

سوق السندات والاستقرار المالي: التجربة الآسيوية

د. ربحان الشريف

جامعة باجي مختار، عنابة - الجزائر

rihane63@yahoo.fr

أ. الزبير بولحبال

جامعة باجي مختار، عنابة - الجزائر

zoubirboulahbel@hotmail.com

Received: 2012

Accepted: 2012

Published: 2013

ملخص:

يأتي التوجه نحو تطوير سوق سندات فعالة متسقا مع الاتجاه العام لخلق بيئة مالية أساسية متطورة، كشرط ضروري لتحرير قطاع الخدمات المالية والاندماج في الاقتصاد العالمي، وإن هذا التوجه يعزز قدرة النظام المالي على التكيف مع الأزمات. الأزمة المالية الآسيوية لسنة 1997، أظهرت بأن الدول الآسيوية بحاجة إلى نظام مالي أكثر تنوعا وخاصة أسواق سندات سائلة وعميقة لمساعدة النظام المصرفي في أداء وظيفته تمويل التنمية الاقتصادية ووقاية النظام المالي من الاضطرابات، في سياق يشهد انفتاحا واسعا على التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، إلى جانب التخفيف من حدة عدم التوافق المزدوج في العملة و أجل الاستحقاق الذي تميزت به الاقتصاديات الآسيوية التي عانت من الأزمة. و عليه، فقد ركزت السلطات العمومية لدول المنطقة جل اهتمامها و جهدها لتحقيق هذه الغاية، و تعتبر المبادرات المختلفة التي تبنتها هذه المجموعة من الدول عقب الأزمة، على غرار مبادرة السوق الآسيوية للسندات و الصندوق الآسيوي للسندات، تهدف في مجملها إلى دعم تطوير أسواقها المحلية عن طريق تحقيق الاندماج فيما بينها.

الكلمات المفتاحية: سوق السندات؛ مؤشرات الاستقرار المالي؛ الأزمة المالية الآسيوية؛ تطوير أسواق السندات الآسيوية.

Résumé:

Le développement du marché obligataire reflète la vision dominante en mettant récemment l'accent sur son importance dans la prévention de la fragilité financière et réduire le double déséquilibre financier en terme de change et de maturité dans un contexte d'ouverture aux flux de capitaux. La crise financière asiatique de 1997 a montré que les pays Asiatiques ont besoin d'un système financier plus diversifié et notamment des marchés obligataires plus profond et liquide pour aider le système bancaire dans le financement du développement économique. Depuis l'avènement de la crise financière de 1997, le développement des marchés obligataires d'Asie et les initiatives d'intégration régionale adoptées en Asie sont au centre d'intérêt des pouvoirs publics, notamment l'Initiative du marché obligataire Asiatique et Le Fond Obligataire Asiatique, qui ont pour objectif essentiel de renforcer les marchés obligataires domestiques de la région.

Mots clés : Marché obligataires, Indicateurs de stabilité financière, crise financière Asiatique, développement des marchés obligataires d'Asie.

تمهيد:

الاعتماد المفرط على النظام المصرفي في تمويل الاقتصاد، هو من بين العوامل الأساسية التي وضعت في مقدمة الأسباب المفسرة للأزمة المالية الآسيوية لسنة 1997، و يظهر أن أهم درس أستخلص من هذه الأزمة، هو أن الدول الآسيوية بحاجة إلى نظام مالي أكثر تنوعا و خاصة أسواق سندات سائلة وعميقة. تنوع مصادر تمويل الاقتصاد عبر تفعيل سوق السندات يساعد على تقوية مواطن ضعف النظام المالي من خلال تمديد آجال استحقاق الديون و تحريرها بالعملة المحلية، و بالتالي التقليل من عدم تماثل العملة و أجل الاستحقاق داخل ميزانية المؤسسات. هذا البحث يهدف إلى دراسة طبيعة وآليات الترابط بين سوق السندات و الاستقرار المالي، و إبراز أهم

الجهود المبذولة من قبل الدول الآسيوية لتطوير أسواقها المحلية للسندات، و ذلك من خلال المحاور الرئيسية التالية:

1. سوق السندات و الاستقرار المالي؛
2. نموذج التنمية الآسيوية و الأزمة المالية لسنة 1997-98؛
3. بروز الأسواق الآسيوية للسندات و تحسن مؤشرات الاستقرار المالي؛
4. اندماج الأسواق الآسيوية للسندات.

أولاً: سوق السندات و الاستقرار المالي

1. سوق السندات:

هي السوق التي تتعامل بالقروض متوسطة و طويلة الأجل، و يتم ذلك عبر إصدار السندات في السوق الأولية وتداولها في السوق الثانوية¹. والسند قيمة منقولة تصدر للتعبير عن الدين الناشئ من قرض يتحصل عليه المصدر من طرف مجموعة من المقرضين. و يتصف القرض السندي بخاصية الجماعية، حيث يمنح حقوق مماثلة للدائنين في نفس الإصدار ولنفس المبلغ الذي يعرف بالقيمة الاسمية². وتوفر سوق السندات موارد مالية طويلة الأجل للشركات والحكومات عن طريق التوجه مباشرة إلى المستثمرين، فهي قناة مباشرة لجمع المدخرات تناسب السلطات العمومية لأنها ترتكز أساساً على تمويل غير تضخمي، والشركات لأنها تغطي عجز مواردها الذاتية. وتزداد أهمية هذه السوق في البلدان التي تعاني من مشاكل تنمية نظراً لقدرتها على تنويع مصادر التمويل، والتخلص تدريجياً من التمويل النقدي الذي ينطوي على مساوئ عديدة³.

2. الاستقرار المالي:

الاستقرار المالي هو الوضع الذي يكون فيه القطاع المالي قادراً على التصدي للاضطرابات المختلفة في الاقتصاد، بحيث يكون هذا القطاع قادراً على القيام بعمليات الوساطة، تسوية المدفوعات وإعادة توزيع المخاطر بأسلوب سليم. وعلى الرغم من أن الاستقرار المالي لا يقتصر على الاستقرار في الجهاز المصرفي، فإن ذلك لا ينفي الدور الكبير الذي تلعبه البنوك في القطاع المالي، حيث أنها تلعب دوراً محورياً في توفير الائتمان وسبل تسوية المدفوعات.

يتم تقييم الاستقرار المالي عبر مؤشرات صندوق النقد الدولي للاستقرار المالي والمتمثلة في مؤشر كفاية رأس المال، نوعية و مردودية الأصول. هذه المؤشرات القاعدية تعتبر جوهرية لكل تحليل يتعلق بالمؤسسات المالية. مؤشر كفاية رأس المال يتضمن معدل رأس المال النظامي على الأصول مرجحة بالمخاطر، و يقيس قدرة النظام المصرفي على امتصاص الخسائر الغير متوقعة؛ مؤشر نوعية الأصول يتضمن معدل القروض المدومة على مجموع القروض، و يقيس درجة مخاطر القروض و له علاقة مباشرة بالمخاطر المحتملة للتوقف عن السداد بالنسبة للمصارف؛ و مؤشر المردودية يتضمن مردودية الأصول، و يقيس القدرة على امتصاص الخسائر دون خسارة في رأس المال.

مؤشرات الاستقرار المالي وضعت من قبل صندوق النقد الدولي بداية من سنة 1997 توفر معلومات حول أداء القطاع المصرفي من خلال المؤشرات القاعدية، إلى جانب الأسواق المالية، القطاع المالي الغير مصرفي، الشركات والأسر من خلال «المؤشرات الموسعة» (Indices encouragés). وتجدر الإشارة إلى أن مؤشرات الاستقرار المالي لصندوق النقد الدولي سهلت الاستعمال و تسمح بإجراء مقارنة دولية⁴. و سوف يتم التركيز خلال هذه الدراسة على المؤشرات القاعدية.

