

مركز البحوث الدراسات الاقتصادية والمالية

دراسة تحليلية لسوق السندات

في

جمهورية مصر العربية

ا.د هالة حلمي السعيد

ا.د نجوي عبد الله سمك

مقدمة:

إن الحاجة إلى تعبئة رؤوس الأموال لسد حاجة التنمية الاقتصادية، أصبحت أولوية أساسية من أولويات الاقتصاديات الناشئة، و يتطلب توفير التمويل اللازم لعملية التنمية، تضافر ودعم من جميع المؤسسات والأسواق، ولذلك أصبح يتعين على كل من القطاع الحكومي والقطاع الخاص محاولة البحث عن المصادر التي يستطيعوا من خلالها الحصول على تمويل عملية التنمية سواء من السوق المحلي أو من السوق الخارجي. والتجارب العملية للأسواق المالية الناشئة، توضح أن أشكال التمويل المتاحة لهذه الدول تم الحصول عليها، من خلال السوق المحلي؛ بطرح أسهم في السوق المحلي، أو قروض من البنوك المحلية، أو خصخصة شركات القطاع الحكومي، أو إصدارات ذات دخل ثابت في السوق المحلي، أو من خلال السوق الخارجي و تتمثل هذه المصادر في الإصدارات العالمية للأسهم، إصدارات السندات الدولية، أو قروض خارجية من القطاع الخاص، و المؤسسات الدولية .

ولكل شكل من أشكال التمويل السابق مزايا وعيوب تختلف باختلاف الظروف الخاصة بكل دولة. ولذلك فإن الحصول على أحد مصادر التمويل السابق ذكرها أو مزيج مختلف من مجموعة من المصادر يتوقف على عدة عوامل من أهمها مدى توافر هذا النوع من التمويل، تكلفة الحصول عليه، مدى توافر المستثمرين، القضايا والأمر الإجرائية القانونية والضريبية، ظروف السوق، و رقابة او دور الدولة .

و تعتبر السندات نوع من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وتمثل إحدى وسائل التمويل الهامة للحكومة و الهيئات الحكومية و شركات القطاع الخاص . وذلك نظراً لأن التمويل من خلال السندات يزيد من درجة مرونة إدارة الدين، وذا تكلفة منخفضة مقارنة بالاقتراض المصرفي . و لقد تطورت أسواق السندات و اتسع نطاقها و نشاطها في الدول الصناعية الكبرى أبان انهيار أسواق المال في ١٩٢٩، لما للسندات من طبيعة مستمرة نسبياً عن الأسهم . كما تزايدت الأهمية النسبية للتمويل بالسندات في الأسواق الناشئة منذ بداية التسعينيات كبديل للاقتراض المصرفي المحلي والخارجي. و لقد تعاظمت أهمية الاستثمار في السندات، كذلك تطور نظام الرهونات و التوريق . و يعتبر الاستثمار في السندات أكثر أماناً من الاستثمار في الأسهم نظراً لقلة تقلبات أسعارها و كذلك تطور و زيادة خبرة مؤسسات التقييم و التصنيف الائتماني في العالم.

لذلك تهدف هذه الورقة الى تحليل ودراسة سوق السندات في مصر بشقيه الحكومي والشركات لتحديد الدور الذي تلعبه ادوات الدخل الثابت في سوق الاوراق المالية كمصدر من مصادر التمويل وتحديد العقبات والمشاكل التي تواجه هذا السوق كسوق ناشئ للوصول إلى أهم السبل التي تعمل على تنشيطه .

وبناء على ذلك قد تم تقسيم الورقة إلى ثلاثة أجزاء رئيسية : نعرض في الجزء الأول للمزايا التي تعود على الاقتصاد من وجود سوق نشط للسندات على المستويين المحلي والخارجي، و على كافة المتعاملين في السوق سواء المستفيدين من التمويل (الحكومة والشركات العامة والخاصة) أو المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة عامة . ثم نتناول بالتحليل في الجزء الثاني استعراض تطور سوق السندات في مصر بشقيه الحكومي و الشركات من حيث، حجمه، ودرجة سيولته، ومخاطر الاستثمار فيه، وطرق تخفيض درجة هذه المخاطر حتى يصبح مصدر جذب للمستثمرين، وبالتالي زيادة فرص التمويل للحكومة والشركات . وأخيراً نعرض في الجزء الثالث لسبل تنشيط هذا السوق بما يمكنه من القيام بدوره في تمويل الاستثمارات المختلفة وبالتالي دفع عجلة التنمية

و بذلك تنقسم الدراسة الى :

أولاً : المزايا التي تعود على الاقتصاد من تنمية سوق السندات.

ثانياً : الخصائص الأساسية لسوق السندات في مصر.

ثالثاً : سبل تنشيط سوق السندات .

أولاً : المزايا التي تعود على الاقتصاد من تنمية سوق السندات :

تتعدد المزايا التي تعود على الاقتصاد من تنمية سوق السندات، حيث يعمل هذا السوق على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الحيوية لعملية التنمية الاقتصادية سواء للحكومة او للشركات . بالإضافة الى أن وجود سوق نشط للسندات ييسر على البنك المركزي إدارة السياسة النقدية للاقتصاد من خلال إتاحة أدوات أكثر مرونة و فاعلية مثل عمليات السوق المفتوحة ، إلى جانب توفير فرص جاذبة للربح للمستثمرين والوسطاء، وهو ما ينعكس في النهاية على سوق الأوراق المالية بصفة عامة و درجة نشاطه . و نتناول فيما يلي هذه المزايا بشيء من التفصيل .

ان وجود سوق نشط للسندات ييسر على الحكومة إصدار أوراق مالية ذات دخل ثابت تستطيع من خلالها الحصول على موارد إضافية تمكنها من تغطية العجز في موازنتها أو القيام بتمويل المشاريع القومية مثل البنية الأساسية وأهم ما يميز هذا الأسلوب انه يوسع من قاعدة الاختيارات التمويلية المتاحة للحكومة حيث تصدر هذه السندات بمعدلات عائد ذات أجال مختلفة، بما يمكنها من الحصول على اقل تكلفة من بين البدائل المتاحة. وعادة ما يكون هذا النوع من الإصدارات طويل الأجل ليتناسب مع طبيعة مشاريع البنية الأساسية وقد اعتمدت كثير من حكومات الأسواق الناشئة على السندات في التمويل مثل سندات الحكومة المركزية في تاوان و الاوراق المالية الماليزية وسندات الاستثمار الصينية (Erick Banks,1994)

كما يمكن ان يتمثل الهدف من إصدار الأوراق المالية الحكومية فى إدارة السيولة والسياسة النقدية حيث أن وجود سوق نشط، وعلى درجة عالية من السيولة يبسر على البنك المركزى التحكم فى المعروض النقدى بسهولة وفاعلية من خلال عمليات السوق المفتوحة .

بالإضافة الى تقديم مجموعة من الأدوات التى يمكن استخدامها لمقابلة متطلبات احتياطي البنوك .بالإضافة إلى أن وجود سوق نشط للسندات يؤدي إلى وجود ما يعرف بمنحنى العائد للسندات و هو معدل الخصم الذى يتحقق عنده التساوى بين القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية للسند (معدل الكوبون و قيمة الاسترداد و بين سعر السند) (Smith, 1990 & Michigan, 1997) و هو منحنى يتم رسمه بمراعاة أسعار التداول و آجال الاستحقاق + معدلات العائد، مع الأخذ فى الاعتبار إجمالي قيمة السندات . و يساعد شكل منحنى العائد فى توقع معدلات الفائدة قصيرة الأجل فى المستقبل بمجرد النظر لميل منحنى الحصيلة . و يعد هذا المفهوم هو الأكثر دقة فى قياس سعر الفائدة على السندات و أدوات الدين فإذا كان منحنى الحصيلة ذو ميل موجب و شديد الانحدار فيمكن توقع ارتفاع كبير فى معدلات الفائدة قصيرة الأجل فى المستقبل، و بالتالى ارتفاع معدل الفائدة طويلة الأجل على السند .

• و اذا اتخذ منحنى الحصيلة الميل الموجب و كان شديد التفرطح فيشير الى توقع ارتفاع متوسط فى معدلات الفائدة قصيرة الأجل فى المستقبل، و بالتالى تكون معدلات الفائدة على السند فى الأجل الطويل اكبر من المعدلات قصيرة الأجل لكن ليس بفارق كبير كما فى الحالة الأولى . .

• و إذا اتخذ منحنى الحصيلة الشكل الأفقي، فيعنى توقع انخفاض بسيط او متوسط فى معدلات الفائدة قصيرة الأجل فى المستقبل .

أما إذا كان منحنى الحصيلة ذو ميل سالب (منحنى الحصيلة المعكوس) فيشير الى توقع انخفاض حاد فى أسعار الفائدة قصيرة الأجل فى المستقبل ، مما ينعكس على انخفاض معدل العائد على السند فى الأجل الطويل مقارنة بسعر الفائدة الجارى فى الأجل القصير .

تمثل الإصدارات الحكومية القاعدة الأساسية لباقي الإصدارات فى الدولة، حيث أن سعر الفائدة و العائد على الأوراق المالية الحكومية يمثل مؤشر Benchmark تستند إليه شركات القطاع الخاص التى ترغب فى إصدار السندات، و ذلك بالإضافة الى إن برامج إصدار السندات الحكومية تقوم بتقديم الخبرة و المعرفة من خلال التجربة العملية بحيث يتم تقديم اصدار سندات القطاع الخاص فى السوق بصورة أكثر كفاءة . (Mai Kohn ,1994) كما تؤدي الى رفع درجة التقييم و الجدارة الائتمانية للحكومة فى السوق . و بالتالى زيادة مستوى الثقة فيها كمقترض أساسى مضمون و ملتزم .

و تعد السندات أحد مصادر التمويل الخارجية متوسطة وطويلة الأجل التى يمكن أن تلجأ لها الشركات ، سواء فى السوق المحلى او من خلال الإصدارات العالمية . فلا تستطيع أي شركة أن تحقق النمو فى عملياتها الجارية والاستثمارية، ولا الاستمرار فى مجال الأعمال بدون الاعتماد على التمويل الخارجى، و الذى يجب استخدامه بحكمه وبشكل اقتصادى فى ضوء مبدأ التكلفة والعائد حتى لا يكون سبب لاختلال هيكل التمويل.

إن الهيكل الأمثل لتمويل الشركات يرتبط بنسب التمويل المختلفة ما بين الأسهم والسندات والقروض المصرفية، بل أكثر من ذلك يرتبط بأجال وشروط الاستحقاق وكيفية الاستخدام لهذه الأموال لنمو وإعادة هيكلة رأس المال.

و لقد مثلت القروض المصرفية مصدر رئيسى للشركات للاقتراض الخارجى فى كثير من الدول النامية، حتى فى شكل تسهيلات للسحب على المكشوف (Erik Bank .1994)، وذلك لعدم وجود أسواق نشيطة للسندات كمصدر مكمل للاقتراض المصرفى بالرغم من تميزه عن القروض المصرفية بعدة خصائص تتمثل فى :-

أ- إصدار سندات لها أجل أطول من القروض البنكية . وبالتالى فهو يلائم طبيعة الشركات الكبرى ذات الكثافة الرأسمالية، و يتم استهلاك القرض على دفعة واحدة أو دفعات بالإضافة إلى ذلك، فإن النسبة الكبرى من السندات ذات دخل

ثابت وهو ما تفضله كثير من الشركات لتسهيل عملية التخطيط والتمويل طويل الأجل، ويجنبهم تغيرات سعر الفائدة غير المتوقعة (Henry,Azzam,1998) .

ب-تجنب تعرض الشركات لمخاطر عدم تجديد القرض من قبل البنك وبالتالي عدم القدرة علي تدبير الأموال وتحقيق الخطط المستقبلية.

ج-بعد إجراءات الإصلاح المالي في القطاع المصرفي في كثير من الدول النامية، والزام البنوك بتطبيق معايير كفاية رأس المال الجديدة، وهو ما تم فيها مراعاة الحذر الشديد في القروض المقدمة، ووضع حدود ائتمانية علي القروض الممنوحة، وهو ما دفع المقترض الي اللجوء الي السوق المحلي والعالمي.

د- هناك بعض الشركات تعتمد علي التمويل الداخلي بالرغم من احتياجها لتمويل طويل الأجل لتوسيع وزيادة تعاملها، ولكن في الغالب يرفض المساهمين الأصليين الحصول علي التمويل من خلال الطرح العام للأسهم، لان ذلك سوف يضعف من ملكيتهم للشركة، ولكن في حالة وجود شفافية في الأحوال المالية للشركة وقواعد محاسبه صحيحة، ووجود نظام رقابي جيد للشركات وقوانين لحماية حقوق الدائنين والمدنيين، فان سوق السندات يمثل لها بديل عن الأسهم للحصول علي التمويل متوسط وطويل الأجل مع الاحتفاظ بحقهم في الملكية (Ander Shleifer and Robert,1997) و إعطاءهم المزيد من الاستقلالية في اتخاذ القرارات .

هـ- يُعد سوق السندات مصدراً للبنوك لتدبير الأموال طويلة الأجل بسعر فائدة ثابت بما يمكنها من إدارة أصولها بطريقة أكثر أماناً.

