

ملخص

دراسة تحليلية لسوق السندات

في جمهورية مصر العربية

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 والأمور 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 لان 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 تعاضت أهمية الاستثمار في السندات، كذلك تطور نظام الرهونات و التوريق . و يعتبر الاستثمار في السندات أكثر أماناً من الاستثمار في الأسهم نظراً لقلّة 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 أدوات الدخل الثابت في سوق الأوراق 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

خلصت الدراسة الى

ان وجود سوق نشط للسندات يبسر 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.

كما يتمثل الهدف من إصدار الأوراق المالية الحكومية في إدارة السيولة والسياسة النقدية حيث أن وجود سوق نشط، وعلى درجة عالية من السيولة يبسر على البنك المركزي التحكم في المعروض النقدي بسهولة وفعالية من خلال عمليات السوق المفتوحة.

تعد السندات أحد مصادر التمويل الخارجية متوسطة وطويلة الأجل التي يمكن أن تلجأ لها الشركات ، سواء في السوق المحلي او من خلال الإصدارات العالمية . فلا تستطيع أي شركة أن تحقق النمو في عملياتها الجارية والاستثمارية، ولا الاستمرار في مجال الأعمال بدون الاعتماد على التمويل الخارجي، والذي يجب استخدامه بحكمه وبشكل اقتصادي في ضوء مبدأ التكلفة والعائد حتي لا يكون سبب لاختلال هيكل التمويل. هناك العديد من المزايا التي تعود على 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 على نسب تكوين محافظ الأوراق المالية، وتوزيعها بين الأسهم والسندات، بالإضافة الى وجود خطوات عديدة تؤخذ في الاعتبار عند الانتقال من الأسهم إلى السندات

شهد سوق الإصدارات انتعاش كبير منذ بداية الاهتمام بتطور سوق الأوراق المالية، وجهود الدولة في تشجيع القطاع الخاص، وانعكس ذلك في زيادة حجم رأس المال وقيمة الإصدارات زيادة ملحوظة خلال الفترة من ١٩٩٤-١٩٩٩

بلغ عدد إصدارات السندات الحكومية المقيدة في البورصة حتى نهاية مايو ٢٠٠٠ حوالى ١٢١ بينما بلغ عدد إصدارات سندات الشركات ٢٩ اى حوالى ١٩,٣% من الاجمالي . اما سندات الشركات فتتكون من ١٥ سند ذات عائد ثابت، و ١٤ سند ذات عائد متغير . و يبلغ قيمة رأس المال السوقي للسندات حوالى ١٤,٢ مليار جنيه في نهاية مايو ٢٠٠٠ .

إن هذه الزيادة المطردة في إصدارات السندات، إنما تعكس توافر الإمكانيات بالسوق المصرى التي تمكن من تفعيل دور سوق المال في دفع التنمية . إلا أن حجمه مازال ضعيف مقارنة بسوق الأسهم حيث يمثل ٧% فقط من رأس المال السوقي .

بالرغم من زيادة الإصدارات الحكومية من السندات إلا أن النسبة الكبرى منها مازالت غير متداولة، علاوة على أن الإصدارات الحكومية لا تتم بصورة دورية و ذات أجال مختلفة، بما يمكن من رسم منحنى 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 المركزي في تسعير السندات الحكومية و هو ما لا يتفق مع مبدأ التسعير وفقاً لآليات السوق ،

أن السبب الرئيسي وراء إصدار الحكومة المصرية للسندات هو تغطية عجز الموازنة العامة للدولة، وبالتالي فهي لا تستخدم هذه الأداة في تحقيق الأهداف الأخرى مثل تمويل المشروعات القومية و المساعدة في إدارة السياسة النقدية، و ذلك نظراً لضآلة نسبة المتداول منها .

اما من حيث خصائص السندات الحكومية المصدرة فأوضحت الدراسة

انخفاض تنوع آجال استحقاق السندات ، حيث تتركز ٥٥% منها في فترة استحقاق مدتها سبع سنوات و هو ما يفقد المستثمر القدرة على تنويع محفظته وفقاً لآجال الاستحقاق

تصدر السندات الحكومية (سندات الخزانة العامة) بفترة ثابتة قدرها ١٠٠٠ جنيه مصرى و مضاعفاتها . و يعتبر إصدار السندات الحكومية بتلك الفئة العالية في غير متناول الطبقة العريضة من المتعاملين، و يؤثر على تداول السندات .

تصدر السندات الحكومية بمعدلات عائد ثابتة " كنظام عام " يتم تحديدها بناء على معدلات العائد البديلة السارية عند الإصدار و بما يتقارب نسبياً مع معدلات العائد على الودائع المصرفية ان جميع عمليات التداول تتم في السوق الرسمي على عكس اغلب الأسواق الناشئة و المتقدمة التي يتم فيها التداول خارج المقصورة (OTC) ، بالإضافة إلى ذلك لا يتواجد في مصر أى شكل من صناعات السوق سواء كانوا جهات منظمة حكومية ام خاصة .

أوضحت نتائج التحليل بالنسبة لهيكل سوق سندات الشركات المصري من حيث فترة الاستحقاق وتاريخ الاستحقاق ومدى القدرة علي استدعاء السند نجد أن النسبة الكبرى من السندات قابلة للاستدعاء ٢٤ إصدار مما 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 ،

انقسم هيكل أسعار الفائدة علي سندات الشركات في السوق المصري إلى نوعين من الإصدارات إصدارات ذات عائد ثابت تمثل حوالي ٤٥% من إجمالي الإصدارات وإصدارات ذات عائد متغير تمثل نحو ٥٥% من إجمالي الإصدارات.

• 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 و درجة مخاطرها مما يفقد السندات جاذبيتها

خلصت الدراسة إلى مجموعة من السياسات تهدف إلى تنشيط سوق السندات بشقيه الحكومي والشركات

- زيادة نسبة المتداول بالفعل من اجمالي السندات المصدرة لمساعدة راسمى السياسة النقدية فى التحكم فى المعروض النقدى من خلال عمليات السوق المفتوحة .
- يجب ان تراعى الحكومة التسعير حسب قوى السوق عند إصدار السندات و عدم تدخل البنك المركزى و فى حالة الرغبة فى التأثير على سعر الفائدة و يتم ذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة
- إتباع استراتيجية ترويج متكاملة قائمة على عناصر هامة ورئيسية فى عملية الترويج مثل الاستعانة بمروجين محترفين ومتخصصين Primary Dealers
- ضرورة وضع ضوابط صارمة لضمان قيام شركات التصنيف الائتماني بوظيفتها بموضوعية ونزاهة، وضمان عدم وجود ارتباطات بينها وبين الشركة المصدرة .
- تكوين صندوق لسداد القرض . ويتم إدارة هذا الصندوق من خلال حجز مبالغ نقدية بصفة دورية، وقيام الشركة باستثمار الأموال المجمعة فى مجال استثماري منفصل عن استثمارات الشركة.
- مراعاة الشركات المصدرة الفرق بين فترة الاستحقاق الفعالة وفترة الاستحقاق الفعلية .
- تنشيط و تفعيل دور اتحادات حملة السندات.
- إنشاء صناديق سندات فقط تهتم بصناعة السوق .
- يجب أيضا العمل على استحداث أدوات جديدة بما يفي بالمتطلبات المختلفة للمصدر و المستثمر.