3. دور سوق السندات في تحقيق الاستقرار المالي:

التوجهات الحديثة تدعم فكرة مفادها أن المصارف مجبرة على التأقلم مع البيئة التنافسية الجديدة وتتعلم كيفية لعب دور نشط داخل أسواق رؤوس الأموال. وتضع في المقام الأول أهمية أسواق السندات بالعملات المحلية للاحتياط من خطر التعرض للاضطرابات المالية وخاصة تلك المتعلقة بعدم التطابق المزدوج في أجل الاستحقاق والعملة. التمويل بسندات هو وسيلة جيدة لتخفيض عدم تطابق أجل الاستحقاق لأن إجراء تحويل في الآجال يعتبر غير ممكن، على العكس من ذلك التمويل المصرفي يترتب عنه حتما تحويل في آجال الاستحقاق بما أن التزامات البنوك بطبيعتها موارد قصيرة الأجل والأصول عبارة عن استخدامات طويلة الأجل. كذلك، السوق المحلية للسندات تحد بشكل كبير من الحاجة إلى الاقتراض الأجنبي والاقتصاد الذي تكون فيه سوق السندات متطورة بشكل جيد يمارس انضباطا على المتعاملين الاقتصاديين بصرامة أكبر من تلك الممارسة من قبل الاقتصاد الذي تهيمن عليه المصارف، لأن المستثمرين الخواص يطالبون بشفافية أكثر و معلومة أحسن، أما المصارف فتسير مخاطر القروض من خلال رقابة بسيطة على المقترضين. و الجدول (01) يبين أهم خصائص التمويل بسندات ويقارنها مع تلك الخاصة بالقروض المصرفية.

الجدول (01): مزايا التمويل بسندات مقارنة بالتمويل المصرفي

التمويل بسندات		التمويل المصرفي
حجم التمويل	هام و معتبر؛ من دون حدود خاصة.	أقل أهمية من التمويل بسندات؛ محدود بوفرة خط
أجل الاستحقاق	سنة فما فوق.	أقصر أجلا من التمويل بسندات.
السداد	غير مرن.	مرن.
معدل الفائدة	معدل ثابت أو عائ.	معدل عائ للآجال الطويلة.
التكلفة	أقل تكلفة من القروض المصرفية.	أكبر تكلفة من التمويل بسندات.
تحليل الائتمان	تصنيف معياري من قبل وكالات التصنيف.	تحليل الائتمان من قبل المصارف.
الضمان	غير مضمون.	مضمون.
استعمال الأموال	غير مقيد.	مقيد.
الدائنون	غير محدودين، العديد من المستثمرين.	البنوك و المؤسسات المالية.
التداول و السيولة	متداولة و سيولة عالية بالنسبة للمصدرين الكبار.	غير قابلة للتداول و لا تتمتع بالسيولة.

Source: Saoussen Ben Gamra, Op. Cit., p. 28.

بالإضافة إلى ما سبق، تنمية أسواق السندات يحقق العديد من المزايا الأخرى أهمها⁵:

- ✓ سوق السندات تضمن تدفق المعلومات حول مخاطر القروض لأنواع متعددة من المقترضين، تستخدمها البنوك في تسعير القروض وتسيير المخاطر، وتساعد أيضا على تجزئة مخاطر القروض وتحويلها إلى المستثمرين، مخفضة بذلك من حجم تركز المخاطر داخل النظام المصرفي؛
- ✓ تحديد أسعار الفائدة عبر آلية السوق والتي تعكس تكلفة الفرصة البديلة لرؤوس الأموال في مختلف آجال الاستحقاق. والدول التي تفتقر إلى أسواق سندات متطورة، أسعار الفائدة طويلة الأجل لا تتحدد من خلال المنافسة، وبالتالي لا يمكنها أن تعكس التكلفة الحقيقية لرؤوس الأموال وتجد البنوك صعوبة كبيرة في تسعير القروض طويلة الأجل ويفتقر المقترضون لمرجعية سوقية لتقييم تكلفة الأموال والمقارنة بين مختلف الموارد التمويلية المتاحة. وهو ما قد يؤدي في بعض الأحيان إلى اختفاء بكل بساطة للتمويل طويلة الأجل؛
- ✓ جو التنافس الذي تخلقه سوق السندات يحفز البنوك على ترقية مصادر دخل جديدة لتعويض الفائدة على القروض التي تمت خسارتها لمصلحة السوق، هذه المصادر تشمل مرافقة المصدرين الكبار داخل السوق وما يترتب عنها من توفير عدة خدمات مثل التعهد بالإصدار، التسويق، التداول وحفظ السندات، تحقق من ورائها عائدات في شكل عمولات.
- ✓ متطلبات سوق السندات ترفع مستويات الشفافية وتدخل تحسنا على نوعية الإفصاح عن المعلومات المالية وعلى حوكمة الشركات؛
- ✓ تحسين وضعية حساب رأس المال في ميزان المدفوعات عن طريق جذب مستثمرين غير مقيمين؛
- ✓ فعالية أكبر في قيادة السياسة النقدية، حيث أن تطوير سوق السندات من خلال زيادة عمقها وتحسين سيولتها يسمح للبنك المركزي بقيادة سياسة نقدية ذات كفاءة أكبر، بما أنه يتوفر على الوسائل اللازمة للتدخل عبر السوق؛

ثانيا: نموذج التنمية الآسيوي و الأزمة المالية لسنة 1997-98

1. نقاط قوة وضعف نموذج التنمية الآسيوي:

الخاصية الرئيسية للدول الآسيوية تمثلت في قدرتها على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة منذ الستينات والسبعينات. وارتكزت هذه الحيوية على عملية تصنيع مكثفة تطلبت استثمارات مادية ضخمة ودعمت بفضل وجود منافذ خارجية. وارتكزت كذلك على الإرادة الجادة للسلطات العمومية والتزامها عبر الأجهزة التنظيمية والدور المحوري للمصارف العمومية. هذه الترتيبات تميزت بانسجام كبير، حيث أن الضعف المالي والاجتماعي للطبقة التي من المفروض أنها ستقود المشاريع الصناعية جعلها الخيار الوحيد الممكن لوضع سياسة تنمية حقيقية، إذا استثنينا الاستخدام الحصري لمؤسسات الدولة. الهياكل الصناعية والتجارية لأغلبية الدول الآسيوية

تهيمن عليها مجموعات ضخمة تسيطر عليها بعض العائلات، وحسب خبراء البنك الدولي فإنه في سنة 1996 عشرة عائلات اندونيسية تسيطر على قرابة 60% من المؤسسات المقيدة في البورصة، في الفلبين وتايلاند عشرة عائلات من بين أكبر العائلات الأصلية تسيطر على 50 و 45% من المؤسسات المقيدة في البورصة على التوالي، في كوريا الجنوبية خمسة عشرة عائلة تسيطر على 40% من المؤسسات المقيدة، بينما في ماليزيا السيطرة الممارسة من قبل أكبر خمسة عشرة عائلة تقارب 30%.