ومن هنا نجد أن تنشيط سوق السندات يُعد مصدراً خصباً للتمويل طويل الأجل، وبصفة خاصة المشروعات

الكبرى .

كما أن هناك العديد من المزايا التي تعود علي المستثمرين سواء كانوا أفراد أم مؤسسات الذين يرغبون في تكوين محافظ للأوراق المالية تحقق لهم أعلى عائد بأقل درجة مخاطر، من خلال تكوين محفظة مالية متوازنة تضم توليفة من الأوراق المالية المتاحة (الأسهم- السندات) لكن هناك مجموعة من القيود علي نسب تكوين محافظ الأوراق المالية، وتوزيعها بين الاسهم والسندات، بالإضافة الي وجود خطوات عديدة تؤخذ في الاعتبار عند الانتقال من الاسهم الي السندات او العكس؛ فالحكم على القرار الاستثماري يكون أكثر دقة وفاعلية اذا نتج عن مقارنة للعائد في النوعيين من الاوراق المالية. تظهر من هنا أهمية وجود سوق نشط وكفاء للسندات حيث يتيح للمستثمر والمؤسست المالية أخذ قرار الاستثمار الصحيح، كما أن العائد المتوقع من السندات والمتمثل في سعر الفائدة يعتبر عامل هام يؤخذ في الاعتبار عند تحديد العائد الذي يرغب الحصول عليه من الأسهم. وهكذا فإن هناك علاقة بين سوق الأسهم والسندات تساعد المستثمر وبصفة خاصة المستثمرين المؤسسين في التقييم الصحيح لقرار الاستثمار وتحقيق أقصى عائد ممكن من الاستثمار في الأوراق المالية.(Graham & Dood,1988) كما أن هذه العلاقة المتداخلة بين النوعيين من الأوراق يؤدي الي تنشيط ما يعرف بالمشتقات مثل سوق العقود المستقبلية والاختيارية والتي تعتبر خليط من الأسهم والسندات وتعد أدوات أساسية لإدارة المخاطر وتجنبها Hedging (IOSCO,1997)

وحتى تتحقق الفوائد السابقة ذكرها من تنشيط أسواق السندات يجب مراعاة بعض الأمور وتفادي بعض

المخاطر.

1- تمتع السوق بدرجة سيولة مرتفعة، نظراً لان انخفاض السيولة يعكس عدم نشاط السوق الثانوي، مما يؤدي إلى عدم قدرة المستثمرين على تسهيل استثماراتهم ذات الدخل الثابت، بدون تكبد خسائر أو انخفاض اسعار الأوراق المالية، وبالتالي عدم وجود الحافز للاستثمار .

- و تنخفض السيولة في السوق الثانوى سواء لسندات الحكومية أو الشركات نتيجة مجموعة من العوامل .
- تدخل الحكومة في تحديد الأسعار يضعف من الاستثمار في السوق الثانوى والأولى.
- تقاعس صناع السوق عن المساهمة في تحمل المخاطر.
- ظهور مجموعة كبيرة من المستثمرين الذين يحتفظون بالسندات حتى تاريخ الاستحقاق (عدم وجود سوق ثانوى).

- قوانين الضرائب غير العادلة مما يؤثر على المصدرين، والمستثمرين والوسطاء.
 - نقص أدوات المشتقات والتي تقوم بتقديم فرص تجنب المخاطر والحماية من مخاطر السوق.
 - ضعف نظم التسوية والمقاصة يؤدي الى إبطاء نشاط السوق الثانوى.
- ٢- وجود نظام رقابي غير كفاء من الممكن ان يعرقل نمو السوق، فالدول النامية لديها حالات كثيرة ومتكررة من اخفاق العمليات و بالتالى فان وجود نظام رقابي سريع و فعال، يسهل عملية تداول الأوراق المالية بصورة سلسلة وبدون أى معوقات .

- ٣- توافر مجموعة من المحددات والخصائص فى الأدوات المصدرة.
- ارتفاع درجة الجدارة الائتمانية للجهات التي تصدر السندات وتوافر المؤسسات التي تقوم

بهذا التقييم.

فإذا كانت السندات بديل جيد للإفراض المصرفي وبصفة خاصة في حالة الاحتياج إلى أموال طويلة الأجل فهل لدي هذه الشركات الجدارة الائتمانية التي تؤهلها لإصدار سندات. لذلك فتوافر تصنيفات للجدارة الائتمانية للسندات المصدرة يمثل عاملاً هاماً جداً نظراً لأن مؤسسات التقييم الائتماني تعمل على الحد من عدم توافق المعلومات في السوق .

تزداد أهمية توافر مؤسسات التقييم في الأسواق الناشئة، نظراً لأن مهارات الأفراد و المصدرين في تقييم المخاطر مازالت منخفضة عن مستوى الأفراد في الدول المتقدمة . و قد أدركت بعض الأسواق الصاعدة أهمية هذا فأصبحت لديهم الآن وكالات للتقييم معظمها حديثة النشأة . منها على سبيل المثال (شيلي و الهند و إندونيسيا و كوريا و ماليزيا و المكسيك و باكستان و سريلانكا و الفلبين) .

- تعدد آجال الاستحقاق .

فأجال الاستحقاق لتتراوح ما بين قصيرة الأجل (لمدة سنة) و متوسطة الأجل (٢ - ٥ سنوات) و طويلة الأجل (أكثر من خمس سنوات) . و تتطلب استراتيجية إدارة محافظ السندات تعدد الآجال لاستحقاقات السندات المتاحة و المتداولة بحيث يتوافر للمستثمر الآجال المختلفة التي يستطيع إن يبني عليها استراتيجية الاستثمار، و هذا يعنى اتساع و تنوع آجال السندات.

بالنسبة لسندات الشركات فيختلف نوع السند وفقاً لتاريخ الاستحقاق فهناك السندات محدودة المدة، في ظل هذا النوع يتم سداد القيمة الاسمية لكافة سندات الإصدار الواحد في تاريخ واحد . و هناك سندات تسدد علي أقساط : Serial Bond يتم إصدار تلك السندات في إصدار واحد ويستحق في تواريخ مختلفة ويسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تسدد التزاماتها قبل حاملي السندات علي دفعات وتسمى أيضاً سندات قابلة للاستدعاء (أحمد سعد ، ١٩٩٩)

- العائد على السندات

يتمثل العائد على السند في سعر الفائدة، و قد تكون تعاقدية (ثابتة او متغيرة) أو بخصم .يُعد كوبون السند والمتمثل في سعر الفائدة علي قيمة السند هو مصدر جذب أساسي للاستثمار في السندات، ومن ناحية أخرى يمثل مصدر رئيسي لمخاطر السندات وتنشأ هذه المخاطر نتيجة العلاقة العكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق يؤدي ذلك إلي انخفاض سعر السند، وبالتالي يحقق المستثمر خسائر رأسمالية .

كما أن تحركات سعر الفائدة في السوق تعرض المصدر نفسه لمخاطر ارتفاع تكلفة رأس المال (Smith, 1990) ولذلك فيجب علي مصدر الورقة المالية (السند) أن يراعي أن تتناسب العوائد علي السندات مع درجة المخاطرة .

أما بالنسبة للإصدارات الدولية .

قامت العديد من الأسواق الناشئة بالاستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال الإصدارات الدولية للأسهم والسندات . وذلك من خلال إصدارات تسجل في البورصات العالمية حيث تتصف هذه الأسواق بالعمق وهو ما يتيح للشركات توظيفاً سريعاً لحجم من الأوراق المالية التي يصعب توظيفها في السوق المحلي، وتوسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الوطنية وبالتالي خفض تكلفة رأس المال. وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توافر شروط معينة للحكومة والشركات، وقد زاد من أهمية الاتجاه الى هذا النمط من التمويل الحاجة الى استثمارات أساسية في البنية الأساسية و في المشروعات كثيفة رأس المال و التي تحتاج الى رؤوس أموال طويلة الأجل و إصدار سندات دولية يتوقف بشكل أساسي على الجدارة الائتمانية للدولة، و في دراسة قام بها Hage Et Al (١٩٩٦) و التي قام فيها ببحث مجموعة المحددات الأساسية للجدارة الائتمانية لستين دولة نامية، يؤكد على ان الأساسيات الماكرو اقتصادية مثل نسبة الاحتياطي (من غير الذهب) من العملات الأجنبية ، و معدل الحساب الجاري الى الناتج، و معدل النمو، و معدل التضخم، تفسر إلى حد كبير التقييم الائتماني للدول حيث اتضح أن جميعها لها تأثير معنوي على معدل العائد .

بالإضافة الى أن جميع المتغيرات الخاصة بالسيولة لها تأثير معنوي . فانخفاض نسبة الاحتياطي، وارتفاع نسبة خدمة الدين الخارجي، و انخفاض عائد الصادرات، و ارتفاع نفقات الاستيراد، جميعها تؤدي الى انخفاض الجدارة الائتمانية للدولة . (Hong g. Min , 1997) اما بالنسبة للمعايير الأساسية في الشركات المصدرة لإصدارات دولية تتمثل في؛ أن تكون الشركات متميزة الاداء في السوق المحلي في مجال تخصصها الإنتاجي، و تتطوي على احتمالات نمو مرتفعة، و أن تتمتع بأداء مالي و اداري جيد و يكون لها بيانات و تقارير دورية معدة وفقاً للمعايير المحاسبية المقبولة دولياً. و تشترط بعض الأسواق العالمية اتباعها لنظم المحاسبة الدولية.

بالرغم من النشاط الملحوظ من إصدارات السندات للأسواق الناشئة للاقتراض من السوق الخارجي في السنوات الأخيرة، فان العالم النامي قد مثل فقط حوالي ٥% من قيمة السندات المصدرة . و وفقاً لبيانات بنك إنجلترا فان اجمالي قيمة السندات المصدرة في ١٩٩٦ كان حوالي ٣٠٠٠ بليون دولار، و كان اكثر من 3/4 هذه الإصدارات من الدول المتقدمة و حوالي ١١% من مؤسسات دولية و حوالي ٥,٦% من مراكز دولية لنشاط off shore و حوالي ٥,٤% فقط من الدول النامية .

ثانياً : الخصائص الأساسية لسوق السندات في مصر .

يعكس لنا العرض السابق المزايا المتعددة التي تعود على الاقتصاد وكافة المتعاملين في السوق من وجود سوق نشط للسندات، وتعد جمهورية مصر العربية، إحدى الأسواق المالية الناشئة، التي حرصت على توافر سوق نشط للأوراق المالية بها، حتى تستطيع الاستفادة منه كمصدر أساسي لتوفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية العامة والخاصة في ظل هيكل تمويلي متوازن. ولذلك حرصت مصر منذ تبنيتها لبرامج الإصلاح الاقتصادي منذ بداية التسعينيات، على تطوير سوق الأوراق المالية بها وقامت بإصدار القانون رقم ٥٩ لسنة ١٩٩٢. لسوق المال بهدف تطويره وتنشيطه بشقيه سوق الأسهم والسندات.

وسوف نعرض من خلال هذا الجزء للتطور الذى شهده سوق السندات فى إطار البرنامج الشامل لتطوير سوق المال، من حيث معدل نمو الإصدارات المختلفة ودرجة سيولته بصفة عامة ثم نتناول بالتفصيل طبيعة وخصائص الأدوات المصدرة من قبل الحكومة (سندات الحكومة) أو من قبل الشركات (سندات الشركات) على المستوى المحلى والعالمى.

١- تطور سوق السندات .

شهد سوق السندات تطور ملحوظ سواء فى سوق الاصدار أو فى سوق التداول نوضحه فيما

يلى:

١- سوق الإصدار .

حتى بداية التسعينات كانت السندات الحكومية هى فقط المتداولة بالسوق المصرى، ولم يشهد السوق حتى ذلك الحين إصدار أية سندات للشركات باستثناء سندات البنك العقارى المصرى، وقد عطل إصدار السندات فى ذلك الوقت القيد الوارد بالقانون المدنى على أسعار الفائدة حيث لم يجز القانون إصدارها بسعر فائدة يزيد عن ٧%^١. ونظرا لارتفاع معدلات التضخم خلال عقد الثمانينات وحتى التسعينات من القرن الماضى الأمر الذى دفع أسعار الفوائد المصرفية سواء الدائنة أو المدينة إلى مستويات عالية وصلت إلى ١٨% على بعض الأوعية الادخارية فقد كان من غير العملى إصدار سندات تعطى لمشتريها ذلك العائد المتدنى.

ثم شهد سوق الإصدارات انتعاش كبير منذ بداية الاهتمام بتطور سوق الأوراق المالية، وجهود الدولة فى تشجيع القطاع الخاص، وانعكس ذلك فى زيادة حجم رأس المال وقيمة الإصدارات زيادة ملحوظة خلال الفترة من ١٩٩٤-١٩٩٩ يبلغ عدد اصدارات السندات الحكومية المقيدة فى البورصة حتى نهاية مايو ٢٠٠٠ حوالى ١٢١ بينما بلغ عدد إصدارات سندات الشركات ٢٩ اى حوالى ١٩,٣% من الاجمالى . اما سندات الشركات فتتكون من ١٥ سند ذات عائد ثابت، و ١٤ سند ذات عائد متغير . و يبلغ قيمة رأس المال السوقى للسندات حوالى ١٤,٢ مليار جنيه فى نهاية مايو ٢٠٠٠ منها

جدول رقم (١)

تطور الاصدارات من السندات فى بورصة الاوراق المالية المصرية.

