,٥

فإذا كان لدى المستثمر أموال سائلة يرغب باستثمارها لمدة شهر واحد فإنه سيحصل على فائدة مقدارها ٣% بالسنة، ويستطيع شراء شهادة إيداع مدة استحقاقها ثلاثة أشهر وبفائدة ٤% بالسنة يحتفظ بها لمدة شهر واحد ثم يعرضها للبيع قبل شهرين من تاريخ استحقاقها وباستخدام المعادلة التالية يمكن حساب صافي حسيبة الاستثمار بشهادات الإيداع:

صافي الحسيبة = المبلغ الأصلي × (٣٦٥ × ١٠٠) ÷ (ع × ف) + (٣٦٥ × ١٠٠) + (ع × ي)
 = المبلغ الأصلي × (٣٦٥ × ١٠٠) + (سعر الفائدة المذكور في الشهادة × المدة أو عدد الأيام من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق) ÷ (٣٦٥ × ١٠٠) + (سعر الفائدة المعروض على المدة الباقية من حياة شهادة الإيداع × عدد الأيام الباقية حتى تاريخ الاستحقاق)

صافي الحسيبة (لمليون دولار ولمدة ثلاثة أشهر كل منها ٣٠ يوماً) =

$$= (٦٠ \times ٣,٧٥) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \div (٩٠ \times ٤) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \times ١,٠٠٠,٠٠٠ =$$

١٠٠٣٦٧٥,٩٧ دولار.

تطبيق عملي ٢: نفرض أن لدينا مليون دولار فائض عن حاجتنا ونرغب في استثماره لمدة شهر، علماً أنه يمكننا الحصول على سعر فائدة ثابت ١٣% سنوياً، كما يمكننا شراء شهادة إيداع مدة استحقاقها ثلاثة أشهر بسعر فائدة ١٤% سنوياً. فإذا احتفظنا بالشهادة مدة شهر وقمنا ببيعها قبل شهرين من تاريخ استحقاقها وكانت الفائدة المعروضة لشهرين مثلاً ١٣,٧٥%. سيكون صافي حسيبة الاستثمار لمدة شهر وفقاً للمعادلة السابقة كما يلي:

صافي الحسيبة =

$$(٦٠ \times ١٣,٧٥) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \div (٩٠ \times ١٤) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \times ١,٠٠٠,٠٠٠$$

= ١٠١١٦٥٤,٣٩ دولار.

الأوراق التجارية (قصيرة الأجل) Commercial Papers

يقصد بها الأوراق التجارية، كأداة من أدوات الاستثمار. وتتخذ غالباً شكل سندات أذنية Promissory Notes صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل قصير الأجل.

وتعتبر الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر لحامله وعلى أساس الخصم مثل الأذونات لكنها تصدر في أغلب الأحيان غير مضمونة مما يجعل درجة المخاطرة فيها عالية نسبياً مما يفترض بالتالي أن يكون العائد المتوقع منها مرتفعاً ويكون في العادة أعلى من العائد المحقق على الاستثمار في أذونات الخزنة وقريب من العائد المحقق في شهادات الإيداع.

تصدر الأوراق التجارية قصيرة الأجل ضمن تسهيلات إصدار السندات متوسطة الأجل المعروفة باسم (NIF's) Note Issuance facility والتي تمثل التزامات متوسطة الأجل ملزمة قانونياً للمقترض الذي يستطيع إصدارها من خلال أوراق مالية قصيرة الأجل تصدر باسمه (شهادة إيداع بالنسبة للمقترض من المصارف أو كمبيالات بالنسبة للاقتراض من المؤسسات غير المصرفية). وتتعهد المصارف بتغطية الإصدار وفي هذه الحالة تلتزم بشراء أية أوراق تصدر ولا يستطيع المقترض بيعها، أو تصدر اعتمادات ضمان لها Standby Credit وتسمى السندات في هذه الحالة Euro Note Facility أو Note Purchase Facility أو Revolving Underwriting Facility إذا كانت دارة، أو قد لا تكون المصارف ملزمة بتغطية الإصدار فتسمى في هذه الحالة Euro Commercial Paper Programme أو كما تسمى في الولايات المتحدة Commercial Paper Issue.