صلابة العلاقة بين المالية والصناعة ومن ثم قابلية نظام تنمية هذه الدول للنجاح ارتكزت على قطاع مصرفي معزول نسبيا عن الخارج. الدول الآسيوية عملت لفترة طويلة على تقييد دخول المصارف الأجنبية عبر سياسة ضبط منح الاعتماد، في حين الرقابة الصارمة على العملة حددت توجه الادخار المحلي المرتفع نحو الداخل من خلال منعه من الهروب إلى الخارج. السلطات العمومية عملت أيضا على تحديد معدل العائد على الودائع ضمن مستويات أقل من مستوى السوق وتحديد أسعار الفائدة على القروض لتأخذ بعين الاعتبار الأولويات الحكومية المدونة في السياسة الصناعية. وتجدر الإشارة إلى أن النظام المالي الآسيوي كما تم وصفه قد ساهم كثيرا في نجاح الاقتصاديات الآسيوية خلال المراحل الأولى من التنمية⁶. وعشية الأزمة المالية لسنة 1997 والتمويل المصرفي يحتل مكانة هامة في تمويل المؤسسات خاصة في الصين، اندونيسيا وتايلاند كما يظهر من خلال الجدول (02).

الجدول (02): أنماط التمويل الرئيسية للمؤسسات الآسيوية (1997)

الدولة	رصيد القروض المصرفية مليار دولار	%	رصيد الأسهم مليار دولار	رصيد السندات مليار دولار
الصين	931,28	76,30	211,72	38,50
كوريا	383,25	66,50	41,88	120,72
هونغ كونغ	299,98	38,60	413,32	30,27
اندونيسيا	75,49	67,30	29,05	3,66
ماليزيا	121,21	44,10	93,17	37,64
الفلبين	41,10	52,00	31,21	0,24
سنغافورة	96,22	35,70	106,32	10,72
تايلاند	172,51	83,00	22,79	9,11

Source: Saoussen Ben Gamra, Op. Cit., p. 7.

انخفاض نسبة التمويل عبر الأسواق المالية هو انعكاس لعدة عوامل أهمها: التكفل المباشرة للسلطات بعملية تخصيص القروض المصرفية نحو بعض القطاعات الإستراتيجية، وتحديد حدا أقصى لمعدلات الفائدة، وخاصة بالنسبة للقروض الممنوحة من المصارف العمومية، وتحملها في النهاية لمخاطر القروض، جعل الأعوان الاقتصاديين يحصلون على الموارد المالية اللازمة بتكلفة منخفضة، ولم يحفزهم على اللجوء إلى الأسواق المالية لتلبية الاحتياجات التمويلية. بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على نشاط الأسواق الأولية والثانوية للأوراق المالية

وهياكل قاعدية غير ملائمة مثل أنظمة الدفع و التسوية⁷.

القروض الممنوحة لبعض القطاعات المفضلة تحت الضغط المباشر للسلطات العمومية لم تدفع المصارف إلى تقييم جدوى المشاريع الاستثمارية الممولة. في مثل هذه الظروف فإن المصارف لم تتمكن من تطوير ممارسات رقابية تعتبر ضرورية لممارسة النشاط المصرفي وقامت بتمويل مشاريع غير مربحة، بالإضافة إلى ما سبق ومن خلال تركيز القروض على عدد قليل من المتعاملين فإن المصارف ضاعفت من تبعيتها اتجاه هؤلاء المتعاملين وضاعفت في نفس الوقت من حجم تعرضها للمخاطر.

2. الانفتاح على التدفقات المالية الدولية و اختلال التوازن المالي:

شكل التوسع في منح الائتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمة المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا. فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينات والتسعينات توسعا كبيرا، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد. فلقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية. فمن ناحية، أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة كوريا الجنوبية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في حالة تايلاند⁸.

وشهدت حقبة التسعينات رواجاً في القروض قصيرة الأجل التي قدمتها المصارف الدولية للدول النامية. فقد ارتفعت الديون قصيرة الأجل المستحقة على هذه الدول حسب بيانات بنك التسويات الدولي من حوالي 176 مليار دولار عام 1990 إلى حوالي 454 مليار دولار عام 1997. و كان هذا التراكم السريع للديون قصيرة الأجل من العوامل الرئيسية لحدوث الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا في عامي 1997 و 1998. وقد أظهرت بيانات بنك التسويات الدولي أن نسبة الديون قصيرة الأجل من جملة ديون الدول النامية بلغت حوالي 20% عام 1997 بعدما كانت 12% عام 1990. وكان حوالي 50% من القروض الجديدة الممنوحة من المصارف العالمية ذات أجل استحقاق لمدة عام واحد أو أقل وهي نسبة تزيد كثيراً عما كانت عليه في أوائل التسعينات. وقد تزايد حجم الديون قصيرة الأجل بأسرع ما يكون في دول جنوب شرق آسيا، وكانت الدول الأكثر استحواذاً للقروض قصيرة الأجل خلال الفترة 1990-1996 في المنطقة هي: كوريا 15% من جملة القروض قصيرة الأجل الممنوحة لجميع الدول النامية، تايلاند 11%، اندونيسيا 8% ثم الصين وماليزيا. وتزامنت الزيادة في منح القروض قصيرة الأجل مع زيادة مطردة في نصيب القطاع الخاص من إجمالي القروض ولاسيما المؤسسات المالية. حيث حظيت المؤسسات

المالية على 42% من القروض القصيرة الأجل الممنوحة لدول جنوب شرق آسيا⁹.

التوسع الكبير في منح القروض تزامن مع ارتفاع حاد في أسعار الأصول وهيمنة القروض المصرفية قصيرة الأجل والمحركة بالعملية الصعبة وما يقابلها من التزامات محلية طويلة الأجل عرضت لخطر مزدوج، خطر سعر الفائدة وخطر العملة، أما عدم الاستقرار في أسعار الصرف المرتبط في جانب كبير بتقلب حركة رؤوس الأموال الدولية فيعتبر العامل الرئيسي لانطلاق وانتشار الأزمة المالية لسنة 1997-98 في الدول الآسيوية. ولقد ظهرت الأزمة في البداية كأزمة سعر صرف في ماي 1997 من خلال المضاربة الكبيرة على البات التايلاندي، والذي شهد انفصالا لارتباطه مع الدولار الأمريكي في 2 جويلية من نفس السنة. لتعرف بعدها المنطقة انتشارا سريعا لعدوى الأزمة وتشمل عملات كل من ماليزيا، اندونيسيا والفلبين، بالإضافة إلى ظهور ضغوط حادة في الأنظمة المالية المحلية مثل أسعار فائدة مرتفعة جدا، انهيار أسواق البورصة وإفلاسا بالجملة في القطاع المصرفي والصناعي. هذه التطورات عادة ما تفسر بارتباط العملات الآسيوية بالدولار الأمريكي، الذي لم يتوقف عن التحسن منذ منتصف سنة 1995 ولكن يظهر بأن تراجع التجارة في المنطقة وضعف الأنظمة المالية خلال السنوات التي سبقت الأزمة هي الأسباب الحقيقية للأزمة المالية الآسيوية¹⁰.

وبعدها أخذت الأزمة سريعا خاصية نظامية في جميع الدول الآسيوية ما عدى هونغ كونغ وسنغافورة. في كوريا، الفلبين، ماليزيا وتايلاند الأزمة المصرفية تزامنت مع أزمة في سعر الصرف لتأخذ شكل أزمة مزدوجة. في اندونيسيا الأزمة أخذت شكلا ثلاثيا: أزمة مصرفية، أزمة سعر صرف ومديونية سيادية، في حين بلغت تكلفتها 56,8% من الناتج المحلي الإجمالي. واضطرب النظام المصرفي بشدة، حيث بلغت القروض المتعثرة نسبة 48,6% في اندونيسيا و42,9% في تايلاند. وكنتيجة لذلك، مردودية البنوك تدهورت بشدة، حيث أنها تراجعت إلى 19,9% في اندونيسيا، 3,3% في كوريا و5,6% في تايلاند. في حين معدل رأس المال على القروض المرجحة بالمخاطر عرف تراجعا باستثناء بعض الدول التي عززت من كفاية رأس المال مثل هونغ كونغ، سنغافورة والصين. سلسلة إفلاس المؤسسات والفضائح المالية أبرزت نقاط ضعف الأنظمة المالية الآسيوية القائمة على تفضيل قنوات الوساطة المالية.