تمثل ٠,٧% من الإجمالى	١٤,٩ مليون جنيه سندات إسكان
تمثل ٦٩% من الإجمالى	٩,٨ مليار جنيه سندات خزانة
تمثل ٣٠,٣% من الإجمالى	٤,٣ مليار جنيه سندات الشركات.

المصدر : بورصة القاهرة ، النشرة الشهرية عدد يناير ٢٠٠٠

□ المادة ٢٢٧ من القانون المدنى .

و تجدر الإشارة الى أن سندات التنمية تصدر بالدولار الأمريكي و تبلغ قيمتها في نهاية مايو ٢٠٠٠ حوالي ٢٧١ مليون دولار، و تتراوح تواريخ استحقاقها بين يوليو ٢٠٠١ و يونيو ٢٠٠٩، و قد بلغت القيمة السوقية لسعر السند ٩٩ دولار بانخفاض قدره ١% عن القيمة الاسمية .

تتمثل السندات الحكومية المتداولة بالسوق في سندات الخزانة و سندات التنمية بالدولار الأمريكي بالإضافة إلى سندات الإسكان التي يصدرها البنك المركزي نيابة عن وزارة المالية . وقد بلغت قيمة المصدر من هذه السندات حتى ٢٠٠٠/١/٣١ ما قيمته ٦، ١٤١ مليون جنيه لسندات الإسكان، ١٣ مليار جنيه لسندات الخزانة بالإضافة إلى نحو ٩، ١٩٤ مليون دولار لسندات التنمية، ويوضح الجدول التالي تطور إصدارات السندات الحكومية حتى ٢٠٠٠/١/٣١. (البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة) . هذا بالإضافة إلى ما قيمته ٣ مليار جنيه تم إصدارها في مايو ٢٠٠٠ وتم تغطيتها بنسبة ٣، ١٥٣% (البنك المركزي المصري – بيانات غير منشورة، ٢٠٠٠).

جدول رقم (٢)

تطور إصدارات السندات الحكومية

السنة	سندات الإسكان "بالمليون جنيه"	سندات الخزانة "بالمليون جنيه"	سندات التنمية "بالمليون دولار أمريكي"
حتى ١٩٩٤/١٢/٣١	٨٧,١٦٠١٦٠	-----	٢٤,٦٧٠٥٥٠
خلال عام ١٩٩٥	٣٣,١٥٣٧٣٠	٣٠٠٠,٠٠٠٠٠٠	٩٠,٤٤٦٦٧٥
خلال عام ١٩٩٦	١٩,٧٤١٣٠٠	٤٠٠٠,٠٠٠٠٠٠	٩٥,١٣٠١٥٠
خلال عام ١٩٩٧	٠,٧٨٨٩٨٠	-----	٥٧,٨٣٠٦٠٠
خلال عام ١٩٩٨	٠,٧٩٢٣٨٠	١٥٠٠,٠٠٠٠٠٠	٢٦,٤٠٦٢٢٥
خلال عام ١٩٩٩	-----	٤٥٠٠,٠٠٠٠٠٠	٠,٣٨٦٠٢٥
الإجمالي	١٤١,٦٣٦٥٥٠	١٣٠٠٠,٠٠٠٠٠٠	٢٩٤,٨٧٠٢٢٥
النسبة	٢ %	٩٧ %	١ %

المصدر : بورصة القاهرة ، النشرة الشهرية عدد يناير ٢٠٠٠

ومن الجدير بالذكر أنه بالرغم من تزايد إصدارات السندات الحكومية بإصدار سندات الخزانة، حيث بلغ قيمة المصدر منها حتى نهاية يناير ٢٠٠٠ نحو ٦، ١٣١٤١ مليون جنيه بالإضافة إلى المصدر من سندات التنمية الدولار والبالغ قيمتها نحو ٩، ٢٩٤ مليون دولار إلا أنها مازالت تمثل نسبة ضئيلة من رأس المال السوقي (حوالي ١,٧ %) كما أنها لا تؤثر كثيرا على السوق خاصة سوق التداول، حيث جرت العادة أن يقوم بشرائها نوعيات خاصة من المؤسسات والشركات تنفيذاً لنصوص القانون والأنظمة الداخلية للشركات التي تقضى باستثمار نسبة معينة من احتياطات الشركة في السندات الحكومية، وبالتالي فهي عملياً محجوبة عن سوق التداول . و لذلك اتسم سوق تداول السندات بالضعف الشديد وبتزايد هذا الضعف باستمرار حيث لم يتجاوز عدد السندات التي تم تداولها ٥، ٣% من إجمالي الأوراق المالية التي تم تداولها خلال عام ١٩٩٧ مقابل ٥، ٩٦% للأسهم ، وقد انخفضت هذه النسبة خلال عامي ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ إلى ٣% .

اما بالنسبة لسندات الشركات فقد اتاح القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تحرير إصدار السندات من القيد على سعر الفائدة الوارد بالقانون المدنى، إذ نص فى مادته الثانية عشر على أنه يمكن إصدار السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى بموافقة الجمعية العامة للشركة، وتتضمن هذه الموافقة تحديد العائد الذى يغله السند أو الصك أو الورقة وأساس حسابه دون التقيد بالحدود المنصوص عليها فى أى قانون آخر . وبالرغم من ذلك فقد ظلت الشركات على ترددتها فى إصدار السندات منذ صدور القانون وحتى نهاية عام ١٩٩٥، حيث لم تصدر سندات خلال تلك الفترة سوى لثلاث شركات (الهيئة العامة لسوق المال) هى : شركة هوكست الشرقية، و شركة فيكتوريا المتحدة للفنادق، و البنك العقارى المصرى .

واعتباراً من عام ١٩٩٦ توالى إصدار سندات الشركات حيث شهدت إصدارات السندات الخاصة بالشركات طفرة فى عام ١٩٩٩، فارتفعت بنسبة ١٨٠% عن إجمالى الإصدارات فى الفترة ١٩٩٢ - ١٩٩٨، فبلغت ٣٠١٢,٦ مليون جنيه . و ذلك نظراً للتطور العام الذى شهده سوق الأوراق المالية بصفة عامة ولبدء الحكومة فى طرح إصدارات متتالية من سندات الخزانة و التى تعد مؤشراً استرشادياً للشركات للقيام بطرح سنداتها . إن هذه الزيادة المطردة فى إصدارات السندات، إنما تعكس توافر الإمكانيات بالسوق المصرى التى تمكن من تفعيل دور سوق المال فى دفع التنمية . إلا ان حجمه مازال ضعيف مقارنة بسوق الاسهم حيث يمثل ٧% فقط من رأس المال السوقي .

ب- سوق التداول:

أتم سوق تداول السندات بالضعف الشديد وبتزايد هذا الضعف باستمرار حيث لم يتجاوز عدد السندات التى تم تداولها ٥, ٣% من إجمالى الأوراق المالية التى تم تداولها خلال عام ١٩٩٧ مقابل ٩٦,٥% للأسهم، وقد انخفضت هذه النسبة خلال عامى ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ إلى ٣, ٠% وقد انعكس ارتفاع القيمة الاسمية للسند، مقارنة بقيمة الأسهم فى زيادة نسبية طفيفة فى قيمة التداول من السندات حيث ارتفعت قيمة السندات المتداولة من ٣, ٣١٨ مليون جنيه عام ١٩٩٧ تمثل ٦, ١% من إجمالى قيمة التداول إلى ١, ١٠٥٩ مليون جنيه عام ١٩٩٨

اتسمت حركة التداول على سندات الشركات بالضعف الشديد بينما مثلت السندات الحكومية ما نسبته ٥, ٩٨% من إجمالى عدد السندات المتداولة عام ١٩٩٧، ونحو ٤, ٣% من إجمالى الأسهم والسندات، وقد تمت ٢٠٧٠ عملية تداول على السندات الحكومية فى هذا العام، وهو رقم ضعيف جداً بالمقارنة بإجمالى عمليات التداول حيث لم يجاوز ٢, ٠ منها، وقد ازداد سوق تداول هذه السندات ضعفاً خلال عامى ١٩٩٨، ١٩٩٩م. حيث لم يجاوز عدد عمليات التداول عليها ١٨٠٢ عملية ، ١٦١٤ عملية فى العامين ١٩٩٨ و ١٩٩٩ على الترتيب بمعدل خفض ٠, ١٩% فى المتوسط سنوياً خلال الفترة ١٩٩٧-١٩٩٩ وانخفض عدد السندات المتداولة من ٥, ٩٤٤٨ ألف سند إلى ٧, ٧٢١ ألف سند عام ١٩٩٨ بنسبة خفض قدرها ٤, ٩٢%، ثم عاود الارتفاع إلى ٨, ٢٠٧٨ ألف سند وهو مازال دون المستوى المحقق عام ١٩٩٧ رغم ضعفه ومن حيث القيمة فقد ارتفعت قيمة السندات الحكومية المتداولة من ٩, ١٨٧ مليون جنيه عام ١٩٩٧ إلى ٦, ٧٠٩ مليون جنيه عام ١٩٩٨ بزيادة نسبتها ٦, ٢٧٧% ثم إلى ٢, ٢٠٨٢ مليون جنيه عام ١٩٩٩ بنسبة ٤, ٩٣% وهو ما يمكن تفسيره بارتفاع القيمة السوقية للسندات المتداولة وزيادة نصيب سندات الخزانة مرتفعة القيمة من إجمالى حركة التداول على السندات الحكومية .

يعكس لنا الوضع السابق انه بالرغم من نمو التداول على السندات إلا أن تداول سوق السندات يتسم بالضعف الشديد بالنسبة لسوق الأسهم، وهو ما يعنى ضعف سيولة السوق بصفة عامة، و يعد ذلك عاملاً أساسياً لعدم قدرة سوق السندات القيام بدوره كمصدر تمويل هام بكفاءة

حيث لا يمثل مصدر جذب للمستثمرين لعدم سيولته كما سبق أن ذكرنا . وبعد هذا الوضع على عكس ما عليه الحال في الدول المتقدمة وبعض البورصات الناشئة المتقدمة مثل ماليزيا حيث تمثل السندات فيما نحو ٧٥% من قيمة التداول ، حيث تحرص أى محافظة للأوراق المالية في هذه الأسواق على أن تضم عدداً من السندات لما تتمتع به هذه الأدوات من انخفاض عنصر المخاطرة بالمقارنة بالأسهم، وانخفاض مدى التقلب في أسعارها السوقية بالإضافة إلى ثبات أو استقرار العائد عليها. (Erick Banks, 1997)

لذلك سوف ننتقل فيما يلي إلى دراسة السندات الحكومية وسندات الشركات بشيء من التفصيل لتعرف على خصائصها وأهم العوامل التي تؤدي إلى هذا الضعف في حجم الإصدار والتداول أيضاً.

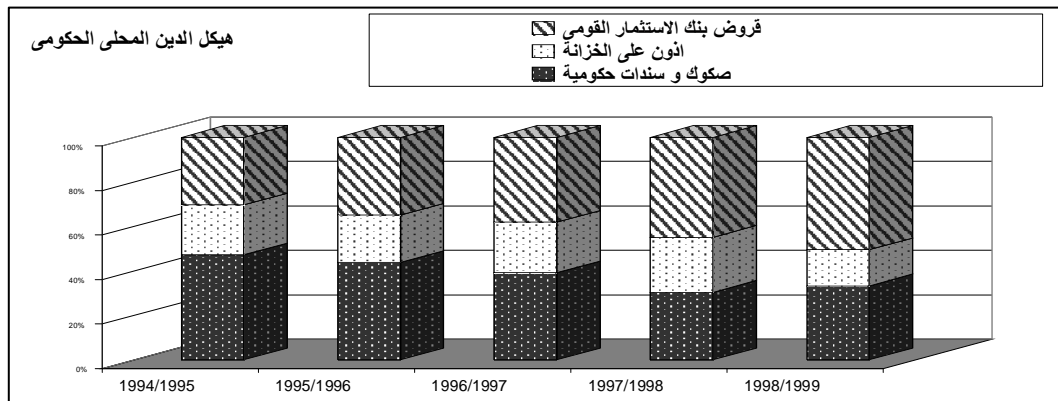
٢- السندات الحكومية.

تعد السندات الحكومية القاعدة الأساسية لسوق السندات بصفة عامة و لتمويل و إصدار أدوات إدارة المخاطر و من ثم نتناول السندات الحكومية من حيث:

أ- الاسباب الأساسية وراء اصدار السندات .

تنتهج الحكومة المصرية سياسة اقتصادية قائمة على إصدار سندات حكومية لتمويل العجز أو اوجه الأنفاق الأخرى، و اعتمدت في ذلك على أدوات مختلفة مثل السندات، و أدون الخزائنة، أو الاقتراض من بنك الاستثمار القومي . و يوضح الشكل التالي توزيع هيكل الدين المحلي .

شكل رقم ١



توزيع هيكل الدين المحلي

المصدر : النشرة الاقتصادية الشهرية لوزارة الاقتصاد – مارس ٢٠٠٠ ، ص ٩

و يلاحظ من الشكل السابق لتحليل هيكل مكونات الدين العام المحلي انه لا يوجد اى اتجاه محدد لتوزيع هذا العبء على مصادره التمويلية فيما بين السندات و اذون الخزانة . اما الاقتراض من بنك الاستثمار القومى فهناك اتجاه متزايد للاعتماد على هذا المصدر .