وتعتبر أوراق اليورو إحدى أدوات الاستثمار الدولية قصيرة الأجل المتوفرة في كافة أنحاء العالم، وهي من الأدوات المستحدثة المفضلة عند المستثمرين لميزاتها العديدة، حيث يحصل حاملها على أرباح منتظمة كما يمكن بيعها للحصول على السيولة عند الحاجة، عدا عن ذلك فإن أسعار الفائدة على هذه الأوراق تفوق في العادة الأسعار على الودائع المصرفية. ومن أهم مواصفات هذه الأوراق:

- تصدر عن كبار المقترضين كالشركات الكبرى والمؤسسات الحكومية أو الإقليمية، وتشكل التزاماً غير مشروط على الجهة المصدرة لها. وغالباً ما تحمل الإصدارات غير المضمونة تصنيفاً ائتمانياً عالياً تصدره مؤسسات التصنيف الائتماني المعروفة مثل Moody's, S&P, Fitch Ratings؛
 - أوراق لحامله قابلة للتداول وتصدر بفئات إصدار مختلفة وبآجال تتراوح بين أسبوع وسنة وعادة بين شهر، وثلاثة أشهر أو ستة أشهر. ويكون الحد الأقصى لأجل الأوراق التجارية في السوق الأمريكية ٢٧٠ يوماً، حيث يتوجب على المصدر تسجيل الإصدار لدى هيئة الأوراق المالية SEC إذا ما رغب بإصدار يزيد أجله عن ذلك؛
 - يستطيع المستثمرون تنويع وتقليل مخاطر استثماراتهم قصيرة الأجل عبر الاستثمار في هذه الأوراق التي تعتبر بديلاً للاستثمار التقليدي المتمثل بإيداع الأموال لدى المصارف؛
 - تتيح للمستثمر فرصة الاختيار بين العديد من الجهات المصدرة لها والمدد المختلفة لاستحقاقها بما يتناسب وأهدافه الاستثمارية؛
 - تعتبر من الوسائل الاستثمارية المبسطة التي لا تعدو في جوهرها مجرد وعد بسداد مبلغ معين من المال في وقت محدد لاستحقاقه؛
 - معظم المصارف لا تتقاضى أية عمولات أو مصاريف مقابل بيع وشراء هذه الأوراق، كما أنها تقوم بحفظها بخزائنها نيابة عن عملائها دون مقابل، كما تلتزم بتحويلها لحساب العميل لدى مقاصة (يوروكلير Euroclear) إذا طلب العميل ذلك.
 - ويتم في العادة شراء هذه الأوراق وبيعها بواقع القيمة الاسمية زائد علاوة الإصدار، كما أن القيمة الاسمية لهذه الأوراق لا تتغير كثيراً وذلك لقصر عمر هذا النوع من الأوراق. وإذا أراد أحد المستثمرين بيعها قبل تاريخ استحقاقها لحاجته للسيولة فإن المصارف تشتريها وفق المعادلة التالية:
- $$\text{سعر شراء الورقة} = \text{القيمة الاسمية للورقة} \times \{1 + (\text{سعر الفائدة المحدد على الورقة} \times \text{عدد أيام المدة الأساسية للورقة}) \div (360 \times 100)\} \div \{1 + (\text{العائد المتفق عليه بموجب الورقة} \times \text{عدد الأيام المتبقية من تاريخ إبرام الصفقة وحتى موعد استحقاق الورقة}) \div (360 \times 100)\}$$

تطبيق عملي: على فرض أن المدة الأساسية لاستحقاق ورقة ما هي ١٨٢ يوماً، وأن قيمتها الاسمية مليون دولار وسعر الفائدة عليها حدد ب ١٠% في السنة، وأن هذه الورقة تم شراؤها وكانت المدة المتبقية على الموعد المحدد لاستحقاقها هي ١٥٠ يوماً، وكان العائد المتفق عليه قد حدد ب ١١% سنوياً فإن حساب سعر شراء الورقة يكون كالتالي:

سعر الشراء =

$$\{(360 \times 100) \div (150 \times 11) + 1\} \div \{(360 \times 100) \div (182 \times 10) + 1\} \times 1000000 = 1004515,27 \text{ دولار.}$$

القبولات المصرفية Bankers Acceptances

تعتبر أداة دين صادرة عن مصرف تجاري، وهي عبارة عن سحوبات بنكية Drafts يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب. فلو أراد تاجر سوري أن يستورد بضاعة من اليابان يكون أمام بديلين:

- فتح اعتماد مستندي من النوع الذي يتضمن دفع ثمن البضاعة كاملاً للمورد بمجرد وصول مستندات شحنها ويسمى هذا النوع Sight Credit¹؛
- القبولات المصرفية، ويلجأ إليها المستورد إذا لم تتوفر لديه السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة فوراً، كما يمكن اللجوء إليها لتحقيق مزايا ائتمانية يوفرها المورد رغبة منه في الترويج لنوع معين من البضاعة.