هذه الأزمة أبرزت الدور الهام الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في حماية الاقتصاديات الآسيوية من هذا النوع من الصدمات. فمن بين أحد الأسباب التي جعلت هونغ كونغ تتجاوز الأزمة بأقل الأضرار النسبية، في حين سنغافورة خرجت منها بسلام هو وجود سوق مالية تؤدي دورا أكثر أهمية في توفير رؤوس الأموال للمؤسسات مقارنة بأغلبية الدول الآسيوية الأخرى. أسواق القيم المنقولة تتكفل بحوالي 61,4% و 64,3% من حجم تمويل الاقتصاد في الدولتين على التوالي. أسواق السندات في جميع الدول الآسيوية التي مستها الأزمة تميزت بقلّة عدد

الإصدارات، آجال استحقاق مركزة على المدى القصير ووجود سوق ثانوية تفتقر للسيولة. في الدول القليلة أين عرفت إصدارات سندات الشركات توسعا في نهاية الثمانينات - حالة كوريا و ماليزيا - فإن سوق السندات خضعت لرقابة شديدة من قبل السلطات التي شوهدت طريقة عملها. هذه السندات كانت شبيهة بالقروض المصرفية بما أنها كانت مضمونة من طرف البنوك أو المؤسسات المالية، فعلى سبيل المثال في كوريا نسبة السندات المضمونة تراوحت بين 85% و 90% خلال الفترة التي سبقت الأزمة¹¹.

ثالثا: بروز الأسواق الآسيوية للسندات و تحسن مؤشرات الاستقرار المالي.

1. مظاهر تنمية الأسواق الآسيوية للسندات:

تتلخص أبرز مظاهر تطور أسواق السندات الآسيوية في عدة تحولات رئيسية نوجزها فيما يلي:

1.1. نمو حجم أسواق السندات الآسيوية:

إلى غاية النصف الثاني من عشرية التسعينات وأسواق السندات لم تعرف تطورا ملحوظا في عدد كبير من دول آسيا. لتبدأ بعدها مرحلة جديدة شهدت توسعا كبيرا تضاعف من خلاله حجم الأسواق الآسيوية للسندات، حيث انتقل الرصيد الإجمالي من حوالي 389,9 مليار دولار في سنة 1997 إلى قرابة 3232,5 مليار في نهاية سنة 2007¹² كما يوضح ذلك الجدول (03). الأسواق الأوسع هي تلك الخاصة بكوريا والصين أين الرصيد يمثل على التوالي 115% و 48,8% من الناتج المحلي الإجمالي. الأسواق ذات الحجم المتوسط هي تلك الخاصة بماليزيا، تايلاند، هونغ كونغ وسنغافورة، في حين سوقي الفلبين واندونيسيا هما الأكثر ضيقا والرصيد يمثل على التوالي 21,6% و 34,8% من الناتج المحلي الإجمالي¹³.

الجدول (03): رصيد أسواق السندات بالعملة المحلية (مليار دولار)

الدولة	1997	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الصين	83,5	342,2	448,4	623,7	900,48	1184,86	1531,34
كوريا	153,21	538,2	759,9	751,3	847,7	1010,4	1119,09
هونغ كونغ	41,13	58,1	60,5	62,9	65,8	65,7	67,54
اندونيسيا	4,29	58,2	65,7	61,2	54,7	76,3	89,85
ماليزيا	57	84,4	98,8	110,6	123,5	146,8	155,96
الفلبين	16,59	27,6	30,7	35,6	41,2	44,9	49,93
سنغافورة	23,75	56,4	61,5	72,7	74,9	86,5	86,69
تايلاند	10,43	48,3	59,6	68	80,5	111,4	132,07
المجموع	389,9	1213,4	1585,1	1786	2188,78	2726,86	3232,47

Source: Hyun Suk & Jang Hong Bum, Loc. Cit..

وارتكرزت تنمية الأسواق الآسيوية للسندات على الإصدارات بالعملة المحلية وتشير البيانات الإحصائية إلى أن رصيد السندات بالعملة المحلية بلغ في سنة 2007 نسبة 98,8% في الصين، 94,4% في تايلاند و 91,6% في

كوريا¹⁴. وفي جميع هذه الأسواق سندات الدولة تهيمن على الإصدارات وخاصة سندات البنوك المركزية والخزينة العمومية برصيد متوسط قدره 74% من مجموع الإصدارات في الأسواق المحلية في سنة 2007. هذا الحجم الكبير يعكس حاجة الدول الآسيوية إلى توفير الموارد الضرورية لتمويل عملية إعادة هيكلة القطاع المصرفي. المؤسسات المالية تحتل المرتبة الثانية من حيث حجم الإصدارات وتتمتع بمتوسط قدره 16% من الرصيد الإجمالي، غير أن نموها سجل تباطؤاً في السنوات الأخيرة، في حين ازداد نشاط الشركات الخاصة. إصدارات السندات الخاصة التي كانت محدودة جداً في سنة 1997 عرفت نمواً سريعاً في العشرية الأخيرة. في كوريا، ماليزيا و تايلاند حجم أسواق السندات الخاصة في نهاية سنة 2007 قدر على التوالي بـ 28%، 32,3% و 15,6% من الناتج المحلي الإجمالي. النمو النسبي لأسواق السندات الخاصة في آسيا ارتبط بشكل كبير بتمتية أسواق سندات الدولة. حالياً أسواق السندات الآسيوية تتمتع بمكانة أكبر في تمويل الاقتصاد، كما يظهر من خلال توزيع أصول النظام المالي بين مختلف الفئات من قروض بنكية، أسهم وسندات في الجدول (04)، حيث أن متوسط حصة السندات في تمويل الاقتصاديات الآسيوية ارتفعت من 14% في سنة 1995 إلى نسبة 26% في سنة 2005.

الجدول (04): أصول النظام المالي (النسبة من مجموع الأصول)

الدولة	1995			2005		
	الأصول المصرفية	الأسهم	السندات	الأصول المصرفية	الأسهم	السندات
الصين	86	6	8	62	18	20
كوريا	36	24	40	32	30	38
هونغ كونغ	39	54	7	20	73	7
اندونيسيا	63	34	3	44	32	24
ماليزيا	28	55	17	33	37	30
الفلبين	28	46	26	28	26	46
سنغافورة	34	57	9	30	46	24
تايلاند	60	35	5	47	31	22
المتوسط	46,75	38,88	14,38	37,00	36,63	26,38

Source : Committee on the Global Financial Stability, Financial Stability and Local Currency Bond, markets, CGFS papers N° 28, June 2007, p. 114.
Sur le lien : <http://www.bis.org/publ/cgfs28.pdf>

2.1. تمديد آجال استحقاق قروض السندات:

القروض قصيرة الأجل مثلت الجزء الأكبر من إجمالي ديون الاقتصاديات الآسيوية إلى غاية نهاية التسعينات، ويعود ذلك إلى علاوة المخاطر المرتفعة والمفروضة على إقراض هذه الدول لآجال طويلة، وعرف متوسط آجال استحقاق ديون حكومات أكبر الاقتصاديات الآسيوية، باستثناء الصين، تمديداً في فترات الاستحقاق، حيث انتقل المتوسط من 2,7 سنة في عام 2000 إلى 6,1 سنة في عام 2005¹⁵ و يعود ذلك بشكل كبير إلى إصدار

سندات لآجال طويلة، حيث أن الإصدارات التي تتمتع بأجل استحقاق أكبر من 3 سنوات تقدر في المتوسط بنسبة 65%، من بينها 27% بأجل استحقاق أكبر من 5 سنوات و 16% بأجل استحقاق أكبر من 10 سنوات.