و حيث ان اسلوب التمويل محل اهتمام الدراسة، هو السندات، فسوف نتناوله بشئ من التفصيل، فتمثل السندات ٣٥,٤% من حجم الدين المحلي . لا تمثل السندات المصدرة لتمويل الدين المحلي فى مجملها سندات حكومية قابلة للتداول فهى تنقسم الى جزء قابل للتداول و هى سندات الخزانة و سندات الإسكان (حوالى ٧٨,٧% من إجمالي سندات الدين العام فى ١٩٩٨/١٩٩٩) الى جانب سندات غير قابلة للتداول و هى الصكوك الصادرة على الخزانة بقيمة العجز الاكتوارى فى صناديق التأمينات الاجتماعية و السندات الصادرة بالعملة الأجنبية لزيادة رؤوس أموال بنوك القطاع العام التجارية (حوالى ٢١,٢% من إجمالي سندات الدين العام فى ١٩٩٨/١٩٩٩) .

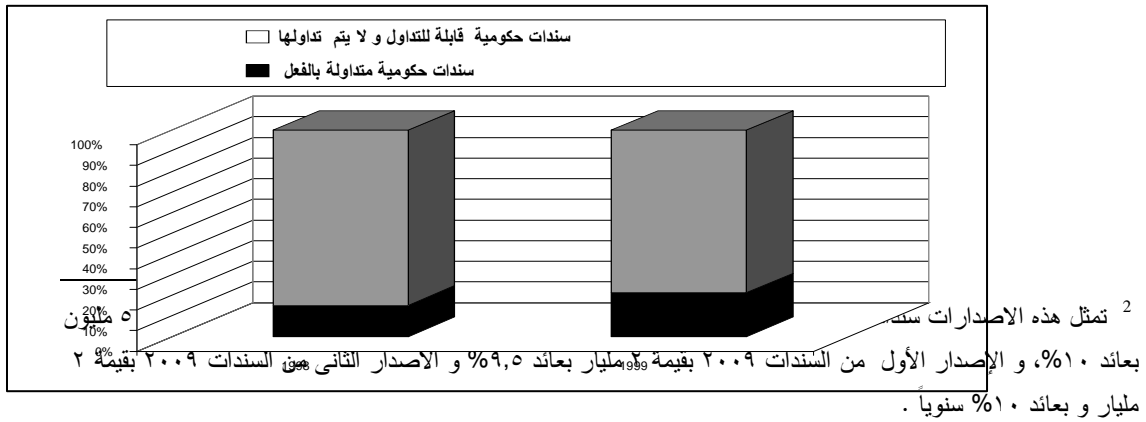
مع الاخذ فى الاعتبار ان ما يتم تداوله بالفعل فى سوق الأوراق المالية لم يتعد ١٥,٢% و ٢١,٣% من اجمالى السندات المصدرة فى عامى ١٩٩٨ و ١٩٩٩ على التوالى (التقرير السنوى للبنك المركزى ، ١٩٩٨ / ١٩٩٩) . و جدير بالذكر أن التفرقة بين أدوات الدين المحلي المتداولة و غير المتداولة فى سوق الأوراق المالية تعد من العناصر الأساسية ذات الصلة الوثيقة بإدارة السياسة النقدية للدولة .

و يلاحظ ان الزيادة التى تمت فى السندات المتداولة فى عام ١٩٩٩ تعود فى جانب كبير منها الى تحويل جزء من المديونية قصيرة الأجل الى مديونية طويلة الأجل من خلال إصدار أوراق مالية حكومية ذات آجال استحقاق متنوعة لتخفيف أعباء خدمة الدين (التقرير السنوى للبنك المركزى ، ١٩٩٨ / ١٩٩٩ ، ص ٢٥) حيث قامت الحكومة فى عامى ١٩٩٨ – ١٩٩٩ بإصدار سندات على الخزانة العامة على ثلاث دفعات تبلغ جملتها ٦ مليار جنيه²، و هى متداولة فى البورصة، مما يشير الى اتجاه الحكومة الى الاعتماد على التمويل طويل الاجل.

و على الرغم من هذه الزيادة إلا أن النسبة المتداولة مازالت ضعيفة، و هو ما يوضحه الشكل التالى.

الشكل رقم ٢

المتداول و غير المتداول من السندات الحكومية القابلة للتداول



المصدر : التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى (١٩٩٨/١٩٩٩)

و تشير الأدبيات الاقتصادية الى ان اتجاه الحكومة الى الاعتماد على التمويل طويل الأجل بتحويل الدين قصير الأجل الى طويل الأجل بإصدار السندات يتوقف على شكل منحى العائد للسندات الحكومية³.
إلا أن حجم إصدار السندات فى مصر لا يسمح بتحديد شكل دقيق لمنحنى العائد بسبب قلة عدد الإصدارات و عدم تنوع آجال الاستحقاق، و يوضح الشكل رقم ٣-٤؛ بالملحق الاحصائى منحى العائد للسندات الحكومية المصرية .
و من التحليل السابق، يتضح أن السبب الرئيسى وراء إصدار الحكومة المصرية للسندات هو تغطية عجز الموازنة العامة للدولة، و بالتالى فهى لا تستخدم هذه الأداة فى تحقيق الأهداف الأخرى مثل تمويل المشروعات القومية و المساعدة فى إدارة السياسة النقدية، و ذلك نظراً لضعف نسبة المتداول منها .

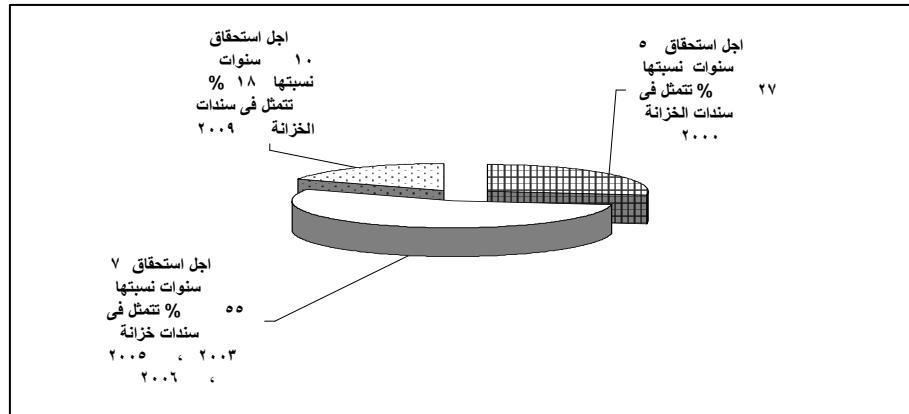
ب- الخصائص الأساسية للسندات المصدرة .

من حيث آجال الاستحقاق

تتراوح آجال الاستحقاق للسندات ما بين متوسطة الأجل (٢- ٥ سنوات) و طويلة الأجل (اكثر من خمس سنوات) . و تتطلب استراتيجية إدارة محافظ السندات كما سبق أن ذكرنا تعدد الآجال لاستحقاقات السندات المتاحة و المتداولة بحيث يتوافر للمستثمر الآجال المختلفة التى يستطيع ان يبنى عليها استراتيجية الاستثمار، و هذا يعنى ضرورة اتساع و تنوع آجال السندات. و يوضح الشكل التالى السندات الحكومية المصرية حسب آجال الاستحقاق

الشكل رقم ٣

السندات الحكومية حسب آجال الإصدار



و يتضح من الشكل السابق قلة تنوع آجال استحقاق السندات ، حيث تتركز ٥٥% منها فى فترة استحقاق مدتها سبع سنوات و هو ما يفقد المستثمر القدرة على تنويع محفظته وفقاً لآجال الاستحقاق .

³ يعرف منحى العائد حتى الاستحقاق بأنه معدل الخصم الذى يتحقق عنده التساوى بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للسند (معدل الكوبون و قيمة الاسترداد) و بين سعر السند . لمزيد من التفاصيل انظر Smith 1990 & Mishkin 1998

من حيث فئات الإصدار

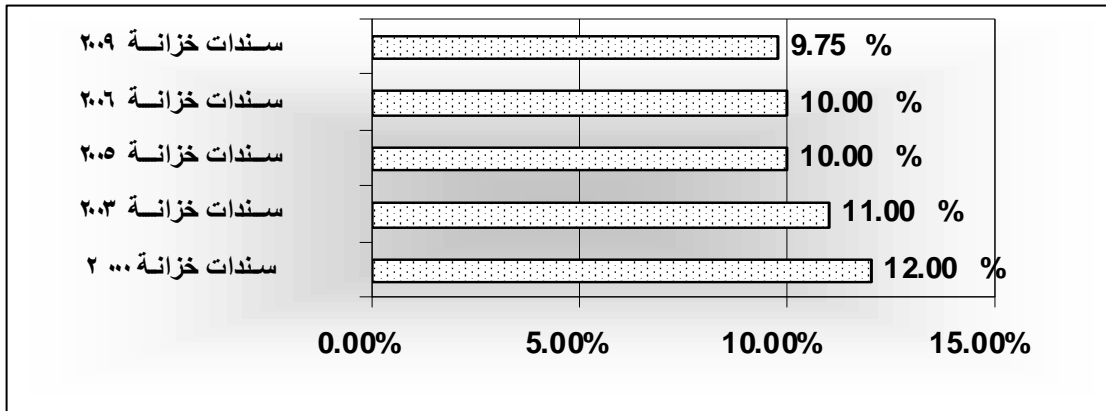
تصدر السندات الحكومية (سندات الخزانة العامة) بفترة ثابتة قدرها ١٠٠٠ جنيه مصري و مضاعفاتها . و يعتبر إصدار السندات الحكومية بتلك الفئة العالية في غير متناول الطبقة العريضة من المتعاملين، و يؤثر على تداول السندات ، حيث تمثل الفئة المذكورة قيمة لا تتناسب مع حجم المدخرات القابلة للاستثمار لدى القاعدة العامة للمتعاملين و لا تتناسب مع احتياجات السيولة في حالة الرغبة في التسييل الجزئي لمحفظه الاوراق المالية.

معدلات العائد على السندات

تصدر السندات الحكومية بمعدلات عائد ثابتة⁴ " كنظام عام " يتم تحديدها بناء على معدلات العائد البديلة السارية عند الإصدار و بما يتقارب نسبيا مع معدلات العائد على الودائع المصرفية أو الودائع لأجل وحسابات التوفير، وتختلف معدلات العائد الخاصة بكل أداة⁵، و الرسم البياني التالي يوضح معدلات العائد السنوية على سندات الخزانة :

الشكل رقم ٤

معدلات العائد السنوية على سندات الخزانة



يلاحظ من الشكل السابق ان معدلات العائد على السندات المصدرة تتجه إلى الانخفاض مع تواريخ الإصدار الحديثة متمشية في ذلك مع الاتجاه النزولي لاسعار الفائدة على الودائع المصرفية حيث انخفضت من ١٠,٥% في ١٩٩٦ الى ٩% في ١٩٩٩ .

و على الرغم من ان ثبات معدلات العائد على سندات الخزانة لمدة طويلة يعطيها ميزة نسبية مقارنة ببدايل الادخار المصرفية التقليدية، إلا أن الاتجاه في اسعار الفائدة على الودائع المصرفية الى الارتفاع - كما حدث في الشهور القليلة الماضية - يقلل من الميزة النسبية التي تتمتع بها السندات .

⁴ يتمثل العائد على السند في سعر الفائدة، و قد تكون تعاقبية (ثابتة او متغيرة) او بخصم .

⁵ و يجب أن يراعى عند إصدار السندات العلاقة بين سعر الفائدة و اجل الاستحقاق حتى يستطيع المستثمر تحديد العائد الإجمالي من استثماره، و ينتج عن ذلك ما يعرف في الادبيات الاقتصادية بمنحنى الحصيلة Yield Curve .

ج- طرق طرح هذه الأدوات فى السوق الأولية و طرق تداولها فى السوق الثانوية.

- طرق الطرح

هناك طرق مختلفة لطرح السندات الحكومية تتمثل أهم هذه الطرق:

١. يمكن إصدار السندات بطريقة إصدارات غير محددة و غير مطروحة للاكتتاب العام **on a tap basis** و هنا تقوم الحكومة بالسماح للمؤسسات بشراء شريحة من الأوراق المالية بأسعار محددة مسبقاً حينما تحتاج الحكومة الى تمويل (مثل سندات البنك المركزى الفلبينى، و أذون الخزانة بالفلبين، و أذون الخزانة بالهند)
٢. إصدار السندات بسعر محدد او عائد محدد ، هذا العائد او السعر من الممكن تحديده من خلال قوى السوق و من الممكن ان يكون **government controlled** او سعر محدد من الحكومة و لكن يأخذ فى الاعتبار الظروف الحقيقية للسوق . (مثل سندات الإسكان القومية بكوريا، و سندات الحكومة الخاصة بالصين)
٣. من الممكن ان يتم إصدارها من خلال الطرح الخارجى الموجه بصفة خاصة الى مستثمرين مؤسسيين مثل صناديق التأمين و المعاشات (مثل سندات الحكومة الماليزية طويلة الأجل، و سندات الحكومة فى سنغافورة) .
٤. يتم الإصدار من خلال المزادات بأسلوب تنافسى من خلال نظام المتعاملين الأولين فى السوق **primary dealers** و الذى يقوم بتقديم أوامر تنافسية او غير تنافسية (مثل سندات الحكومة السنغافورية، و سندات الحكومة فى تايوان .