في حال اللجوء إلى القبولات المصرفية، على المستورد أن يتفق مع أحد المصارف السورية لإصدار قبول مصرفي يضمن فيه هذا المصرف للمورد الياباني الحصول على ثمن البضاعة بواسطة بنك مراسل في اليابان، ويصدر هذا القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة وبأجل يساوي المهلة الزمنية المتفق عليها للسداد بين المورد والمستورد. وفي هذه الحالة يمكن للمورد الياباني وبعد استلام القبول المصرفي أن يختار الاحتفاظ به لحين موعد استحقاقه واستلام قيمته الاسمية كاملة من المصرف

1. Levi, Maurice D., Op.Cit, PP. 569.

المراسل في اليابان، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي بخصم معين. وتقوم المصارف التجارية عادة بشراء هذا النوع من القبولات فتحقق بذلك عائداً هو نسبة الخصم وتلجأ إلى هذا الإجراء متى زادت نسبة احتياطاتها.

يتوفر في القبولات المصرفية عنصر السيولة على اعتبار أنها أداة استثمارية قصيرة الأجل، كما أنها في أغلب الأحيان قابلة للخصم Eligible لدى المصرف المركزي مما يوفر لها ميزة الأمان. ولتسهيل تداولها في السوق الثانوي تصدر عادة بقيمة ١٠٠٠ ومضاعفاتها. ويرتبط حجم القبولات المتداولة بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية. فعند انخفاض أسعار الفائدة يقل الطلب عليها نظراً لأنه من الأنسب في هذه الحالة للمستورد أن يحصل على قرض مباشرة، ويزيد الإقبال عليها في الحالة المعاكسة لأن الزيادة في معدلات الفائدة ستكون على القبولات أقل من الزيادة على القروض بسبب الأجل القصير للقبولات.

وتعتبر القبولات شكلاً قديماً من أشكال الاقتراض التجاري، ويتم عملها بأن يضيف مصرف ما اسمه إلى سحب المقترض مما يجعله قابلاً للتسويق. والسحب هو محرر مكتوب وفق شروط معينة يتضمن أمراً صادراً من جهة الساحب إلى جهة المسحوب عليه بأن تدفع لأمر جهة ثالثة (المستفيد) أو حامل السند مبلغاً معيناً بمجرد الإطلاع أو في ميعاد معين أو قابل للتعيين.

قد تكون شركة ما بحاجة لأموال قصيرة الأجل فتقوم بإصدار سحب على مصرف ما طالبة منه دفع مبلغ محدد من النقود لحامل السحب خلال فترة محددة ثم تأخذ هذا السحب إلى المصرف الذي يختمه بعبارة مقبول وبذلك يكون المصرف قد أضاف ضمانته على السحب مما يعني التزامه بدفع قيمته بتاريخ الاستحقاق في حالة عدم دفع المقترض له، ويصبح السحب قابل للتداول والتسويق في السوق الثانوي إلى أن يستحق عندها يقدم للمصرف للدفع والذي بدوره يفترض أن تدفع الشركة أو المؤسسة المصدرة له قيمته من حسابها المحتفظ به لديه.