3.1. تحسين سيولة أسواق السندات الآسيوية:

العديد من المؤشرات تدل على أن توسع أسواق السندات الآسيوية بالعملات المحلية صاحبه تحسن في سيولة هذه الأسواق. حجم التداول و معدل الدوران (Turnover) عرفا ارتفاعا محسوسا والفرق بين سعر الشراء وسعر البيع تقلص في أغلب الدول الآسيوية وخاصة ذلك المتعلق بالسندات العمومية. في سنة 2007 معدل الدوران والفرق بين سعر الشراء والبيع داخل سوق سندات القطاع العام في هونغ كونغ بلغ 90,55 و 8 نقاط أساس على التوالي، في تايلاند 3,53 و 6,25، في سنغافورة 3 و 3,38 وفي ماليزيا 2,47 و 1,5¹⁶. ومن بين العوامل التي ساهمت في هذا التحسن نجد التخفيض في الضرائب على المعاملات وإدراج منصات إلكترونية للتداول.

4.1. السندات الدولية بالعملات الآسيوية:

من بين التطورات البارزة خلال السنوات الأخيرة إصدار سندات بالعملات الآسيوية في الأسواق الدولية. والجدول الموالي يوضح الفرق الشاسع بين الرصيد في سنة 1995 و رصيد سنة 2006.

الجدول (05): السندات الدولية حسب العملة، مبلغ الرصيد في نهاية السنة بمليون دولار

2006	2005	2000	1995	
1 665	1 503	0	0	اليوان الصيني
1 183	979	94	0	الوون الكوري
619	239	40	0	الروبية الاندونيسية
1 439	519	42	203	الرنجيت الماليزي
72	60	189	48	البيزو الفلبيني
2 522	1 927	1 499	130	البات التايلاندي
7 500	5 227	1 864	381	المجموع

Source : Committee on the Global Financial Stability, Op. Cit., p. 2

2. العوامل المحددة لتنمية الأسواق الآسيوية للسندات:

نجاح الدول الآسيوية في تنمية أسواق السندات كان نتيجة لعدة عوامل مختلفة، أهمها:

1.2. دور السياسة الاقتصادية:

أداء السياسة الاقتصادية في أغلب الدول الآسيوية خلال العشرية الأخيرة عرف تحسنا ملحوظا سمح بخلق الظروف الملائمة لوضع إصلاحات جوهرية¹⁷ شملت ما يلي¹⁸:

- تخفيض تدريجيا للتمويل التلقائي لعجز الميزانية من قبل البنوك المركزية، حيث تحولت العديد من الدول الآسيوية إلى إصدار سندات عن طريق المزايدة، من جهة ثانية، مستوى معدل التضخم المرتفع الذي اتسمت به العديد من الاقتصاديات الآسيوية في الماضي تمت السيطرة عليه عن طريق إتباع سياسة واضحة لاستهداف

التضخم. عنصر آخر مهم ضاعف من قدرة الدول الآسيوية على تحمل الصدمات الخارجية التي تحدثها الأزمات المالية وزاد من جاذبيتها كوجهة استثمارية لرؤوس الأموال الباحثة عن التوظيف، هو إضفاء مرونة أوسع على أسعار صرف عملاتها الوطنية؛

- إتباع الحكومات الآسيوية مبادئ قائمة على منهج إدارة الدين العام والتي تهدف إلى تمويل عجز الميزانية من خلال إصدار سندات بمعدل فائدة ثابت، على المدى الطويل وفي السوق المحلية، بالتوازي مع تخفيض تدريجيا للإصدارات بمعدل فائدة متغير، وتخفيض صافي الدين الخارجي واستبداله بسندات دولية جديدة محررة بالعملات المحلية ومصدرة في الأسواق المحلية؛

- زيادة أهمية صناديق التقاعد خاصة في ماليزيا أين تتجاوز أصول صناديق التقاعد 53,6% من الناتج المحلي الإجمالي وفي كوريا 25,1%؛

- نزع الرقابة على أسعار الفائدة، تقوية معايير المحاسبة الضعيفة والإعفاء من الضرائب على المعاملات، عوامل أدت إلى تنشيط تداول السندات من قبل المستثمرين في أهم الأسواق الآسيوية؛

- توفير الهياكل الملائمة في السوق الثانوية لسندات الحكومة، على غرار نظام التاجر الأولي أو صانع السوق، إضافة إلى إدراج التعامل باتفاقيات إعادة الشراء والمشتقات؛

- وضع الهياكل اللازمة لأسواق سندات الشركات الخاصة والتي شملت: منحى عائد مرجعي يتمتع بالسيولة لتسعير سندات الشركات على المدى الطويل، تقوية النظم القانونية الضعيفة وحماية كافية لحقوق المستثمرين، رفع مستوى حوكمة الشركات والإفصاح عن المعلومات وإنشاء وكالات لتصنيف الائتمان.

2.2. محيط مالي دولي ملائم لتطوير الأسواق الآسيوية للسندات:

المحيط المالي الدولي خلال العشرية الماضية كان ملائما جدا لأسواق السندات الناشئة عموما والآسيوية خاصة ويتجلى ذلك من خلال العناصر الآتية:

- ندرة الإصدارات الدولية لحكومات الدول الناشئة حيث عرفت ميلا نحو الانخفاض منذ بداية العشرية الأخيرة، رغم أن الفترة تخللها عدة ارتفاعات لكنها بقيت أدنى من مستوى سنة 2000. وسجلت سنة 2005 تراجعا ملحوظا، حيث انخفضت الإصدارات الصافية للسندات الدولية الناشئة من قيمة 28,2 مليار دولار في سنة 2004 إلى 3,4، أما في سنة 2008 فلقد سجلت قيمة سالبة بـ 5,2 مليار دولار، وهي عبارة عن تسديدات صافية من قبل الحكومات الناشئة¹⁹؛

- تراجع معدلات الفائدة في أسواق الدول المتقدمة ما دفع المستثمرين الدوليين للبحث عن عائدات مرتفعة داخل أسواق الدول الناشئة. السندات الناشئة توفر عائدات مغرية تمثل تعويضا عن مخاطر التوقف عن السداد، أسعار

الصرف ومعدلات الفائدة التي تتعرض لها. ووصلت معدلات الفائدة على السندات المحلية للدول الناشئة في المتوسط إلى 7%، إضافة أن غالبية عملات الدول الناشئة ارتفعت أمام الدولار الأمريكي؛

- عدوى الأزمات أقل حدة من الأسواق المالية المتقدمة، فلم يصل أثر أزمة الرهن العقاري إلى المستوى الذي عرفته أسواق الدول المتقدمة، ومن المحتمل أن يعود ذلك إلى عدة أسباب أهمها: الأسواق المالية للدول الناشئة أقل تعقيدا وتطورا من نظيرتها في الدول المتقدمة ولم تستثمر المؤسسات المالية كثيرا في السندات الأمريكية منخفضة الجودة، وبالتالي بقي حجم تعرضها للمخاطر ضئيلا هو الآخر.²⁰

3.2. مساهمة المؤسسات المالية الدولية:

ساهمت المؤسسات المالية الدولية في تطوير الأسواق المحلية للسندات في الدول الآسيوية عن طريق إصدارها وبنفسها لسندات بالعملة المحلية. وغالبا ما تكون المؤسسات المالية الدولية أولى الهيئات الأجنبية التي تقوم بإصدار سندات بعملة الدول الناشئة في الأسواق المحلية أو الدولية. فعلى سبيل المثال، في سنة 2005 بنك التنمية الآسيوي ومؤسسة التمويل الدولية يعتبران أولى الهيئات الأجنبية التي قامت بإصدار سندات بالعملة المحلية في كل من تايلاند، الصين والفلبين. المؤسسات المالية الدولية لها دور فعال يتمثل في تقديم المساعدة التقنية اللازمة كوضع استراتيجيات تغطية عمليات الإصدار، اختيار الأدوات المالية المناسبة، جمع البيانات الخاصة بالإصدار ونشرها... الخ. وتعتبر هذه الإصدارات بمثابة الانطلاقة الحقيقية للسوق المحلية لأنها تتمتع بالعديد من المزايا يمكن إيجاز أهمها فيما يلي²¹:

- عند إصدار مؤسسة مالية دولية لسندات داخل سوق محلية معينة فإنها تقوم بتوظيف خبرتها التقنية للمساعدة في تكييف الإطار القانوني وجعله يتماشى مع الإصدارات الأجنبية، وهو ما يفتح السوق لمصدرين أجنبين آخرين؛

- إصدارات المؤسسات المالية الدولية فرصة ملائمة لبنوك الاستثمار المحلية للاحتكاك بمؤسسات تتمتع بمهارة عالية، بهدف التحكم في تقنيات الإصدار، إعداد الوثائق الإدارية الخاصة بالإصدارات الدولية وطرق التنسيق بين مختلف الأطراف لتوظيف السندات، أي بعبارة أخرى نقل الخبرات المالية من المؤسسات المالية الدولية نحو القطاع المالي المحلي؛

- توسيع حجم العرض في السوق المحلي وتنويعه بسندات ذات جودة عالية، ما يمثل فرصة جيدة للمستثمرين المؤسسين المحليين لتنويع الحافظة الاستثمارية من دون مخالفة القيود التنظيمية، بما أن هذه السندات مشابهة للسندات السيادية من حيث مستوى المخاطر؛

- يمكن لإصدارات المؤسسات المالية الدولية أن تعمل أيضا على جذب مستثمرين ومصدرين أجنبين نتيجة الأثر الذي تحدثه على صورة السوق المحلية الناشئة في الخارج.

3. تطور مؤشرات الاستقرار المالي في الدول الآسيوية:

عقب الأزمة المالية عرفت مؤشرات الاستقرار المالي للأنظمة المصرفية في المنطقة تطورا بميل متزايد كما يظهر من خلال الجدول (06). واستطاعت أغلب دول المنطقة بلوغ مستويات جيدة من الاستقرار الكلي في الاقتصاد وحقت تقدما على مستوى الإشراف المصرفي، بالإضافة إلى زيادة الشفافية وإتباع مبادئ حوكمة الشركات.

الجدول (06): تطور مؤشرات الاستقرار المالي في آسيا.

الدولة	معدل كفاية رأس المال	مردودية الأصول	القروض المدومة	2001	2001	2001	2001	2001	2001
الصين	12,3	7,-4	8,4	0,1	50,	9,0	29,8	812,	7,6
كوريا	8,10	12,1	3,21	8,0	9,0	1,1	9,2	91,	7,0
هونغ كونغ	,561	4,51	4,31	80,	1,7	91,	75,	3,2	9,0
اندونيسيا	18,2	419,	3,91	6,0	4,3	82,	0,11	314,	3,9
ماليزيا	0,31	4,41	2,31	1,0	1,4	51,	8,71	7,11	6,6
الفلبين	,741	4,81	715,	40,	9,0	01,	0,91	4,41	8,5
سنغافورة	18,1	2,61	,531	80,	1,2	31,	3,6	0,5	8,1
تايلاند	,931	4,21	14,8	1,0-	21,	0,1	5,10	9,11	7,9

Source : International Monetary Fund, Financial Soundness Indicators, 2004-2010.

وتبنت المصارف سياسة حذرة في منح الائتمان لمؤسسات القطاع الخاص و توجهت نحو نشاطات أخرى جديدة مرتبطة بالسوق. في حين تنمية أسواق السندات بالعملات المحلية مثل بديلا للتمويل المصرفي لشركات القطاع الخاص، وساعد في إعادة هيكلة الشركات والبنوك وسرع عملية الخروج من الأزمة. إصدار السندات الخاصة مكن من معالجة عدم التطابق في أجل الاستحقاق والعملة، وبالتالي ساهم في خفض احتمال التعرض لاضطرابات مالية بالنسبة لشركات القطاع الخاص والمصارف. حاليا، مردودية البنوك الآسيوية تحسنت بشكل ملحوظ كما هو الحال بالنسبة لرأس المال النظامي، في حين انخفضت القروض المدومة لتبلغ مستويات مريحة.

الاقتصاديات الآسيوية طورت نظاما ماليا أكثر تنوعا وأكثر كفاءة وهذا التنوع سمح بتخفيض حجم التعرض للمخاطر بالنسبة للقطاع الخاص من خلال توفير مصدر تمويل أكثر استقرارا ويساعد على الاستثمار في المدى البعيد، بالإضافة إلى تخفيض من حجم تركز المخاطر داخل النظام المصرفي. ومن الواضح بأن هذه العوامل هامة جدا من حيث تحقيق الاستقرار المالي في المنطقة وتجنب صدمات من النوع الذي سبق وأن حدث. حيث استفادة الدول الآسيوية من تنمية أسواق السندات بالعملات المحلية في تحقيق الاستقرار المالي من خلال الآثار الايجابية التي أحدثتها على مؤشرات الاستقرار المالي، و يتجلى ذلك عبر النقاط التالية:

✓ تنمية أسواق السندات بالعملات المحلية ارتبط بارتفاع معدل كفاية رأس المال نتيجة لتقليص حيازة المصارف

من الأصول المخطرة داخل الميزانية والمتمثلة في قروض القطاع الخاص التي ترجح بنسبة 100%؛

✓ زيادة تمويل الاقتصاد بسندات تتميز بآجال استحقاق طويلة، إضافة إلى تقليص الديون بالعملية الأجنبية عاملان مهمان سمحا بتحسين نوعية الأصول داخل القطاع المصرفي الآسيوي وبالتالي تحسين ملاءته الائتمانية وذلك من خلال تخفيض حدة المخاطر المتعلقة بعدم التطابق المزدوج في أجل الاستحقاق والعملية. وتبين بأن هذه المخاطر هي الأسباب الرئيسية وراء الأزمة المالية؛

✓ إدخال آليات السوق ضمن عملية تخصيص القروض مكن من توليد مردودية أفضل بالنسبة للمصارف الآسيوية. تنمية هذه الأسواق عزز من انضباط المصارف عبر تسيير أفضل لمخاطر الائتمان وتقييم مردودية المشاريع الاستثمارية الممولة. أما الضغوط التنافسية التي خلقها السوق فلقد حفزت المصارف على التنوع والتجديد للحفاظ على الزبائن والمصارف الأكثر نشاطا تجد فرصا جديدة لتحقيق الربح من خلال الدخول في أنشطة السوق.