و فى بعض الاحيان فان السوق الأولى من الممكن أن تقوم باستخدام عدة أساليب مثل اذون الخزانة فى الفلبين و

التي من الممكن ان تصدر **On Tap Basis**، مزايده، أو طرح خاص، و أيضا سندات الحكومة بماليزيا . **Erick (Banks,1994)**

و هنا تجدر الإشارة الى ضرورة توافر الآليات اللازمة للترويج لنجاح برنامج الاكتتاب فى الطرح الأولى للسندات الحكومية خصوصاً فى تلك الأسواق الناشئة التى مازالت تتعرف على سوق السندات و البورصة فى الأساس .ويعد أسلوب الطرح الذى تتم فيه المزادات بأسلوب تنافسى من خلال نظام المتعاملين الأولين فى السوق **primary dealers** و الذى يقوم بتقديم أوامر تنافسية او غير تنافسية من أفضل الاساليب التى تؤدى الى تسعير عادل للسندات دون أى تدخل من قبل الحكومة وهو ما يزيد من درجة كفاءة السوق.

نظام الطرح و الاكتتاب للسندات الحكومية المصرية

يتم طرح السندات الحكومية فى مصر بتعليمات من وزارة المالية و بالتشاور مع البنك المركزى المصرى حيث يتم الاكتتاب فيها من خلال بنوك القطاع العام الأربعة، و البنك المركزى، ويتم الإعلان عن الطرح فى الصحف اليومية واسعة الانتشار، و التأكيد على ضمان الحكومة المصرية ممثلة فى الخزانة العامة لسداد السندات.

و لا يوجد من الناحية الفنية قصور فى متطلبات الإفصاح للسندات الحكومية عند طرحها للاكتتاب، ولكن لا يرتبط بعملية الطرح تواجد حملة منظمة للترويج والإعلان عن الاطروحات بصورة تحقق الانتشار اللازم الذى يجذب شرائح من الطلب يمكن ان تؤدى الى توسيع قاعدة التعامل .

- التداول

يعد دافع السيولة في السوق الثانوي عاملاً حيوياً لتنمية سوق السندات المحلي . فمن المتعارف عليه ان السندات كورقة مالية تتصف بتوافر الآليات المتكاملة لامكانية تسهيلها قبل اجل الاستحقاق عن طريق سوق الأوراق المالية، و ذلك بغرض وجود طلب فعال دائم و مستمر على تلك السندات في البورصة. و يعتبر هذا الشرط من اهم الخصائص التي يجب ان تتصف بها السندات الحكومية في حالة الرغبة في تنشيط الطلب عليها .

و يتم تداول السندات في السوق الثانوي من خلال التداول الرسمي (في بورصة الاوراق المالية)، أو التداول غير الرسمي خارج المقصورة (OTC) .

و جدير بالذكر ان تداول السندات الحكومية في اغلب الاسواق الصاعدة يتم من خلال هذا النظام الاخير OTC . و بصرف النظر عن الشكل الذي يتم من خلاله التداول فهناك من الظواهر ما يؤكد على وجود صناعات للسوق منظمين من قبل الحكومة او من قبل القطاع الخاص Government Authorized Or Freely Participating Market Makers .

يلاحظ من تحليل السابق بتداول السندات الحكومية المصرية مدى القصور العام في التداول على السندات ، ذلك بالإضافة إلى قلة عدد العمليات " الصفقات " المنفذة. فسوق السندات بوجه عام و سوق السندات الحكومية بصورة خاصة تتصف بضعف التداول حيث تمثل ١٥,٢ % من اجمالي السندات المصدرة في ١٩٩٨ و ٢١,٣ % في ١٩٩٩ . و جدير بالذكر ان جميع عمليات التداول تتم في السوق الرسمي على عكس اغلب الأسواق الناشئة والمتقدمة التي يتم فيها التداول خارج المقصورة (OTC) (Erick Banks 1994)، بالإضافة إلى ذلك لا يتواجد في مصر أى شكل من صناعات السوق سواء كانوا جهات منظمة حكومية ام خاصة .

سندات الشركات المصرية :

يتوقف اتخاذ المستثمر لقراره الاستثماري علي طبيعة السندات المصدرة من حيث آجال استحقاقها، وسيولتها، والعائد عليها، وضمانها، ودرجة المخاطر المرتبطة بها (Kolb, 1988) وهدفنا هذا الى محاولة التعرف علي عناصر الجذب للمستثمر في السوق المصري، وأهم المعوقات التي تقف حائلاً دون تنشيطه، ولذلك يركز العرض التالي علي تحليل سوق سندات الشركات من حيث : تاريخ الاستحقاق، و مخاطر سعر الفائدة، و مخاطر السيولة، و مخاطر عدم القدرة علي السداد.

(أ) المخاطر الناشئة عن تاريخ الاستحقاق

يرتبط بتاريخ الاستحقاق نوعان من المخاطر

- مخاطر فترة الاستحقاق Maturity risk
- مخاطر الاستدعاء Call risk

تنشأ مخاطر فترة الاستحقاق نتيجة لطول الفترة التي يتم الاحتفاظ فيها بالسند نظراً لعدم القدرة على التنبؤ بتغيرات سعر الفائدة، ولذلك غالباً ما يرغب المستثمرون في هذا النوع من الاستثمار في الحصول علي هامش يعوضهم عن قبولهم هذا النوع من المخاطر طويلة الاجل.

اما مخاطر الاستدعاء فتنشأ نتيجة لتمتع مصدر السندات القابلة للاستدعاء، بميزة هامة تمكنه من تقليل مخاطر سعر الفائدة التي تواجهه، و ذلك باستدعاء السند لشرائه من حامله وإصدار سندات جديدة عند معدلات كوبون أقل و هو ما يعرض حامل السند لمخاطر انخفاض العائد . لذلك يجب أن يحصل علي هامش ربح لتعويضه عن هذا الانخفاض (Smith,1990)، متملاً في ان تكون قيمة الاستدعاء أكبر من القيمة الاسمية للسند ويطلق علي الفرق بين القيمتين " علاوة الاستدعاء " ، هذا

فضلاً عن تعويض مسبق للمستثمر في صورة معدل كوبون مرتفع يفوق معدل الكوبون علي السندات المماثلة، من حيث المخاطر لكن غير القابلة للاستدعاء والتي عادة ما يفضلها المستثمرون (Francis, 1986) وبالنظر إلي هيكل سوق السندات المصري من حيث فترة الاستحقاق وتاريخ الاستحقاق ومدى القدرة علي استدعاء السند نجد أن النسبة الكبرى من السندات قابلة للاستدعاء ٢٤ إصدار يما يمثل ٨٨,٨% من إجمالي الإصدارات ٢٧ إصدار حتى نهاية ٩٩ و ١١,٢% من الإصدارات غير قابلة للاستدعاء، أما من حيث إجمالي فترة الاستحقاق فنجد أنها تتراوح ما بين ٣-١٠ سنوات بواقع شركة واحدة تاريخ استحقاقها ٣ سنوات وأخري ١٠ سنوات وباقي الإصدارات بواقع ٥٠% تاريخ استحقاقه ٥ سنوات ٣٨% تاريخ استحقاقها ٧ سنوات . ويعكس ذلك أن فترات الاستحقاق مركزة في الفترة من ٥-٧ سنوات وبالتالي لا يعطي للمستثمر أيضاً القدرة علي التنويع وفقاً للآجال المختلفة ، و هو ما يوضحه الجدول التالي.

جدول رقم (٣)

الإصدارات من سندات الشركات حسب تاريخ الاستحقاق

عدد الإصدارات	١	١٤	١٠	١
تاريخ الاستحقاق (بالسنوات)	٣	٥	٧	١٠

المصدر : النشرة الشهرية للبورصة

(ب) مخاطر سعر الفائدة

إذا نظرنا إلي هيكل أسعار الفائدة علي السندات في السوق المصري . نجد أن هناك نوعين من الإصدارات : إصدارات ذات عائد ثابت تمثل حوالي ٤٥% من إجمالي الإصدارات وإصدارات ذات عائد متغير تمثل نحو ٥٥% من إجمالي الإصدارات.

وقد لجأت الشركات إلي إصدار سندات ذات سعر فائدة عائم لتجنب مخاطر سعر الفائدة، ولتحقيق ذلك تم ربط سعر الفائدة علي السند بسعر الفائدة علي أدون الخزانة أو سعر الخصم لدي البنك المركزي . وفي ذلك لم يراعي المصدرون اختلافات أسعار الفائدة على الأوعية المختلفة ودرجة مخاطرها مما يفقد السندات جاذبيتها نظراً للاعتبارات التالية :

- أن سعر الفائدة علي الودائع المصرفية يفوق معدل الفائدة علي أدون الخزانة بأكثر من ٠,٥%، وبالتالي فالسندات لا تمثل مصدر جذب للمستثمر

- أن المستثمر في السندات قد يتعرض إلي خسائر رأسمالية .
- أن ربط ورقة مالية متوسطة أو طويلة الأجل تنطوي علي قدر من المخاطر بورقة مالية قصيرة الأجل تكاد تكون خالية من المخاطر باضافة ٠,٥% أو أقل غير كافي لتعويض حامل السند عن المخاطر التي يمكن أن تواجهه

وبالتالي ينبغي أن يكون سعر الفائدة العائم كافي لتعويضه عن مخاطر صعوبة التصرف في السند، والتنافس مع أسعار الفائدة علي الودائع . وإذا أخذنا في الاعتبار آجال هذه السندات وسعر الفائدة المقابل لكل أجل نلاحظ عدم تناسب فهناك سندات ذات تاريخ استحقاق ٥ سنوات وذات عوائد مختلفة ١٢%، ١٠,٧٥% . وأخرى ذات تاريخ استحقاق أكبر ٧ سنوات بعائد ١٠,٥%.

يقودنا هذا إلي التطرق لفكرة فترة الاستحقاق الفعالة* لفترة الاستحقاق تعد معيار تقليدي لعمر السند لكنه غير كافي؛ فإذا كان لدينا سدين لهما نفس فترة الاستحقاق ولكن الكوبون علي أحدهما أكبر من الآخر فهذا يقود إلي اختلاف فترة الاستحقاق الفعالة حيث أن السند ذي الكوبون المرتفع يستطيع تغطية سعر الشراء الأصلي أسرع من السند ذي الكوبون المنخفض ومن هنا نجد أن كلما انخفض كوبون السند كلما زادت فترة الاستحقاق الفعالة . وهذا يعكس للمستثمر حقيقة هامة تساعده علي تجنب مخاطر سعر الفائدة ، وهي العلاقة بين فترة الاستحقاق الفعالة ومخاطر سعر الفائدة، فكلما انخفضت فترة الاستحقاق الفعالة للسند كلما انخفض التغير النسبي في سعر السند الناجم عن ارتفاع معين في أسعار الفائدة(Jones,1985)

ج-مخاطر السيولة

ويقصد بها قدرة المستثمر علي بيع السند بأقل خسارة رأسمالية ممكنة ، وتزداد مخاطر السيولة في حالة تقلب أحوال السوق وعدم وجود صناع للسوق . وإذا نظرنا إلي مدي سيولة سوق السندات الخاص بالشركات ، نجد أن السوق يعاني من ضعف السيولة، نظراً لضعف التداول في سوق السندات حيث لا يمثل سوى حوالي ١% من الاوراق المالية المتداولة في المتوسط خلال الفترة ١٩٩٧ - ١٩٩٩، وهو ما يعرض المستثمر لمخاطر كبيرة وبصفة خاصة المستثمر الذي لا يريد الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، أما المستثمر الذي يحتفظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق فلا تواجهه مشكلة سيولة ونجد أن جانباً كبيراً من مشكلة السيولة هذه مرتبط بالقيمة الاسمية للسند المصدر . فجميع السندات المصدرة تبلغ القيمة الاسمية لها ألف جنيه باستثناء ثلاثة إصدارات بلغت القيمة الاسمية للسند مائة جنيه . ونجد أن إصدار السندات بقيمة صغيرة تعتبر ميزة لكل من المصدر من حيث تسهيل عمليات البيع والشراء، و تسهيل عملية تمويل الإصدار عن طريق توزيع قيمة القروض علي عدد كبير نسبياً من المقترضين . المستثمر حيث تمكنه من تنوع استثمارات بشراء إصدارات مختلفة من السندات للعديد من الشركات وبالتالي تخفيض المخاطر الكلية التي يمكن أن يواجهها ومخاطر ضعف السيولة (أحمد سعد، ٩٩). ومما يخفف من سيولة السوق أيضاً عدم سرعة عملية التسوية حيث يتم في T+4 في السوق الثانوي وهي تعد مدة طويلة بالمقارنة بالدول الآسيوية الأخرى T+2 .