وتنشأ القبولات كما أصبح معروفاً عن عمليات تجارية مبنية على الالتزام بدفع مؤجل لثمن البضاعة، حيث يتم تحرير سحب زمني Time Draft بالقيمة المؤجلة الدفع من ثمن البضاعة ويقدم هذا المستند الذي يسحبه المصدر على مصرف المستورد من ضمن المستندات المطلوبة عند فتح الاعتماد حيث يقوم الأخير بالتأشير عليه بالقبول **Accepted** وهنا ينشأ القبول المصرفي ويصبح أمام المستفيد وهو المصدر، إما خيار خصم السحب فوراً والحصول على صافي قيمته أو الاحتفاظ به لحين الاستحقاق وقبض كامل قيمته الاسمية، إلا أنه غالباً ما يتم خصم السحب لأن المصدر يكون قد احتاط أصلاً لما سيخسره من فائدة الخصم التي سيحصل عليها المصرف الخاصم وذلك بإضافتها إلى سعر بضاعته المستوردة، وهنا يأتي دور المصرف الخاصم الذي يكون أمامه إما خيار الاحتفاظ بالسحب في محفظته لحين الاستحقاق وإما بيعه في السوق المفتوحة للتعويض عما دفعه للمستفيد ثمناً لهذه البضاعة.

ويمكن أن يستفيد مصرف المستورد من مزايا القبولات المصرفية وذلك بتفويض المصرف المراسل بخلق قبول مصرفي يغطي ثمن بضاعة مستوردة أو مصدرة من قبل أحد عملائه بالكامل ويتم ذلك بالتوقيع على سحب عادي، وتفويض المصرف المراسل بقبوله وبيعه في السوق الثانوي لديه، وعندما يتم ذلك يقوم المصرف المراسل بتسجيل صافي قيمة السحب في حساب المصرف المحلي بعد خصم عمولته.

يتم تسعير القبولات المصرفية يومياً في الأسواق النقدية، والفائدة عليها تخصم مقدماً، وبالتالي يجب تحويل هذا السعر إلى فائدة سنوية دوماً حتى يتسنى مقارنته مع أسعار الفوائد على أدوات التمويل الأخرى.

تطبيق عملي: على فرض أن سعر فائدة الخصم المعطى على القبول المصرفي لمدة ٩٠ يوماً هو ٨% وكان سعر الفائدة على إحدى أدوات التمويل قصيرة الأجل الأخرى الموجودة في السوق ٨,٤% لنفس المدة، ولإجراء المقارنة لابد من تحويل سعر الخصم على القبول المصرفي إلى سعر فائدة سنوي حقيقي كالتالي:

$$\text{سعر فائدة الخصم على القبول المصرفي} \div \{100 - (\text{سعر فائدة الخصم على القبول} \times \text{عدد الأيام}) \div 360\} = \{360 \div 90 \times 8\} - 100 = 8,2\% \text{ سنوياً.}$$

إذاً الفائدة السنوية على القبول ستكون أقل منها على أداة التمويل الأخرى المعروضة.

يعمل انتشار القبولات المصرفية على تشجيع وتنشيط عمليات التصدير، كما أن استخدام القبولات لتمويل عمليات الاستيراد سيوفر الأموال التي تدفع في العادة للمصارف الأجنبية التي تقدم التمويل قصير الأجل للتجارة الخارجية للبلد.

التمويل بالهامش Margin Financing

يتمثل الهامش بالمبلغ النقدي الذي يملكه المستثمر ويقرر استثماره كجزء من كامل مبلغ يرغب باستثماره حيث يقوم باقتراض باقي المبلغ الذي يحتاجه من بعض المصارف والمؤسسات التمويلية المتخصصة وذلك بضمان كامل المبلغ المستثمر بما فيه ذلك الجزء العائد له، فهو بذلك يستخدم أسلوباً من أساليب المضاربة المبنية على توقع ارتفاع أسعار الأداة المالية المنوي الاستثمار بها، حيث يؤدي الرفع المالي المترتب على نسبة التمويل إلى الهامش إلى مضاعفة أرباح المضارب إذا تحققت توقعاته أو خسائره إذا اتجه السوق بعكس التوقعات.

وتمثل المخاطرة التي قد تنتج عن هذا النوع من التمويل الاتجاه العكسي للسعر، أي انخفاض سعر الأسهم بدل ارتفاعها مما سيؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم المشتراة إلى حد قد يتجاوز معه الهامش المودع من قبل المستثمر إلى المبلغ الذي اقترضه، وبالتالي فإن خسارته هنا ستتجاوز رأسماله إلى المبلغ الذي اقترضه أيضاً. لذلك فإن المصارف المقرضة تحرص دائماً على أن لا تقل ضمانات المبلغ المقرض عن كامل المبلغ المستثمر وبحيث لا تقل بأي حال عن كامل مبلغ القرض أي ٦٠% في مثالنا التالي من قيمة المبلغ المستثمر.