رابعا: اندماج الأسواق الآسيوية للسندات:

حاليا سوق السندات الآسيوية باستطاعتها لعب دور المكمل لمصادر التمويل الأخرى. رغم وجود بعض النقائص المتعلقة بالعمق والسيولة. هذه النقائص مرتبطة أساسا بصغر هذه الأسواق، غياب قاعدة واسعة من المستثمرين وخاصة المؤسسين، وهياكل غير ملائمة. المستثمرون بصفة عامة والأجانب خاصة يتجنبون الاستثمار في أسواق السندات الآسيوية بسبب صغر حجمها واختلاف الإجراءات والتنظيمات الخاصة بكل سوق واتسامها بنوع من التعقيد والبطء، وينطبق ذلك أيضا على المصدرين. إحدى الدراسات حول محددات تنمية أسواق السندات²² خلصت إلى أنه من بين العوامل المحددة لتنمية أسواق السندات حجم الاقتصاد والانفتاح الاقتصادي، حيث يرتبطان إيجابيا وبدلالة إحصائية مع تنمية أسواق السندات. وبالنسبة لحجم الاقتصاد فإن الارتباط يبرز بشدة فيما يتعلق برسملة السندات الخاصة مقارنة بالسندات العمومية. هذه النتائج تفسر الجهود المبذولة من قبل الدول الآسيوية لإنشاء سوق إقليمية موحدة للسندات بما أن حجم الاقتصاد الإقليمي سيعوض حجم الاقتصاديات الوطنية. ولهذا فلقد قامت الدول الآسيوية بمبادرات هامة تهدف إلى اندماج أسواقها المحلية للسندات من خلال تبسيط إجراءات إصدار السندات والاستثمار فيها والتنسيق بين مختلف هيئات التنظيم. وتتمثل هذه المبادرات في:

1. مبادرة السوق الآسيوية للسندات:

مجموعة "الآسيان+3"²³ وبمساعدة بنك التنمية الآسيوي الذي عمل على توفير الدعم التقني، قام في سنة 2002 بإطلاق "مبادرة السوق الآسيوية للسندات"، وهي مبادرة تهدف إلى تدعيم عرض السندات بالعملات المحلية من قبل فاعلين خواص أو عموم عبر تسهيل عملية دخول المصدرين إلى أسواق السندات المحلية وتقوية الهياكل القاعدية

على المستوى الإقليمي. وفي هذا الإطار تم تنصيب عدة مجموعات عمل اختصت كل واحدة منها بوظيفة معينة، من أبرزها: ضبط عمليات الصرف والتسوية، إنشاء وكالات محلية وإقليمية لتصنيف الائتمان وإصدار سندات بالعملات المحلية من قبل مصدرين غير مقيمين. ومن خلال هذه المبادرة رخصت عدة دول لمؤسسات مالية دولية لإصدار سندات بعملاتها الوطنية. فعلى سبيل المثال بنك التنمية الآسيوي، المؤسسة المالية الدولية والبنك العالمي، قاموا بإصدار سندات بالرنغيت الماليزي، إضافة إلى إصدار آخر من قبل بنك التنمية الآسيوي بالبات التايلاندي²⁴. و الجدول (07) الموالي يلخص المراحل الأساسية التي مرت بها هذه المبادرة و أهم الإجراءات الهادفة إلى تدعيمها.

2. الصندوق الآسيوي للسندات:

ملتقى المدراء التنفيذيون للبنوك المركزية لشرق آسيا و المحيط الهادي كان وراء مبادرة إنشاء صندوق السندات الآسيوية 1 و 2 في 2003 و 2004 على التوالي. الموارد المخصصة للصندوقين مصدرها احتياطات صرف دول الملتقى. ويسير الصندوق الأول كليتا من قبل بنك التسويات الدولية، أما الصندوق الثاني فمن قبل مسيرين خواص لكن تحت إشراف بنك التسويات الدولية. وتهدف هذه المبادرة إلى تعزيز الطلب على السندات، وهي مبادرة فريدة من نوعها، فلم يسبق لأي منظمة إقليمية تخصيص موارد مالية لإنشاء صندوق للسندات²⁵. خصص للصندوق الأول عند إنشائه مليار دولار لاستثمارها في سندات سيادية و شبه سيادية محررة بالدولار الأمريكي، متداولة بشكل أساسي في الأسواق الدولية المتقدمة و مصدرة من قبل ثمانية دول أعضاء في الملتقى، ويتعلق الأمر ب: الصين، هونغ كونغ، اندونيسيا، كوريا، ماليزيا، نيوزيلندا، الفلبين، سنغافورة و تايلاند. ويعتبر هذا الصندوق هاما من حيث كونه فرصة سانحة للبنوك المركزية في المنطقة لتعزيز الثقة والتعاون فيما بينها. ونظرا للاستقبال الجيد من قبل السوق والنجاح الذي حققه الصندوق الأول، تم إنشاء الصندوق الثاني وخصص له 02 مليار دولار لاستثمارها في سندات محررة بالعملات المحلية ومصدرة من قبل الدول الثمانية السابقة. وفي إطار هذه المبادرة تم تحقيق العديد من الإنجازات المشتركة أهمها: تسريع عملية إدخال إصلاحات ضريبية، وضع التدابير اللازمة للتوسع في تحرير حركة رؤوس الأموال، تحسين هياكل السوق من خلال إنشاء شبكة حافضي السندات، التطابق بين الوثائق القانونية لصناديق الاستثمار في المنطقة²⁶.

ويظم الصندوق الثاني مكونتين: صندوق مؤشر²⁷ وصندوق صناديق السندات. صندوق المؤشر يهدف إلى تسهيل عملية تنويع مكونات حافظة استثمارية في أسواق السندات الآسيوية، أما صندوق صناديق السندات فيجمع ثمانية صناديق استثمار ينشط كل واحد منها في السوق المحلية الخاصة بكل دولة عضو في الملتقى. وتجدر الإشارة إلى أن الصندوق الثاني يتميز بتكلفة منخفضة، ويعتبر أداة فعالة لتوسيع مشاركة الأجانب، كما يعمل على تقليل العقوبات أما تنمية أسواق السندات في آسيا من خلال التحفيز على القيام بالإصلاحات اللازمة وترقية هياكل

السوق. وتم فتحه تدريجيا أمام المستثمرين المؤسسين والأفراد من دول الملتقى ومن دول أجنبية. وباعتباره أداة استثمارية فلقد حقق الصندوق الآسيوي للسندات 2 أداء جيدا خلال السنوات القليلة الماضية، فمند إنشاءه و إلى غاية 2010، حقق أرباحا مجمعة بالعملة المحلية قدرت ب 40%²⁸.

الجدول (07): التسلسل الزمني المختصر لمبادرة السوق الآسيوية للسندات.

نوفمبر	مجموعة الآسيان +3 تطلق مبادرة السوق الآسيوية للسندات.
ماي 2004.	إطلاق موقع السوق الآسيوية للسندات على موقع الانترنت.
جوان 2004.	تقديم ضمانات قروض من طرف البنك الياباني للتعاون الدولي لإصدار سندات من قبل شركة آسيوية متعددة الجنسيات في تايلاند.
ديسمبر 2004.	❖ إصدار سندات مشتركة الأول من نوعه بين دولتي كوريا و اليابان؛ ❖ إصدار سندات بالرنجيت في ماليزيا من قبل البنك الآسيوي للتنمية والمؤسسة المالية الدولية.
ماي 2005.	ملتقى وزراء مالية الآسيان+3 نتج عنه: ❖ صياغة خارطة طريق لتطوير السوق الآسيوية للسندات؛ ❖ دراسة إمكانية تنمية أسواق سندات دولية في آسيا؛ ❖ اعتماد إجراءات لتخفيف الضرائب على حيازة السندات.
ماي 2007.	ملتقى وزراء مالية الآسيان+3 نتج عنه تنويع إصدارات وأشكال السندات المحررة بالعملة المحلية، بالإضافة إلى المصادقة على مشروع دراسات جديدة شملت: ❖ فحص أدوات دين جديدة خاصة بتمويل الهياكل القاعدية؛ ❖ تمويل و ترقية عمليات توريق القروض والديون؛ ❖ وضع برنامج لترقية الأذون الآسيوية متوسطة الأجل.
ماي 2008.	لتعزيز تنمية أسواق السندات الآسيوية تمت المصادقة على خارطة طريق جديدة تضمنت: ❖ ترقية إصدار السندات بالعملة المحلية؛ ❖ وضع إجراءات لترقية الطلب على السندات بالعملة المحلية؛ ❖ ترقية الإطار التنظيمي؛ ❖ تحسين الهياكل القاعدية لأسواق السندات. وتم تأسيس لجنة لرقابة و تنسيق نشاطات المجموعات الأربعة المكلفة بالمجالات السابقة.

Source : Hyun Suk & Jang Hong Bum, Op. Cit., p. 6.

الخاتمة:

أسواق السندات بالعملة المحلية في آسيا عرفت توسعا سريعا بعد الأزمة المالية لسنة 1997-98، كانت نتيجة لعدة تحولات هيكلية وإصلاحات متتالية شملت جميع دول المنطقة وكان لها تأثير بارز في تفعيل هذه الأسواق، أما على المستوى الإقليمي فلقد تم وضع عدة مبادرات لتدعيم العرض والطلب على السندات، والأهم من ذلك هو تحقيق الاندماج بين أسواق المنطقة للاستفادة من أثر الحجم وتدعيم التعاون على تجاوز الصعوبات التي تعيق تطور أسواق السندات في المنطقة. حاليا أسواق السندات الآسيوية باستطاعتها لعب دور المكمل لمصادر التمويل الأخرى، والتطورات الأخيرة تدل على أن التمويل بسندات قد برز كمصدر تمويل بديل للقروض المصرفية، ما سمح بتخفيض حجم التعرض للمخاطر بالنسبة للقطاع الخاص من خلال توفير مصدر تمويل أكثر استقرارا، بالإضافة إلى تخفيض من حجم تعرض المصارف إلى المخاطر المتعلقة بالائتمان والعملة. ومن الواضح بأن هذه العوامل هامة جدا من حيث تحقيق الاستقرار المالي في المنطقة وتجنب صدمات من النوع الذي سبق وأن حدث. وأهم النتائج التي

يمكن استخلاصها من التجربة الآسيوية مع الأزمة المالية ومع تطوير أسواق السندات تتلخص في النقطتين التاليتين:

- ❖ الأزمة المالية الآسيوية بينت التعارض الموجود بين الانفتاح على التدفقات المالية الدولية والتبعية المفرطة لتمويل المؤسسات عبر النظام المصرفي؛
- ❖ تنمية أسواق السندات له تأثير إيجابي على الاستقرار المالي يتمثل في تحسين نوعية الأصول، تعزيز معدل كفاية رأس المال ورفع مردودية الأصول داخل النظام المصرفي؛

الهوامش والإحالات:

- ¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى 2006، ص. 23.
- ² Erwan Le Saout, Introduction aux marchés financiers, Ed. Economica 2008, 2^{ème} édition, p. 31.
- ³ Bruno Cabrillic et Emmanuel Rocher, les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis, Bulletin de la Banque de France. N° 176. 2^{ème} trimestre 2009, p. 39. Sur le lien : http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_176_etu_4.pdf
- ⁴ Saoussen Ben Gamra, Marchés obligataires et stabilité financière, L'expérience asiatique, Centre d'économie de l'Université Paris Nord – CNRS UMR n° 7115, Document de travail CEPN, N°2009-03, p. p. 15-16. Sur le lien : http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/wp2009_03.pdf
- ⁵ Bruno Cabrillic et Emmanuel Rocher, Op. Cit., p. p. 39-40.
- ⁶ Saoussen Ben Gamra, Op. Cit., p. p. 6-7.
- ⁷ Sopanha Sa et Julia Guérin, Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie, Banque de France – Revue de la stabilité financière – N° 8 – Mai 2006, p. 128. Sur le lien : http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_08_etu_5.pdf
- ⁸ ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد التاسع والعشرين، مايو 2004، ص. 5. على الرابط: http://www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop_bridge29.pdf
- ⁹ المرجع سابق الذكر، ص. 9.
- ¹⁰ - Sandra Palméro & René Teboul, Les causes et les conséquences de la crise financière asiatique sur la croissance, les échanges et l'emploi, p. 5. Sur le lien : <http://www.defi-univ.org/IMG/pdf/9909.pdf>
- ¹¹ Saoussen Ben Gamra, Op. Cit., p. p. 8-9.
- ¹² Hyun Suk & Jang Hong Bum, Bond market development in Asia, 2008, p. 12. Sur le lien: http://www.unescap.org/pdd/projects/bondmkt/1_bond_development.pdf
- ¹³ Saoussen Ben Gamra, Op. Cit., p. 11.
- ¹⁴ الصين، كوريا، هونغ كونغ، اندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة و تايلاند.
- ¹⁵ Shanaka J. Peiris, Foreign participation in emerging markets' local currency Bond markets, IMF Working papers, WP/10/88, April 2010, p. p. 06 – 07. Sur le lien: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1088.pdf>
- ¹⁶ Saoussen Ben Gamra, Op. Cit., p. 13.
- ¹⁷ Ivan Odonnat et al, Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ?, Banque de France – Revue de la stabilité financière – N° 9 – Décembre 2006, p. 42. Sur le lien : http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_09_etu_1.pdf
- ¹⁸ Committee on the Global Financial Stability, Op. Cit., p. p. 7-11.
- ¹⁹ Bank for International Settlements, Quarterly Review. 1999-2001-2003- 2005- 2007- 2010. Sur le lien: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109.htm
- ²⁰ Committee on the Global Financial Stability, Op. Cit., p.38.
- ²¹ Ibid, p. 16.
- ²² Jamel Boukhatem, Essai sur les déterminants empiriques de développement des marchés obligataires, Economix, Université de Paris Ouest Nanterre la Défense, URMOFIB, FSEG Université de Tunis El Manar, Avril 2009, p. 19. Sur le lien : <http://www.univ-orleans.fr/gdre09/articles/BOUKHATEM.pdf>
- ²³ ملتقى بين جمعية دول جنوب شرق آسيا "Asean" (اندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايلاند، بروني، فيتنام، لاوس، ميانمار و كمبوديا) بالإضافة إلى الصين، اليابان و كوريا الجنوبية.
- ²⁴ Sopanha Sa et Julia Guérin, Op. Cit., p. 130.
- ²⁵ Guonan Ma & Eli M. Remolona, Le Fonds obligataire Asie ABF2 : enseignements pour l'ouverture des marchés, Rapport trimestriel BRI, Juin 2005, p. 85. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0506fre_g.pdf

²⁶ Committee on the Global Financial Stability, Op. Cit., p. 14.

²⁷ ويرق كذلك بصندوق تعقب المؤشر، و هو نظام استثمار جماعي عادة ما يكون على شكل صندوق استثمار مشترك يهدف إلى الاستثمار في مكونات مؤشر معين و مطابقة التحركات التي تحدث بداخله و بالتالي تحقيق نفس الأداء الذي يحققه المؤشر.

²⁸ Eric Chan, Michael Chui, Frank Packer and Eli Remolona, Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative, Bank for International Settlements, 14 July 2011, p. 4. Sur le lien: <http://www.bis.org/publ/othp15.pdf>