(٤) مخاطر عدم القدرة علي السداد (المخاطر الائتمانية)

حتى تستطيع الشركات أن تصدر سندات، يجب ان تصنف وفقاً لقدرتها الائتمانية، حيث أن كثير من المستثمرين المؤسسين والافراد يرفضوا أن يستثمروا في شركات غير مصنفة. فتصنيف الشركة يعطي لها قوة ويؤكد علي مدي قدرتها علي السداد في مقابل الشركات الأخرى .وبالتالي يمد المستثمر بتقييم موضوعي لقدرة المقترض و اتخاذ قراره الاستثماري وتحقيق التخصيص الأمثل للموارد للاقتصاد . يؤدي وجود هذا التصنيف الي تشجيع الشركات لتحسين الهيكل التمويلي لها ومزيد من الشفافية وحماية المستثمرين (Heneryl,Azzam,1998)

ولذلك أدركت السلطات المصرية المشرفة علي سوق المال أهمية هذا التصنيف في تنشيط السوق لضمان كفاءته، و تقليل مخاطره ولذلك صدر قرار وزير الاقتصاد في عام ١٩٩٨ بضرورة التزام الشركات التي تريد اصدار سندات، أو أي نوع من ادوات الدين، أن يكون لها تصنيف ائتماني بما لا يقل عن (BBB -) اعتباراً من بداية عام ١٩٩٩. (الهيئة العامة لسوق المال، ٢٠٠٠) وهو تصنيف اقل من المتوسط ويدل علي القدرة الكافية للشركة علي سداد الفوائد وأصل الدين، ولكن إذا تعرضت الشركة لاي ظروف غير مواتية تصبح قدرتها علي سداد الفوائد وأصل الدين ضعيفة بالمقارنة بفئات التصنيف الاعلي الموضحة بالجدول ٣-١ بالملاحق الاحصائي .

* عدد السنوات المطلوبة لتحقيق تغطية كاملة لسعر شراء السندات وذلك بمعلومية القيم الحالية للتدفقات النقدية للسند.

تتمثل الشركات العاملة في مجال إعطاء ترخيص شهادات التصنيف الائتماني وفقاً لقرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٩٨ في شركة النيل لتقييم وتصنيف الأوراق المالية، مؤسسة S& P، مؤسسة Fitch IBCA، Moody's، و مؤسسة فينبي Finbi .

يتمثل هذا النوع من المخاطر في مدي إمكانية تخلف الشركات عن سداد التزاماتها، سواء عند دفع الكوبون أو عند سداد أصل القرض . و تقوم بعض الشركات رغبة منها في جذب عدد أكبر من المستثمرين أو في حالة عدم حصولها على التقييم الائتماني المطلوب باصدار سندات مضمونة من طرف ثالث أو باصول الشركة أما الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها فتصدر سندات غير مضمونة ويكون الضمان العام للدين في هذه الحالة سمعة الدائنين .

اتسمت الإصدارات الجديدة من سندات الشركات في عام ١٩٩٩، إنها مضمونة من البنوك التجارية الأمر الذي يعني انتقال المسؤولية إلي البنك في حالة فشل الشركة في الوفاء بالتزاماتها من حيث العوائد وأصل السند

ولكن يلاحظ أن هذا الوضع يحوطه الكثير من المخاوف تتمثل في أن الضامن بنوك تجارية فيمثل الجانب الأكبر من التزاماتها التزامات قصيرة الأجل . وبالتالي فإن ضمان سندات متوسطة وطويلة الأجل يتعارض مع طبيعة التزاماتها ويوضع عليها مسؤوليات جديدة للتأكد من سلامة استخدام هذه الأموال خوفاً من أن تكون عملية إصدار السندات من قبل الشركة و هو تحويل لديونها قصيرة الأجل إلي ديون متوسطة وطويلة الأجل .

ونتيجة لهذه المخاوف، قام البنك المركزي بإصدار قرار ينص علي اشتراط موافقة مجلس إدارته علي الإصدارات الجديدة للسندات وعدم ضمان البنوك لها إلا بعد موافقته بالإضافة إلي موافقة الهيئة العامة لسوق المال، ذلك باعتبار أن البنك المركزي هو القائم بمهام الوظيفة الرقابية علي الجهاز المصرفي (البنك الأهلي، ١٩٩٩)

ومما يزيد من المخاطر الائتمانية، أن المادة ٥٠ من القانون ١٥٩ تنص على انه يجوز للشركة إصدار سندات قبل استيفاء رأس المال بالكامل، إذا كانت مضمونة برهن أو مضمونة من الدولة أو شركة عقارية أو ائتمان عقارى، يرخّص لها باصدار سندات تجاوز صافي أصولها في الحدود التي يبينها القرار . أعطت اللائحة التنفيذية في المواد من ١٦٠ الى ١٦٣ سلطة اصدار السندات للجمعية العامة، و عددت حالات اصدار سندات باكثر من رأس المال . كما فسرت أيضاً اللائحة مزيداً من الحالات التي يمكن فيها للشركة اصدار سندات قبل استيفاء رأس المال بالكامل، إذا كانت هذه السندات مكتتباً بها بالكامل من البنوك . كما اكد القانون ٩٥ و لائحته التنفيذية نفس هذه النصوص القانونية. و مع هذا يجوز بقرار من مجلس ادارة الهيئة العامة لسوق المال الترخيص للشركة باصدار سندات و صكوك تمويل بقيمة تجاوز صافي أصولها أو طرحها للاكتتاب العام في حالة عدم الصلاحية في التصنيف الائتماني أو كان التصنيف دون المستوى المشار اليه و ذلك في الحدود التي صدر بها القرار .

و يترتب على هذا القرار السماح لشركات، دون المستوى و غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها سواء صراحة أو بتقرير من مراقب الحسابات. أن تصدر سندات بأكثر من أصولها، سحب مبالغ من الجمهور في شكل سندات و يتم إقحام البنوك في ذلك و يعتقد الجمهور أن البنك ضامن لهذه السندات فيقدم عليها .

و لذلك يجب على المشرع عند مراجعة قانون سوق المال بمراعاة مراجعة القرارات الوزارية و بضرورة الرجوع للأصل المنصوص عليه في كل من القانونين ١٥٩ و ٩٥ و لائحتهما التنفيذية

بالا تصدر شركات المساهمة سندات الا في حدود اصولها ، ويمكن تجنب هذا النوع من المخاطر عن طريق التشديد في ضرورة جودة التصنيف الائتماني للشركات المصرح لها بإصدار سندات من شركات التصنيف .

ونجد أن موافقة البنك المركزي علي الإصدار هو السمة السائدة لسوق السندات في معظم الأسواق الصاعدة وبصفة خاصة الأسواق الآسيوية (Erik Bank,1994) مثل ماليزيا - الفلبين - أوريا . والبنك المركزي يضع مجموعة من المقاييس لآبد أن توافيها الشركات لهذا الإصدار مثل الحد الأدنى لرأس المال ، نسبة الدين إلي رأس المال، معدل العائد علي رأس المال .

ومن هنا نجد ان الضامن الحقيقي لنجاح إصدارات السندات التي تطرحها الشركات يتمثل في قدرتها علي الوفاء بالتزاماتها تجاه حائزي السندات في الحصول علي العائد واسترداد قيمة السند، والتأكد من حاجة الشركات الماسمة لإصدار السندات والنتيجة عن عدم توافر الأموال اللازمة لمقابلة نشاطها الاستثماري .

ومن الإجراءات المتبعة في كثير من الدول ، لضمان سداد السند هو تكوين صندوق سداد القرض . حيث يشترط في بعض عقود الاقتراض بإصدار السندات علي الشركات المصدرة، أن تنشئ صندوق خاص لسداد الأموال اللازمة لسداد القرض في تاريخ الاستحقاق، وهو ما يسمى بصندوق سداد السندات **Bond Sinking Fund**، ويتم إدارة هذا الصندوق من خلال تجنب مبالغ نقدية بصفة دورية، وقيام الشركة باستثمار الأموال المجمعة في مجال استثماري منفصل عن استثمارات الشركة، بحيث يتجمع في هذا الاستثمار المبالغ النقدية المستثمرة وعوائدها الدورية ما يكفي لمواجهة الأموال المطلوبة عند حلول استحقاق القروض . وبالتالي تتحمل الشركة مسؤولية إصدارتها وبما يضمن للمستثمر تقليل مخاطر عدم السداد (Frank J. Fabozzi,1989)

يعكس لنا الوضع السابق لسوق السندات ارتفاع درجة مخاطره وانخفاض درجة سيولته وهي من أهم العوامل التي تحد من جذب المستثمر لدخول هذا السوق وبالتالي ضعف قدرة الشركات والحكومة على توليد التمويل اللازم من خلاله.ولذلك يجب العمل على اتخاذ الإجراءات التي تؤدي الى تنشيط هذا السوق حتى يمكن الاستفادة منه في توفير فرص التمويل المختلفة .

ثالثاً سبل تنشيط سوق السندات في جمهورية مصر العربية.

ان عملية تنشيط سوق السندات المصرية يتطلب تضافر جهود مجموعة من الجهات المختلفة ومنها الحكومة والشركات والسلطات التشريعية وتمثل هذه الإجراءات في :

أ- بالنسبة للإصدارات الحكومية

تمثل الإصدارات الحكومية القاعدة الأساسية لباقي الإصدارات في الدولة ، حيث ان سعر الفائدة و العائد على الأوراق المالية الحكومية يمثل معياراً **Benchmark** تستند إليه شركات القطاع الخاص التي ترغب في إصدار السندات . ولذلك نجد ضرورة لاتجاه الحكومة و الهيئات الاقتصادية العامة الى سوق السندات لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل عن طريق طروحات متعددة قابلة للتداول . و زيادة نسبة التداول بالفعل من اجمالي السندات المصدرة لمساعدة راسمي السياسة النقدية في التحكم في المعروض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة .

يجب ان تراعى الحكومة التسعير حسب قوى السوق عند اصدار السندات و عدم تدخل البنك المركزي و في حالة الرغبة في التأثير على سعر الفائدة يتم ذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة . و من الممكن ان تقوم بإصدار سندات ذات فائدة معومة حتى تظل تتمتع بالميزة النسبية لها . و يمكن أيضاً ان تصدر سندات بعائد يدفع شهرياً لتلائم التفضيلات المختلفة للافراد .

كما تفتقد عملية الطرح للسندات الحكومية المصرية إلى الآليات اللازمة للترويج لنجاح برنامج الاكتتاب في الطرح الأولى للسندات الحكومية. لذلك فيجب تواجد استراتيجية ترويج متكاملة قائمة على عناصر هامة ورئيسية في عملية الترويج مثل الاستعانة بمروجين محترفين ومتخصصين **Primary Dealers** او إعداد حملات إعلانية و حملات توعية تؤدي إلى خلق طلب عام على تلك السندات . و في هذا الصدد يمكن الاستعانة بالاساليب الطرح التي يتم تطبيقها في بعض الدول الاخرى مثل الاصدار من خلال المزادات بأسلوب تنافسي، بما يضمن التسعير العادل لها من خلال نظام المتعاملين الاولين في السوق **Primary Dealers**، و ذلك بالإضافة الى الطرح الخاص **Private Placement** الموجه بصفة خاصة الى مستثمرين مؤسسيين، مثل صناديق التأمين و المعاشات، كما يمكن استخدام مزيج من الاساليب السابقة .

كما يجب أن يتم توفير إمكانية التحويل بين انواع السندات الحكومية المختلفة كأن يتم تحويل سندات الخزنة الى اذون الخزنة او الى سندات الاسكان وفقاً لشروط و اوضاع معينة لزيادة درجة التنوع أمام المستثمر وبالتالي زيادة معدل التداول.

قيام الحكومة بإصدارات دولية من السندات، حيث لا يوجد أي إصدارات دولية من السندات للسوق المصري على عكس الأسواق الناشئة، حتى العربية منها مثل لبنان التي قامت باصدار ما قيمته ٤٥٠ مليون دولار في سبتمبر ٢٠٠٠ لتخفيض الطلب الداخلي على الصرف الاجنبي . فيجب العمل على مناقشة عملية طرح سندات مصرية في السوق العالمي، من حيث؛ الحجم الأمثل للاصدار و أسلوب التسويق و معدل سعر الفائدة المناسب. و قد شجع على ذلك كل من نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي و توافر أساس اقتصادي قوى يمكن من اللجوء الى هذه الأسواق.

ب- بالنسبة للشركات

◆ ضرورة وضع ضوابط صارمة لضمان قيام شركات التصنيف الائتماني بوظيفتها بموضوعية ونزاهة، وضمان عدم وجود ارتباطات بينها وبين الشركة المصدرة ولا سيما أنها هي التي تقوم بدفع أتعاب شركات التقييم ونجد أن ضرورة الإسراع بفتح شركات تصنيف جديدة يزيد من المنافسة فيما بينهم وبالتالي يحقق الكفاءة المطلوبة^٤.

◆ تكوين صندوق لسداد القرض . ويتم إدارة هذا الصندوق من خلال حجز مبالغ نقدية بصفة دورية، وقيام الشركة باستثمار الأموال المجمعة في مجال استثماري منفصل عن استثمارات الشركة، بحيث يتجمع في هذا الصندوق من المبالغ النقدية المستثمرة وعوائدها الدورية ما يكفي لمواجهة السيولة المطلوبة عند حلول استحقاق القروض (Frank J. Fabozzi, 1989)

◆ مراعاة الشركات المصدرة الفرق بين فترة الاستحقاق الفعالة وفترة الاستحقاق الفعلية . فإصدار سندات بفترات استحقاق مختلفة لا يعني نجاح الجهات في تنويع السوق، لأنها قد تصدر بسندات لفترات استحقاق فعلية مختلفة لكنها تتقارب في فترة الاستحقاق الفعالة . وبالتالي يجب مراعاة العلاقة بين فترة الاستحقاق وكوبون السند حتى يتحقق التنويع المطلوب بما يجنب المستثمر مخاطر سعر الفائدة

^٤ أعلنت مؤسسة التمويل الدولية عن استعدادها لضمان سندات الشركات بالجنيه المصري ولكن يشترط أن تكون الشركة حاصلة علي درجات التصنيف الائتماني (CAR ANA, De. 1999 P.55) "AAA" وهو ما يزيد من قوة سند الشركة المصدرة

◆ يجب أن يراعي القيمة الاسمية للإصدارات بما يتناسب مع متوسط دخل الفرد في مصر وبالتالي جذب شريحة كبيرة من صغار المستثمرين . و لتفادي هذا العيب يمكن ان يتبع ما تقوم به المؤسسات المالية الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية ميريل لينش و اخوان سالمون باصدار ما يعرف بالاوراق المالية الحكومية بلا كوبون **Zero Coupon Bonds**، حيث قامت كلاً من هاتين المؤسسات المالييتين بابتداع هذه الاداة من خلال شراء سندات الخزنة طويلة الأجل و ايداعها في بنك لحساب ايداع خاص ثم تقوم المؤسسة المالية بتجزئتها حيث تصدر في مقابلها شهادات او ايصالات ملكية تحمل تواريخ استحقاق متباينة حتى تفي برغبات كافة المستثمرين . (**Fabozzi 1989**)

◆ تخفيض النسبة اللازمة لتكوين جماعة حملة السندات عن ٥% و بحيث لا تتعدى ٢% فقط لإتاحة الفرصة لتكوين اكبر عدد ممكن من هذه الجماعات و زيادة دورها في تحقيق الثقة في التعامل في السندات و تنشيط تداولها .

◆ تنشيط و تفعيل دور اتحادات حملة السندات و ذلك عن طريق اعطاء الحق للممثل القانوني للجماعة في حضور اجتماعات مجلس الإدارة و ليس الجمعيات العامة فقط، و كذلك التمثيل في الجمعيات العامة للشركات العاملة في تداول السندات و صكوك التمويل .

◆ إنشاء صناديق سندات فقط تهتم بصناعة السوق لا يقل رأسمالها عن ٥٠ مليون جنيه في الوقت الحاضر، على أن يعاد النظر في زيادة هذه القيمة في المستقبل، في ضوء التوسع الذي يحدث في سوق التداول للسندات .

◆ اعفاء شركات المتاجرة في السندات المنشأة بالقرار ٤٣ لسنة ٢٠٠٠ من كافة انواع الضرائب على الدخل الناتج عن النشاط لحسابها او لحساب العملاء، و ذلك تشجيعاً لها على زيادة مساهمتها في تنمية و تنشيط التعامل في السندات، و توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية و تحقيق اهداف التنمية الاقتصادية و الاجتماعية .

ج- استحداث أدوات جديدة.

ان خلو السوق من الأدوات التي تساعد على إدارة المخاطر يضعف من سيولة السوق ويحد من درجة الإقبال عليه ومن أهم الأنواع الغائبة على السوق المصري والتي يؤدي تواجدها لرفع درجة التنوع في السوق وبما يتناسب مع الاحتياجات المختلفة للمستثمرين ما يلي

السندات الرديئة : **Junk Bonds**

تعرف هذه السندات بأنها، أوراق مالية مرتفعة العائد، تصدر عن الشركات الصغيرة و الشركات التي لا تستطيع أن توفى بمتطلبات الاصدار و درجة الجدارة الائتمانية المطلوبة للاصدارات العادية.و لذلك تقوم هذه الشركات بإصدار أوراق مالية بعائد اعلى من عائد السندات السائد كمصدر جذب للمستثمر، و في مقابل المخاطر التي يتعرض لها، و هو على علم تام بها عند دخوله هذا السوق . و يعد سوق السندات الرديئة سوق واسع الانتشار في الولايات المتحدة الأمريكية و قد اتسع في السنوات الاخيرة بصورة ملحوظة، إلا أن حقيقة وجود هذا النوع من السندات يعود الى بدايات القرن الماضي نظراً لأن تمويل الشركات من خلال الدين ذو العائد المرتفع (سندات ذات عائد مرتفع) كان واسع الانتشار في بداية الثلاثينات، و بعد فترات الكساد اصبحت الكثير من السندات ذات درجات الجدارة المرتفعة غير متوافرة نتيجة الضغط المالي المصاحب للكساد الاقتصادي، و ارتفعت نسبة مخاطر عدم السداد . و منذ ذلك الحين و حتى ١٩٧٧ لم يحدث تطور في الإصدارات . و منذ بداية عام ١٩٧٧ فان حجم الاصدارات السنوية من السندات منخفضة الجودة ارتفع من ١,١ بليون دولار ٣٤ بليون دولار في ١٩٨٦ . و بصفة عامة كان النمو في هذا السوق مصاحب لانخفاض حجم الائتمان الممنوح من البنوك من اجمالي سوق التمويل (**Glenn , Y. 1991**)

و هناك العديد من الدراسات التي طبقت على الاقتصاد الأمريكي لمعرفة تأثير هذا النوع من السندات على الاقتصاد الأمريكي و على هيكل الشركات (Ariel M & Steven .E 1990) أوضحت أن هذا النوع يعد بديل جيد للاقتراض المصرفي في حالة ارتفاع تكلفة الاقتراض من البنوك و وضع قيود من قبل السلطات على الائتمان الممنوح من البنوك . و ارتفاع نسبة الاحتياطي المفروضة من قبل السلطات النقدية . و اثبتت الدراسة المشار إليها انه كلما اتسع سوق السندات منخفضة الجودة كأداة تمويلية فان السندات المنتمية لهذا السوق سوف تكون بالتدريج اقل رداءة .

كما اوضح (Glenn Yago 1990) في دراسة عن اثر هذا النوع من الاوراق المالية على الاقتصاد الأمريكي انه كان لها دور كبير في اعادة هيكلة كثير من الشركات، مما ساهم في عملية الإصلاح و النمو للشركات، و بصفة خاصة صناعة الغزل و صناعة النحاس مما اسهم في رفع انتاجية الاقتصاد بصفة عامة .

السندات القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Bonds

تعطي السندات القابلة لتحويل إلى أسهم الحق لحاملها في أن يبادل سندات بعدد محدد من الأسهم العادية ، لرأس مال الشركة المصدرة لها خلال فترة محددة، وعادة ما تهدف الشركة المصدرة إلى هدفين:-

١- زيادة الشركة لرأس المال المقترض، ونجد أن إصدار هذا النوع من السندات يسهل عملية تسويق إصدار قرض السندات بسعر فائدة قد يقل عن سعر الفائدة السائد في السوق، نتيجة الميزة الإضافية لهذا النوع من السندات .

٢- زيادة رأس المال المملوك، ونجد في إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ما يوفر لها أفضل الشروط، لذلك توفر مصدر تمويل دائم بتكلفة منخفضة .

أما من وجهة نظر المستثمر، فتسمح شروط السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية له بالتمتع باستثمار ذو عائد محدد تنخفض فيه درجة المخاطرة، بالإضافة إلى توافر فرص تحقيق مكاسب رأسمالية نتيجة لزيادة القيمة السوقية للسند إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم العادي للشركة . إذ يترتب على ارتفاع سعر السهم للشركة المصدرة للسندات في السوق أن يجعل تبادل السندات بالأسهم (طبقاً لنسبة التبادل المحددة) مربحاً لحامل السند وفي نفس الوقت إذا لم ترتفع قيمة السهم العادي للشركة المصدرة يمكن للمستثمر أن يحتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه مع تمتعه بالفوائد الدورية المحددة لقيمة القرض.

السندات القابلة للبيع Put table Bonds

يسمح هذا السند للمستثمر بإرجاعه مرة ثانية إلى الشركة المصدرة له مقابل حصوله على نفس القيمة الاسمية للسند، وطالما أن هذا السند يتميز بهذه الخاصية، فإن معدل العائد عليه يكون أقل من عائد السند العادي، وتحقق هذه السندات، مزايا لكل من المستثمر والشركة من وجهة نظر المستثمر تحميه المخاطر الناتجة عن ارتفاع اسعار الفائدة السوقية مقارنة بسعر الفائدة على السندات الاخرى وبالنسبة للشركة تستفيد من انخفاض تكاليفها .

السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم Equity Warrant

هي سندات تصدرها الشركات ويكون معدل الفائدة عليها منخفضة، وتعويضاً للمستثمرين عن هذا الانخفاض فأنها تربط معها حقوقاً لشراء الأسهم، فإذا ارتفعت أسعار أسهم الشركة يصبح حق الشراء أكثر جاذبية، وهذا يمثل إضافة إلى العائد الإجمالي الذي يحصل عليه حامل السند وتختلف عن حالة إصدار السندات القابلة للتحويل في أن هذا النوع يتوقع أن يسدد السند في تاريخ استحقاقه بصرف النظر عن قيام حامل السند باستخدام حقوق الاكتتاب الممنوحة له مع السند في شراء أسهم الشركة أم لا. (Brighan ,1989)

توريق الديون

يقصد بمفهوم التوريق الحصول على الاموال بالاستناد الى الديون المصرفية و ذلك عن طريق خلق اصول مالية جديدة . و يستوجب توريق الدين طرح اوراق مالية مقابل مجموعة من الديون المدرة للدخل كالديون بضمانات، و رهونات على اختلاف انواعها . و هكذا يتم تحويل القروض المصرفية الى اوراق مالية قابلة للتداول، و بذلك يعمل التوريق على تحويل

القروض من اصول غير سائلة الى اصول سائلة، أى تحويل الديون من المقرض الاساسى الى مقرضين اخرين عن طريق شركات او مصارف^٧.

مزايا التوريق لسوق المال :

بصدور قانون قطاع الاعمال العام صدرت معه العديد من القوانين التى ساعدت على تهيئة البنية التشريعية ليصبح اكثر ملائمة لحل مشكلات هذا القطاع و رفع كفاءته من خلال توسيع قاعدة الملكية و دفع عملية الخصخصة. الا ان هناك العديد من المعوقات التى مازالت تحول دون تنفيذ هذه الاهداف . فهناك بعض الشركات التى تعاني من الاختلال فى الهياكل التمويلية، و الديون المتركمة على هذه الشركات من البنوك و هى المشكلة الاكثر تأثيراً على هذه الشركات و التى تقف كحجر عثرة امام توسيع قاعدة ملكيتها و تهيئتها لعملية الخصخصة . و يرى بعض المتخصصين انه من الافضل ان يتم تحويل الديون المستحقة للبنوك على هذه الشركات الى سندات قابلة للتداول فى البورصة و هو ما يطلق عليه توريق الديون بهدف سداد مديونية جميع الشركات التابعة و تنشيط سوق الاوراق المالية الى جانب ايجاد اوعية ادخارية جديدة مع مراعاة امكانيات هذه الشركات .

ان اصدار سندات بقيمة ديون الشركات و البنوك و طرحها فى سوق المال له عدة مزايا من اهمها المحافظة على حقوق البنوك تجاه الشركات و تقليل عبء الاقتراض على الهياكل المالية لهذه الشركات بتحويل قروضها قصيرة الاجل الى ديون متوسطة و طويلة الاجل من خلال السندات . و التى تطرح باسعار فائدة تقل كثيراً عن فائدة الاقتراض المصرفية بالاضافة الى تنشيط العرض و الطلب فى سوق الاوراق المالية.

شروط و ضمانات تحويل المديونيات المتعثرة الى سندات :

يجب وضع برنامج زمنى لطرح السندات للاكتتاب العام على ان يكون سعر الفائدة عليها مجزى لضمان اجتذاب المشترين، كما يمكن النص على قابلية تحويلها الى اسهم و احقية حامل السند فى شراء اسهم الشركة المصدرة للسند فى سنوات لاحقة عند ارتفاع قيمة اسهمها فى بورصة الاوراق المالية^٨.

و مع ذلك يرى بعض الاقتصاديين انه لا بد من تقييم هذه الشركات حتى يستطيع حائزوا السندات التأكد من امكانية سداد قيمتها و صرف كوبوناتها . و يتم تقييم الشركات فى معظم دول العالم عن طريق وضع جدول تدرج فيه درجة المخاطرة سواء للاسهم او للسندات و تزداد مستويات العائد المطلوبة بازدياد درجة المخاطرة، و تنخفض حتى تقارب سعر الفائدة فى البنوك على اسهم و سندات الشركات التى تعتبر درجة المخاطر فيها منخفضة .

و مما لا شك فيه ان مديونيات الشركات لا تمثل الاساس الوحيد للتقييم الموضوعى لها، فالعبرة بمدى توازن هيكل التمويل و كذلك الأداء الاقتصادى و الادارى للشركة ككل و قدرتها على الانتاج و البيع و التحصيل و غيرها من العناصر التى تساهم فى تشكيل الوضع المالى للشركة .

و مما سبق يمكن القول ان اصدار سندات بديون قطاع الاعمال العام يمكن ان يساهم فى حل مشكلة الديون المتعثرة و لكن بشرط ان تكون الدولة ضامنة لهذا الدين حيث ان المقترض الحقيقى فى كثير من الحالات هو الحكومة، فهناك نوعان من المديونيات المتعثرة : (مجلة البورصة ، ٢٠٠٠).

^٧ و قد شهد التوريق بداياته على الصعيد الدولى فى مجال القروض الاستهلاكية الناشئة عن التعامل التجارى و بطاقات الائتمان كما بدأت انواع جديدة تدخل السوق مثل الاوراق الناشئة عن قروض السيارات و كذلك الاوراق الصادرة مقابل القروض الممنوحة لتمليك الوحدات السكنية

^٨ و تجدر الإشارة الى نجاح هذه التجربة فى اليابان فى بداية الثمانينات و ساهمت فى حل المشكلات التمويلية لكثير من الشركات باقل تكلفة ممكنة حيث فضل معظم المكتتبين استخدام خيار تحويل السند الى سهم ضمن رأس مال الشركة .

لشركات قطاع اعمال دائنة للحكومة ومدينة للبنوك (مثل شركات المقاولات و الانتاج الحربى و شركات التجارة الخارجية) حيث اقترضت هذه الجهات من الجهاز المصرفى لتنفيذ اعمال للحكومة و نتيجة عدم سداد الحكومة لمستحقات هذه الشركات، تحولت قروضها من البنوك الى سحب على المكشوف . و من ثم فانه من الطبيعى ان تشترك الدولة فى تحمل عبء سداد تلك المديونيات او على الاقل تقوم بضمان السندات التى تصدر فى مقابلها .

اما النوع الثانى فهو لشركات مدينة و متعثرة فى السداد لاسباب تتعلق بإدارتها، و فى هذه الحالة يفضل ان تدرس كل حالة على حدة للتعرف على مدى امكانية اصدار سندات بالمديونية تبيعها البنوك الدائنة فى وقت لاحق فى بورصة الاوراق المالية مما يسمح لها بالحصول على مستحقاتها .

د- ضرورة توافر بنية أساسية قوية لسوق السندات تتمثل فى شبكة اتصالات متطورة، و قوانين و إجراءات ميسرة، و قاعدة إصدارات حكومية تعمل كمؤشر للشركات، كما يمكن الاستفادة من تجربة نادى المتعاملين فى السندات فى تايلاند التى توضح الفوائد التى يمكن ان تعود على سوق السندات فى حالة وجود بنية اساسية تعمل بطريقة جيدة و يتمثل أعضاء هذا النادى من المؤسسات الكبرى المرخص لها بتداول السندات و تقوم بعمل شبكة عن السندات من خلال عمل شاشات الكترونية لتداول السندات و تحقيق المزيد من الشفافية، و تعمل هذه النوادى ايضاً على تنمية سوق المقاصة و التسوية . فقد ارتفعت الاوراق المالية المسجلة فى النادى بعد عامين من انشاؤه من ٢٩ اصدار بقيمة تقدر بـ ١,٣ مليون دولار الى ١١٦ اصدار بقيمة تقدر بـ ٥,٧ مليون دولار اى بزيادة تقدر بحوالى ٣٣٠% و ارتفع حجم التداول من خلال شبكة السندات من ٣٠٧ مليون دولار كمتوسط شهرى فى ١٩٩٤ الى ٦٦٧ مليون فى ١٩٩٦ بزيادة تقدر بحوالى ٣٠٠% **world bank, (1997).**

و مما سبق نستخلص انه بالرغم من زيادة الاصدارات الحكومية من السندات الا ان النسبة الكبرى منها مازالت غير متداولة، علاوة على ان الاصدارات الحكومية لا تتم بصورة دورية و ذات اجال مختلفة، بما يمكن من رسم منحى عائد صحيح لها بما يعد كمييار للشركات لإصدار سنداتها و هو ما ينشط السوق بصفة عامة . هذا بالإضافة الى انه يوجد تدخل واضح من قبل البنك المركزى فى تسعير السندات الحكومية و هو ما لا يتفق مع مبدأ التسعير وفقاً لآليات السوق ، لذلك لابد من تركها للتسعير وفقاً لقوى العرض و الطلب و ايجاد الية مناسبة للترويج لها من خلال متخصصين و طرحها للتداول من خلال البورصة ، بما ينشط من سيولة سوق السندات الحكومية و الشركات بالتبعية .

يجب ايضاً العمل على استحداث ادوات جديدة بما يفي بالمتطلبات المختلفة للمصدر و المستثمر ، و تتمثل اهم هذه الادوات فى السندات القابلة للتحويل الى اسهم و المصاحبة لحقوق شراء الاسهم و القابلة للبيع . هذا بالإضافة الى امكانية الاخذ بالاسلوب المتبع فى جميع البورصات المتقدمة و الصاعدة و هو توريق الديون و الديون العقارية كحل لمشاكل الكثير من الشركات . الا ان هذه الادوات تحتاج الى تهيئة السوق من خلال الاستعانة بالخبراء الممارسين من الاسواق الخارجية، و قيام البنك المركزى و هيئة سوق المال بوضع الضوابط و المعايير اللازمة لها و رفع الوعى لدى المستثمرين و العاملين فى شركات الاوراق المالية لكيفية التعامل بها ، حيث تساعد كافة الاجراءات السابقة على زيادة درجة تنوع السوق و تخفيض درجة مخاطره و بالتالى تنشيط الطلب على التعامل فى الاوراق المالية .

قائمة المراجع

أولا المراجع العربية :

النشرة الشهرية للبنك الأهلي، أعداد متفرقة .

النشرة الشهرية للبورصة، أعداد متفرقة .

النشرة الاقتصادية الشهرية لوزارة الاقتصاد، أعداد مختلفة .

اتحاد المصارف العربية (١٩٩٥) "التوريق كأداة مالية حديثة "

موسوعة اللوائح و القوانين و القرارات المنظمة لسوق رأس المال، الهيئة العامة لسوق المال

هندي ، منير (١٩٩٥) الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية .

ثانيا المراجع الأجنبية

Azzam , H. (1998) , "The Emerging Arab Capital Markets , Investment Opportunities Underplayed Markets" .

Andrei , S. & Robert , W. (1997) , "A Survey Of Corporate Governance" , *The Journal Of Finance* , Vol. No. 2 , June .

Ariel M & Steven .E (1990) " High Yield Debts As A Substitute For Bank Loans : In The High Yield Debts Market : Investments , Performance And Economic Impact" Edited By Edward i. Altman , Library Of Congress .

Brigham , E. (1989) "Fundamentals Of Financial Management", The Dryden Press , (5th ed.) .

Chen , A. & Kesinger , J. (1988) "Puttable Stock : A New Innovation Equity Financing and Financial Development" NewYork. McGraw Hill .

Erik Bank (1994) , "Emerging Asian Fixed Income Markets" , Macmillan Press , United Kingdom .

Francis , J. (1986) , "Investment : Analysis And Management" , NewYork. McGraw Hill .

Fabozzi , F. & Fabozzi , D. (1989) , "Bond Market Analysis and Strategies" ,
Prrentice Hall Inc. .

Geoffrey , H. & Block , S. "Fundamentals Of Investment Management And
Strategy" . NewYork. McGraw Hill .

Glenn . Y (1991) "Junk Bonds , How High Yield Securities Restructured
Corporations" New York , Oxford university press .

Glenn Yago (1990) "Economic Impacts Of High Yield Securities And Public
Policy Response" . New York , Oxford university press

Samak.N& Helmy ,O. ,2000, "Foreign Portfolio Equity Investment in Egypt :
An Analytical Overview For The Country" NAHDHA, Quarterly Journal Third
Issue , Faculty Of Economic And Poliical Science.

Hong , M. (1998) , "Determinants Of Emerging Market Bond Spread : Do
Economic Fundamentals Matter ?" , World Bank Policy Research , Working
Papers No. 1899 .

Jones , C. (1985) , "Investments : Analysis and Management" , John Wiley &
Sons , Inc. .

Mishkin , F. (1998) , "Financial Markets And Institutions" , Addison Wesley
Longman , Inc. (2nd ed.) .

..... (1997) , "The Economics Of Money Banking and Financial Markets" , Longman , Inc. (5th ed.) .

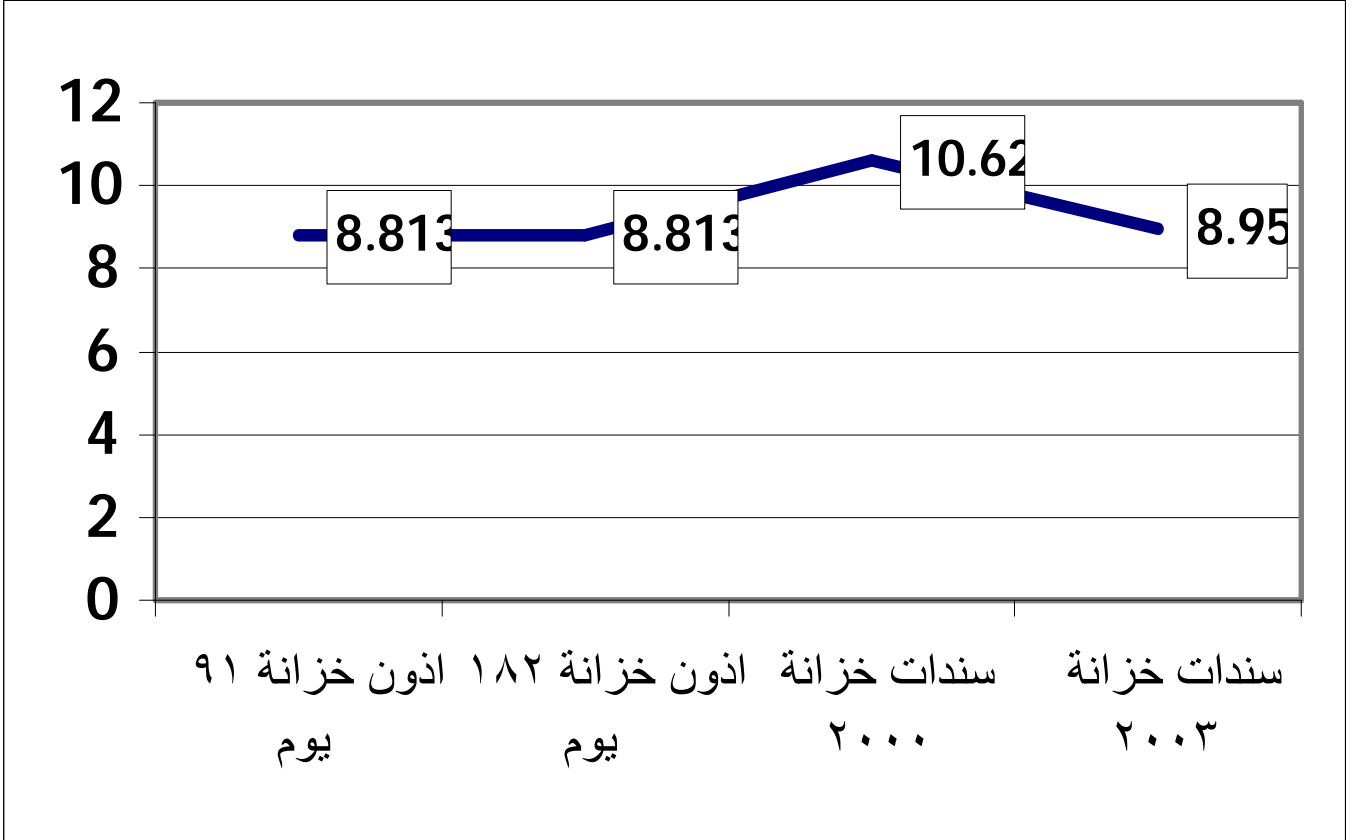
Smith , G. (1990) , "Investments" , Prentice Hall Inc.

الملحق البيانى
الجدول ١-٣
درجات مخاطر الائتمان

Moody	S & P	جدارة	معني التقييم
Aaa	AAA	إئتمانية عالية	أمان كامل
Aa1	AA+		جودة إئتمانية عالية
Aa2	AA		ترتيب أعلى من المتوسط للجودة
A1	A+		ترتيب أقل من المتوسط للجودة
A2	A		
A3	A-		
Baa1	+BBB		
Baa2	BBB		
Baa3	BBB-		
Ba1	BB+		جدارة إئتمانية منخفضة
Ba2	BB		
Ba3	BB-		
B1	B+	مضاربة مرتفعة	
B2	B		
B3	B-		
	CCC+	مخاطرة ملموسة في التوقف عن السداد	مركز إئتماني ضعيف
Caa	CCC		قد يتوقف عن السداد
	CCC-		
Ca	CC		

المصدر: Frank . J Fabozzi ,1989

الشكل ٣-١
منحنى العائد للسندات الحكومية المصري



المصدر : النشرة الشهرية للبورصة المصرية ، أكتوبر ١٩٩٨ .

دراسة تحليلية لسوق السندات

في

جمهورية مصر العربية

إعداد

ا.د هالة حلمي السعيد

أستاذ الاقتصاد المساعد بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية

ا.د نجوى عبد الله سمك

أستاذ الاقتصاد المساعد بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية