

البيئة الملائمة لتفعيل نشاط التوريد وعلاقتها بفاعلية سوق الأوراق المالية ياسمين طارق يحيى محمود

المخلص

يهدف البحث إلى دراسة مدى تأثير تهيئة البيئة الملائمة لتفعيل نشاط التوريد على زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري ، هذا بالإضافة للتأكد من وجود معوقات تعرقل زيادة تفعيل نشاط التوريد . ومن ثم توضيح تلك المعوقات وما الحلول المقترحة للتغلب على هذه العقبات سواء كانت معوقات تنظيمية أو بيئية أو قانونية . ثم التطرق إلى النتائج التي قد تعود على سوق المال من التغلب على هذه المعوقات والتوسع في تفعيل نشاط التوريد وأثر ذلك على زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري . تحديد المعوقات التي تعرقل تفعيل دور نشاط التوريد في البيئة المصرية .

Abstract

The present research seeks mainly to determine the obstacles facing the development of applying securitization in the Egyptian market. And the effect of overcoming these obstacles on the securitization process which in return will affect the effectiveness of the Egyptian stock market. This will be achieved through developing theoretical framework of debt securitizing process, Presenting the obstacles facing the application of securitization process and Presenting the indicators of the market effectiveness and Presenting the effect of improving securitization process on increasing the effectiveness of the Egyptian stock market.

المقدمة

تعتبر آلية التمويل من أهم وسائل تنشيط السوق في الأنظمة الاقتصادية الحديثة ، فهي تتيح الفرصة للمؤسسات المالية أو المشروعات للحصول على التمويل ورفع معدلات السيولة ، وفي نفس الوقت يعمل التمويل على تجزئة المخاطر وتحويل بعض أو كل المخاطر من خلال توسيع دائرة المشاركة . وبالتبعية فتطوير سوق المال المعلن يؤدي إلى نمو الاقتصاد ككل ، ويتم ذلك عن طريق العمل على تنمية سوق السندات المحلية . ومما سبق يتضح أن هناك عدة جوانب وأبعاد يمكن من خلالها النظر إلى عملية التمويل و توضيح البيئات الملائمة لتفعيل نشاط التمويل و المعوقات التي قد تعرقل التوسع في تفعيله و الأثر ذلك على تفعيل نشاط التمويل.

أولاً: مشكلة الدراسة

يؤدي نشاط التمويل إلى تجميع أنواع مخاطر مختلفة لأنه يقوم بتجميع عدة أصول مالية تحمل خصائص مختلفة في وعاء واحد وطرحها كأوراق مالية للمستثمرين عندما يتم تقسيم ملكية الأصول على عدد كبير من المستثمرين تقل درجة المخاطرة في العمليات المالية . وعلى الرغم من أن التمويل يعمل على تخفيض المخاطر الائتمانية وتوفير السيولة وتخفيض تكلفة التمويل والاقتراض ، إلا أن هناك مجموعة من المعوقات التي تعرقل تطبيقه بشكل ناجح والاستفادة منه ، فلكي تنجح عملية التمويل يجب أن توجد بيئة مناسبة ومشجعة للاستثمار في سندات التمويل ، وهناك العديد من العوامل القانونية والبيئية (المؤسسية) والتنظيمية التي تؤثر على نجاح عملية التمويل .

لذلك يمكن توضيح أن مشكلة البحث تتلخص في الآتي :
عرض البيئات اللازمة لتفعيل نشاط التمويل وكيفية التغلب على المعوقات التي تعرقل التوسع في تطبيقه وأثر ذلك على سوق الأوراق المالية .

ثانياً: أهمية الدراسة

يكتسب البحث أهميته من توضيح التمويل كأداة مالية تساعد على تمويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة في صورة أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

للتداول. وبالتالي يتم نقل المخاطر من المنشئ للدين إلى المستثمر وذلك يمر بمراحل عدة يشترك فيها أطراف كثيرة وهم يعتبرون الأطراف المشتركة في إتمام عملية التوريد وبالتالي فكل طرف من هؤلاء تعود عليه فائدة من خلال اشتراكه في عملية التوريد. ثم عرض البيئات اللازمة للتوسع في تفعيل نشاط التوريد وأثر ذلك على فاعلية سوق الأوراق المالية المصر وما قد يترتب على ذلك للتأثير على الاقتصاد ككل.

ثالثاً: أهداف الدراسة

يهدف البحث لإعرض الخلفية النظرية لنشاط التوريد وتجارب بعض الدول الرائدة في مجال التوريد ثم عرض الوضع الحالي للتوريد في مصر. ثم توضيح البيئات اللازمة لإنجاح نشاط التوريد والمعوقات التي تعرقل تفعيله وأثر ذلك على فاعلية سوق الأوراق المالية المصرية.

رابعاً: الفروض

استناداً إلى المشكلة البحثية فقد تم صياغة الفروض الرئيسية التالية التي سيجري اختبارها، واستخلاص النتائج والتوصيات من خلالها:

الفرض الأول: لا توجد علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بين العوامل التي تعوق نشاط التوريد وبين التوسع في تفعيل نشاط التوريد.

الفرض الثاني: لا توجد علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بين العوامل التي تعوق نشاط التوريد وزيادة فاعلية سوق الأوراق المالية في ظل تفعيل نشاط التوريد.

خامساً: هيكل الدراسة

تتضمن الدراسة ثلاثة أجزاء وتشمل:

الجزء الأول:

عرض الوضع الحالي للتوريد في مصر وتجارب بعض الدول الرائدة في نشاط التوريد.

الجزء الثاني:

توضيح البيئات اللازمة لإنجاح نشاط التوريد والمعوقات التي تواجه التوسع في تفعيل نشاط التوريد وعلاقتها بسوق الأوراق المالية المصرية.

الجزء الثالث :

الدراسة الميدانية واختبار الفروض : وتتضمن الفصل منهجية الدراسة وتوضيح المجتمع والعينة وطريقة جمع البيانات التحليل الوصفي والإحصائي لمتغيرات الدراسة بالإضافة للأساليب الإحصائية المستخدمة ثم اختبار الفروض وفى نهاية الفصل وعرض النتائج والتوصيات.

الجزء الأول

أولاً: وضع التوريق في مصر وبعض الدول الأجنبية

١- الوضع الحالي للتوريق في مصر

بدأ الاهتمام بنشاط التوريق في الدول العربية على وجه العموم وفي مصر على وجه الخصوص وذلك حينما بدأ اتحاد المصارف العربية بإدخال مفهوم التوريق إلى السوق المصرفية العربية منذ عام ١٩٩٥ بعد ازدياد استخدام التوريق كأداة مالية حديثة في الأسواق العالمية ،ومن قبل المصارف العالمية والتي وجدت فيها مخرجاً مالياً يساعد على زيادة السيولة ونقل المخاطر .

ومن ثم بدأ المسئولون في الأسواق العربية دراسة آلية تطبيق هذه الأداة . أما في مصر فظهرت أهمية عملية التوريق عند إصدار قانون التمويل العقاري الذي نص عليه في المادة (١٢) وذلك علمًا بأن ذلك يعد السبيل للخروج من حالة الركود في قطاع العقارات وأزمة السيولة في المصارف وعدم قدرة محدودي الدخل على الحصول على الوحدات السكنية بطريقة الدفعة الواحدة .

وجدير بالذكر أن في مرحلة إعداد القانون ظهرت الضرورة الملحة لاعتماد عمليات التوريق في سوق المال المصرية من أجل تفعيل هذا القانون بالإضافة إلى الاستفادة من نظام التوريق ذاته في السوق المالية المصرية والسماح للديون المستقبلية غير العقارية مثل العقود البترولية وبطاقات الائتمان والديون غير المنظمة .

برز نشاط التوريق في مصر مع صدور قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ من خلال اهتمام وزارة الاقتصاد والتجارة بعملية التوريق كأحد الحلول المطروحة لحل مشاكل الركود في قطاع العقارات وأزمة السيولة في القطاع

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

المصرفى ولقد تم استحداث أنشطة لم تكن واردة بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ومنها نشاط توريق الحقوق المالية، وذلك بموجب قرار وزير الاقتصاد والتجارة رقم ٦٩٧ لسنة ٢٠٠١ حيث أجاز للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية إصدار سندات مضمونة بالعقارات المرهونة بمعنى إمكانية تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصة .

يعتبر توريق عقود التمويل العقاري مصدراً مهماً لما تنتجه هذه الأداة من زيادة في معدل السيولة تنعكس على زيادة حجم الإقراض للعقارات بالإضافة إلى أنها تساعد على حل المشكلة العقارية التي يعاني منها المستثمرون بسبب الركود وانخفاض السيولة التي يعاني منها المستهلكون .

تطبيق التوريق في مصر لأول مرة:

أول عملية في سوق المال المصرية أعلنت شركة كونتكت عن اطلاق أول لإصدار في مصر لسندات مضمونة بمحظة حقوق مالية متمثلة في عقود شراء سيارات بالتقسيط والتي بدأت في ٢٢ ديسمبر ٢٠٠٦ . وإجمالي إصدار هذه السندات قيمته ١٤٠ مليون جنيه، وتدفع عائد بسعر ١١% محققة بذلك أعلى تصنيف ائتماني يصل عمر السند إلى خمس سنوات، ويتم استهلاكه شهرياً مما يعنى أنه يسدد قيمة العائد بالإضافة إلى استهلاك أصل السند كل شهر وبذلك يتم استرداد نحو ٧٢% من أصل قيمة السند بنهاية السنة الثانية من عمره .

فقد أعلنت الشركة أنها فصلت محظة حقوق مالية هي واحدى الشركات التابعة لها ونقات إلى شركة ذات نشاط خاص وذلك بعد تعديل القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بما يسمح بإصدار سندات التوريق .

٣- تجارب بعض الدول الأجنبية في نشاط التوريق:

١- ٣ تجربة التوريق في أمريكا اللاتينية:

بدأ التوريق يزدهر في دول أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينات ومعظم عمليات التوريق حدثت في التعاملات الدولية وكانت تتمثل في كروت الائتمان وتذاكر الطيران .

وقد وصل التوريق إلى الذروة في أمريكا اللاتينية في عام ١٩٩٦ لتصل قيمة الإصدارات إلى ١٠ بليون دولار . وبالرغم من أن التوريق في أمريكا اللاتينية

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

كان متركزاً على السوق عبر الحدود إلا أنه أصبح على المستوى المحلي حتى وصل إلى ١٣.٦ بليون دولار في عام ٢٠٠٦ ، وقد تصدر هذا السوق المكسيك والبرازيل ثم الأرجنتين .

وكان أحد أسباب التوجه لزيادة نمو التوريق في أمريكا اللاتينية حدوث الأزمات المالية المتعددة مثل أزمة سيولة في ١٩٩٢-١٩٩٤ في المكسيك وأزمة الديون في البرازيل في ٢٠٠٢ ، مما أدى إلى توجه المقترضين إلى الاهتمام بإدارة الأصول والخصوم من أجل كسب ثقة المستثمرين الأجانب .

معظم عمليات التوريق حدثت في المكسيك ، وعلى سبيل المثال في يوليو ١٩٩٧ بدأت شركة مجموعة الأجهزة الكهربائية ، وكانت أول الشركات التي أصدرت سندات توريق في سوق الأسهم المكسيكي ، وقد أصدرت تسع إصدارات بإجمالي قيمة ٣٨١ مليون \$.

٢-٣ تجربة التوريق في فرنسا:

في عام ١٩٩٨ اتضح أنه سوف يكون هناك ازدهار في الأوراق التجارية المضمونة بأصول Asset-backed Commercial paper ABSC في فرنسا ، فقد تضاعف حجمها من عام ١٩٩٧ لتصل إلى ٧.٢ بليون دولار في عام ١٩٩٨ وبرغم ذلك ظلت الأوراق المالية الفرنسية المضمونة بأصول . من أهم العوامل التي أدت إلى نمو الأوراق التجارية المضمونة بأصول في فرنسا: المنافسة ، والقوى التنظيمية ، وزيادة إدراك البائعين لمزايا التوريق ، وبحث البنوك عن فرص المراجعة .

ويعتبر السوق الفرنسي للأوراق المالية المضمونة بأصول في مراحلها الأولى ، وإن كان به توجه قوي للنمو ، فما زالت البنوك الفرنسية تجمع خبرات في هذا المجال من الاستثمارات لتصل إلى نظرائها في أمريكا وأوروبا ، على الرغم من وجود عائق لأن أول إصدارات التوريق في السوق تتطلب من البائع مجهود كبير لتقديم معلومات كافية عن تاريخ المحفظة .

المؤسسات المالية في فرنسا لديها ثلاث بدائل لتمويل محافظ رهوناتها على أساس مضمون في أسواق المال بطريقة تعزل مخاطر ائتمان البنك عن مخاطر

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

ضمان الرهن . وكل من هذه البدائل يوفر فرصة تمويل تجمع Pool رهن بأسعار أفضل مما لو أنها أصدرت ديناً مضموناً .

٣- ٣ تجربة التوريق في شرق آسيا:

تزايد نشاط التوريق بوضوح في أجزاء من شرق آسيا مثل الصين واليابان وكوريا ، وماليزيا من خلال قروض الإسكان ، وفي سنغافورة ، وقد تزايد التوريق في كوريا كوسيلة تمويل فعالة بعد إصدار تشريعات تسمح بأخذ أحجام كبيرة من القروض كضمان لديون أخرى ، وهي عملية إعادة تشغيل لتساعد على استمرار حركة الاقتصاد الكوري .

حيث بدأ النشاط الفعلي في عام ١٩٩٩ ، فكانت إحدى أكبر صفقات التوريق التي تمت بواسطة بنك أكسيم الكوري ، فقد اشترك البنك في تمويل العمليات التجارية الاستثمارية الخارجية للشركات الكورية وبذلك أصبحت لديه مستحقات مستقبلية بالعملة الأجنبية .

هذا وقد كان من أحد الأسباب الرئيسية لبطء حركة نشاط التوريق هو عدم وجود اللوائح والقوانين التي تنظم هذا النشاط ، مما دعا الحكومة الكورية إلى إصدار قانون خاص بالأوراق المالية المضمونة بأصول في عام ١٩٩٨ الذي كان يحكم نشاط التوريق الخاص بالمؤسسة المالية الحكومية والخاصة .

وفي اليابان في ١٩٥٠ كان تمويل الإسكان جزءاً من السياسة العامة وذلك اتباعاً للنموذج الأمريكي ثم ماليزيا في ١٩٨٥ والصين في ١٩٩٧ ثم كوريا في ٢٠٠٤ .

٣-٤ تجربة الولايات المتحدة الأمريكية :

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية هي الدولة الرائدة في نشاط التوريق كما عرض البحث في الجزء السابق الخاص ببنشأة التوريق، ويرجع نجاح تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في مجال توفير السيولة لسوق التمويل العقاري بشقيه (الأولي والثانوي) كنموذج رائد ومتطور إلى عدة عوامل تتمثل في:

١. وجود تشريعات وقوانين متطورة ساعدت على تسهيل التعامل بأدوات هذا السوق .

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

٢. كفاءة الإطار التنظيمي الذي يتمثل في الدور الذي تؤديه المؤسسات والهيئات الحكومية والخاصة في تنظيم إدارة عملية التمويل العقاري منذ نشأة القرض ، وحتى تم توزيعه باستخدام أداء السندات .
٣. وجود سوق أوراق مالية متطور أسهم في استيعاب السندات المحددة بضمنان أصول عقارية .
٤. وجود مؤسسات مالية كبيرة مساعدة عملت على نجاح آلية التمويل من أهم هذه المؤسسات: التصنيف الائتماني ، وشركات التأمين ، وصناديق الاستثمار ومؤسسات الإقراض العقاري . وكفاءة المؤسسات الحكومية في توفير الضمانات اللازمة للقروض العقارية .

٥- 3 التوريق في المملكة المتحدة:

أنشأ بنك Woodwich عام ١٩٩٩ خدمة للرهنات مقابل رسم معين بالاشتراك مع Countryside credit services - وهي شركة مالية أمريكية متخصصة في إنشاء وخدمة الأصول المرهونة ، وتعتمد كاتري وايد Country Wide بشدة على استخدام التوريق لتصفية (تسييل) الأصول المرهونة خاصة مع الخدمة . وفي ١٠ ديسمبر ٢٠٠٩ تم إصدار مقترحات بحدوث تغييرات لتطبيق متطلبات بازل ١ و ٢ التي ستنفذ في يناير ٢٠١١ وستؤدي إلى ظهور تشريعات وقوانين تؤثر على نشاط التوريق .

النتائج المستفادة من التجارب الأجنبية في الآتي:

تعد التجربة الأمريكية هي الرائدة والأكثر نجاحًا في مجال التوريق وذلك يرجع لعدة عوامل هي:

- الدور الذي تؤديه المؤسسات والهيئات الحكومية والخاصة في تنظيم وإدارة العملية منذ نشأة القرض وحتى توزيعه باستخدام السندات .
- وجود سوق أوراق مالية متطور أسهم في استيعاب السندات المصدرة .
- وجود مؤسسات مالية كبيرة عملت على نجاح عملية التوريق مثل (مؤسسات التصنيف الائتماني ، وشركات التأمين ، وصناديق الاستثمار) .
- كفاءة المؤسسات الحكومية في توفير الضمانات اللازمة التي امتدت إلى تأمين حصول الجهة المنشئة للقروض على الفوائد وأصل الدين في تاريخ

الاستحقاق دون تأخير، ويعتبر توفير هذه الضمانات من خلال المؤسسات الحكومية بصفة خاصة هو الأساس لنجاح التوريق في أمريكا ، وذلك لأنها تضمن للمستثمر في الأوراق المالية المضمونة بأصول حصوله على مستحقته .

ملخص تجارب الأسواق الناشئة

إجمالي السندات المصدرة من قبل الأسواق الآسيوية صعدت لتصل الى ١,١ ترليون دولار في نهاية ٢٠٠١ وهو ضعف كل ما أصدرته الأسواق الصاعدة . ويمثل سوق السندات ٣٨% من إجمالي الناتج المحلي في آسيا و ١٥٠% في الولايات المتحدة الأمريكية و ١٠% في أستراليا و ٢٨% في كوريا الجنوبية و ٥٠% في ماليزيا .

توسعت عملية التوريق في أمريكا اللاتينية منذ عام ٢٠٠٢ ليزداد حجم عمليات التوريق من ٦ بليون دولار ليصل إلى ٢٠ بليون دولار في عام ٢٠٠٦ . وبالإضافة لذلك قد أشارت منظمة IOSCO في تقريرها في نوفمبر ٢٠١٢ " Global Developments in Securitization Regulation أن التوريق قد يلعب دوراً مهماً في دعم النمو الاقتصادي .

مما سبق يمكن القول: إن دور الحكومة ومدى تطور سوق السندات يكون لهما دور أساسي في نجاح أو فشل عملية التوريق في مختلف البلاد أما بالنسبة لمصر فانتضح ما يلي:

١. قصور دور الحكومة في تنشيط سوق السندات فحجم سوق السندات يمثل فقط ٦% من إجمالي حجم السوق في عام ٢٠٠٦ فكان من الضروري تنشيط التوريق كأداة للتمويل طويل الأجل على غرار ما يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية .
٢. سيطرة السندات الحكومية على سوق السندات المصري سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول .
٣. إن السبب الرئيسي لإصدار السندات الحكومية في مصر هو تغطية عجز الموازنة وليس بغرض تمويل المشروعات المختلفة .
٤. ضعف قيمة سندات الشركات المتداولة في مصر في حين تستحوذ السندات الحكومية على معظم تعاملات السندات داخل المقصورة .

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

٥. غياب الوعي الثقافي لدى جمهور المستثمرين في مصر بأهمية أداة السندات
تعرض الجزء السابق للوضع الحالي للتوريق في مصر وتجارب بعض
الدول في نشاط التوريق ، وذلك لتوضيح الفرق بين التجربة المصرية والتجارب
الأخرى . وسوف يتعرض الجزء التالي إلى البيئات اللازم توافرها لقيام التوريق
وإنجازه والعوائق التي تمنع تطبيقه كما يجب للحصول على النتائج المرجوة .

ثانياً : البيئات اللازمة لنجاح نشاط التوريق والمعوقات التي تواجه تطبيقه

١-البيئات المتطلبة لإنجاح نشاط التوريق

لكي تنجح عملية التوريق يجب أن توجد بيئة مناسبة ومشجعة للاستثمار في
سندات التوريق ، وهناك العديد من العوامل القانونية والبيئية (المؤسسية) والتنظيمية
التي تؤثر على نجاح عملية التوريق ، لذا سيعرض البحث بعض جوانب تلك
البيئات:

١ - ١ البيئة القانونية:

لكي تتخذ عملية التوريق شكلها العملي فإن من الضروري إيجاد الإطار
القضائي المناسب والبيئة القانونية الملائمة الحاكمة لعملية التوريق ، وهنا من الأهمية
بمكان إيجاد النصوص القانونية الضرورية لتنفيذ العناصر الأساسية لعملية التوريق
النموذجية.

ومن العوائق المهمة أمام التوريق في الدول النامية أن الإطار القانوني غير
قادر على مواكبة العلاقات القانونية المتعددة التي يتطلبها نجاح عملية التوريق .
ومن القضايا الأساسية هنا إيجاد القانون الذي يرعى تأسيس هيئة مستقلة قانوناً في
شكل شركة ذات غرض خاص ، ثم هناك قضية كيفية انتقال الأصول من المصدر
إلى هذه الشركة ، وكذلك هناك متطلبات قانونية ترتبط بتسجيل إصدار الأوراق
المالية وتوفير الإفصاح عن المعلومات .

للضرائب تأثير على عملية التوريق يمكن أن يكون عنصرًا أساسياً في
تحديدها إذا كانت عملية التوريق مربحة أو خاسرة ، وبالتالي في تحديد مدى جدواها
. إن تأثير الضرائب يمكن أن يطال عدة نقاط في عملية التوريق ، فإذا كانت عملية
التوريق تجري ضمن نطاق الدولة ، فإن قوانين الضرائب المحلية هي التي تحكم
عملية التوريق ، لكن عندما تجري هذه العملية عبر الحدود.

١- البيئة التنظيمية:

يجب أن تتصف البيئة التنظيمية بما يلي:

١. توحيد القواعد والأصول الحاكمة لعملية التوريد وذلك عن طريق التوافق بين تعليمات وقواعد الإقراض وأية إجراءات أخرى ، مما يعطي المصدقية لنشاط التوريد وبالتالي السيولة المالية في السوق.
٢. الشفافية في الكشف عن البيانات المتعلقة بنشاط التوريد .
٣. يجب التأكد من وضوح مفهوم التوريد لدى المستثمرين .
٤. وجود برامج تدريبية لتعزيز كفاءة العاملين في سوق الأوراق المالية .
٥. توافر عدد من الشركات المختصة لتقييم الديون المطلوب توريقها ، يتمثل أحد أهم العناصر في تحديد نجاح أو فشل أي عملية توريق في الحصول على تصنيف ائتماني عالٍ أو متدنٍ بالنسبة للدين المورق المباع في السوق .
٦. السماح لشركات الاستثمار بتوريق مستحقات عملائها في سوق المال .

٢- ١ البيئة المؤسسية:

١. للوصول إلى أكبر فائدة من نشاط التوريد ، لا بد من وجود حجم كبير من الأصول المتجانسة حتى يتم توريقها ووضع سجل تاريخي عن أداء الأصول يعتبر أداة مهمة لاستنتاج مدى كفاءة تلك الأصول في المستقبل .
٢. تعاني أغلبية الدول الناشئة من سوق دين ضعيف وقصير الأجل وهناك تحديات كبيرة تواجه إنعاش سوق السندات المرهونة بالأصول ،وتستطيع عملية التوريد أن تسهم في إنعاشه ، ولذلك يجب تنشيط سوق السندات الحكومية الذي يسهم في الوصول للمعدلات الحقيقية لأسعار الفائدة باتباع المعايير الدولية الخاصة بقواعد وإجراءات التقييم للأصول والضمانات الأخرى .

٣. المعوقات التي تواجه نشاط التوريد:

قامت الباحثة بتقسيمها لمعوقات قانونية و تنظيمية و بيئية

٢-١ معوقات قانونية:

- نصت المادة الحادية عشر في القانون على ضرورة قيام الممول بضمان الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي يصدرها المحال له

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

واستمراره في تحميل مستحقات المستثمرين في الأوراق المالية، وذلك برغم تحويله لهذه الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل إلى طرف أو جهة أخرى التي تقوم بمباشرة التوريق .

● ينص القانون على إمكانية قيام الممول بتحويل الحقوق لإحدى شركات التوريق إلا أنه لا يوجد قانون حتى ٢٠٠٧ ينظم نشاط التوريق في مصر على الرغم من إصدار القانون التمويل العقاري عام ٢٠٠١ .

● ينص القانون على أن الشركة المرخص لها بمزاولة نشاط التمويل العقاري يجب أن تكون شركة مساهمة مصرية ولا يقل رأسمالها المصدر عن ٢٠ مليون جنيه ، وألا يقل المدفوع منه عند التأسيس عن النصف ، وأن تكون نسبة كفاية رأس المال ٢٠ مرة حجم محفظة الإقراض الخاصة بالشركة ، وألا تقل نسبة الأصول المتداولة بالشركة إلى الخصوم المتداولة عن ٥٠% . يلزم صفقات التوريق جوانب قانونية يجب مراعاتها لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح ولكن لا تتوافر القوانين التي تكفل الاستقرار لكل من المستثمر والمصدر ، ومنها مخاطر العجز عن الوفاء بالدين ومخاطر الائتمان.

● اهتمام المشرع المصري بتجهيز البيئة القانونية للتوريق كأداة مالية للتمويل العقاري برغم من أن الدراسات السابقة أكدت إمكانية توريق أغلب الأصول.

٢-٢ معوقات تنظيمية:

● لا توجد منظومة متكاملة لقيام التوريق بشكل ناجح ، مثل: عدم توافر شركات متخصصة في مجال التوريق وهذه الشركات يمكن أن تقوم البنوك وشركات التأمين بإنشائها و لا توجد شركات للاستعلام عن العملاء . و قلة عدد مؤسسات التصنيف الائتماني التي تلعب دورًا مهمًا في معاملات التوريق ، والتالي توجد صعوبة في التسويق للأوراق المالية ، وأيضا صعوبة قياس مخاطر الأوراق المالية من قبل المستثمرين و عدم وجود حملات توعية عن هذا النوع من الاستثمار للمستثمرين بالإضافة عدم وجود مركز للرد على استفسارات أطراف التعامل .

٢-٣ معوقات بيئية:

يوجد العديد من العوامل في البيئة الاستثمارية التي تعرقل نمو نشاط التوريد ومنها ما يلي: عدم إدراك المديرين أهمية التوريد بالإضافة لعدم وجود شفافية بشأن المخاطر الخاصة بالسندات التي تم توريقها. ضعف سوق السندات في مصر وقلة البرامج التدريبية لتعزيز كفاءة العاملين في سوق رأس المال. الأداء الضعيف لسوق السندات المصري يعاني من السلبيات مثل عدم التنوع وانخفاض معدل الدوران بالإضافة إلى أن حجم سوق السندات الذي يمثل فقط ٦% من إجمالي سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: التوريد وأداء سوق الأوراق المالية المصري

مما سبق فإن نجاح عملية التوريد يعتمد بدرجة كبيرة على تطوير سوق السندات، بمعنى آخر إن ركود سوق السندات يعتبر من أحد المعوقات الأساسية أمام الاتساع في تطبيق نشاط التوريد.

إن من أهم خصائص الأسواق المالية الصاعدة زيادة معدل النمو الاقتصادي وزيادة معدلات الاستثمار والأرباح، زيادة حجم التعامل الإجمالي في الأوراق المالية ونسبته إلى إجمالي الناتج القومي.

وهناك عدة مؤشرات لقياس تطور أسعار الأسهم في السوق المصري من أهمها مؤشر البورصة المصرية CASE 30 الذي قامت بورصة القاهرة والإسكندرية بإصدار هفيمارس ٢٠٠٣، وهنا كمؤشر مؤسسة التمويل الدولية ومؤشر ستاندرد أند بورز، ومؤشر مورجان ستانلي وكذلك مؤشرات خاصة بمؤسسات مالية محلية مثل مؤشر هرمز. وقفز مؤشر البورصة المصرية CASE 30 بنسبة ١٢٣.٨% خلال عام ٢٠٠٤ ليصل إلى ٢٥٣٢.٣٩ نقطة مقارنة مع ١١٣١.٢٠ نقطة في نهاية ٢٠٠٣ بزيادة قدرها ١٤٠١.١٩ نقطة، وارتفع المؤشر العام لهيئة سوق المال المصرية بنسبة ٥٢.١% مسجلاً ١٢٠٩.٠٢ نقطة مقارنة بنحو ٧٩٤.٦٨ نقطة نهاية العام السابق بارتفاع ٤١٤.٣٣ نقطة.

شهد مؤشر Case 30 طفرة كبيرة في معدلات نمو خلال شهر يناير ٢٠٠٦ حيث شهد أعلى قيمة له على الإطلاق في أول فبراير ٢٠٠٦ عندما أقتل على ٨١٤٠ نقطة بارتفاع قدره ٢٩% من إغلاقه في نهاية عام ٢٠٠٥. ومن ذلك التاريخ بدأ

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

المؤشر في التراجع ولكن بمعدل بطئ حتى ١٤ مارس ٢٠٠٦ حيث بدأت بعده حركة ارتفاع في المؤشر خلال شهر إبريل ، كما حققت البورصة المصرية نشاطاً ملحوظاً.

ويقاس حجم السوق بالقيمة السوقية للأوراق المالية المقيدة بالبورصة ، وخلال السنوات من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٠ حققت غالبية الشركات في القطاعات المختلفة مثل الحديد والأسمت والاتصالات والبنوك أرباحاً مقارنة بمعدلاتها السابقة ، وتحول بعضها من الخسائر إلى الأرباح ، وقد وصل حجم رأس المال السوقي في بورصتي القاهرة والإسكندرية إلى ٤٨٨.٢٠ مليار جنيه في نهاية شهر ديسمبر ٢٠١٠ منخفضاً عن العام السابق له بنسبة ٠.٢% . وفيما يتعلق بمعدل النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي للعام المالي ٢٠١٠/٢٠٠٩ فقد سجّل ما نسبته ٥.١% مقابل ٤.٧% في العام المالي ٢٠٠٩/٢٠٠٨ ومقابل نحو ٤% نموًا في الاقتصاد العالمي . بينما أسهم القطاع العام بنحو ١.١ نقطة مئوية من معدل النمو (البالغ ٥.١%) ، أسهم القطاع الخاص بنحو ٤ نقطة مئوية .

جدول مؤشرات البورصة المصرية

٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	مؤشرات البورصة
١٦,٨٩٦.٢٠	٢٧,٩٥٥.١٠	٢٨,٦١٧.١٠	٢١,٩٣٨.٩٠	١١,٣٧٧.٦٠	كمية التداول (داخل المقصورة)
١,٥٦٣.٤٠	٥,٤٥٨.٦٠	٧,٩٨٤.٥٠	٣,٦١٧.١٠	٣,٧١٢.٥٠	كمية التداول (خارج المقصورة)
٣٠.٩٠	١٥.٦٠	-	-	-	كمية التداول (بورصة النيل)

البيئة الملائمة لتفعيل نشاط التمويل وعلاقتها بفاعلية سوق الأوراق المالية

~ ياسمين طارق بنى محمود ~

١٠,١٢٠	٦٢,٦٠٧	٥,٥١٦,٩٦٦	١٤٨,٢٢٣,٧٠	١٧,٤٩٥,٩٠	١٣٠,٥٣٦,٤٠	١٨,٤٩٠,٥٠	إجمالي كمية التداول (مليون)
٥,٤٣٤	٤٠٢,٠٦٥	٩,٧٩٣,٧٢٠	٣٢١,٣٦٠,٣٠	٤٨,٢٥٦,٨٠	٢٧٢,٩٠٤,٢٠	٣٣,٤٢٩,٣٠	قيمة التداول (داخل المقصورة)
-	١,١٣٢,٦٣٩	١٣,٤٩٥,١٧٠	٤٤٨,٢٥٩,٦٠	١١٤,٧٤١,١٠	٣٣٣,٥١٨,٥٠	٣٦,٦٠١,٦٠	قيمة التداول (خارج المقصورة)
-	٧٠٥,٣٧٦	١٢,٧٥٠,٩٤٠	٥٢٩,٦٢٣,٦٠	٥٣,٧٤٢,٤٠	٤٧٥,٨٨١,٢٠	٢٥,٥٥٦,٠٠	إجمالي قيمة التداول (مليون جنيه)
-	٣٠٣,٥٣٢	٨,٧١٢,٥٨٤	٣٦٣,٠٤٦,١٠	٤١,٥٢١,٦٠	٣٢١,٥٢٤,٥٠	١٥,٠٩٠,١٠	عدد العمليات (داخل المقصورة)
-	٣٠٣,٥٣٢	٨,٧١٢,٥٨٤	٣٦٣,٠٤٦,١٠	٤١,٥٢١,٦٠	٣٢١,٥٢٤,٥٠	١٥,٠٩٠,١٠	عدد العمليات (خارج المقصورة)
-	٣٠٣,٥٣٢	٨,٧١٢,٥٨٤	٣٦٣,٠٤٦,١٠	٤١,٥٢١,٦٠	٣٢١,٥٢٤,٥٠	١٥,٠٩٠,١٠	عدد العمليات (بورصة النيل)

البيئة الملائمة لتفعيل نشاط التمويق وملاقتها بفاعلية سوق الأوراق المالية

~ ياسمين طارق بنى محمود ~

نصيب الأجانب غير العرب من إجمالي قيمة التداول (%)	معدل دوران السهم (%)	رأس المال السوقي في نهاية العام (بالمليار جنيه)	إجمالي المتداول من الشركات (م/د)	متوسط عدد الشركات المتداولة شهرياً	عدد الشركات المتداولة	عدد الشركات المقيدة	إجمالي عدد العمليات (بالآلاف)
٢٣.٥٥	٣٤.٠٠	٢٩٣.٦٠	٩٤.٨٤	١٩٤	٢٠٢	٢١٣	٥,٥٨٩,٦٩٣
١٦.٥٠	٤٢.٨٩	٤٨٨.٢٠	٩٩.٥٣	٢٠٢	٢١١	٢١٢	١٠,٢٠١,٢١٩
١٢.٧٢	٥٨.٦٣	٤٩٩.٦٠	٩٤.٤٤	٢١٦	٢٨٩	٣٠٦	١٤,٦٢٧,٨٠٩
١٩.٤٥	٧٠.٣٠	٤٧٣.٦٠	٨٦.٣٣	٢١٣	٣٢٢	٣٧٣	١٣,٤٥٦,٣١٦
١٨.٢٧	٣٨.٧٠	٧٦٨.٣٠	٧٧.٤٧	١٩٩	٣٣٧	٤٣٥	٩,٠١٦,١١٦

~ ياسمين طارق يحيى محمود ~

٥.٢٧	٦.١٢	٦.٢٨	٩.٧١	١٢.٨٢	نصيب العرب من إجمالي قيمة التداول (%)
٢٠٧	٢٤٧	٢٤٩	٢٤٤	٢٤٤	عدد أيام التداول
٥.٩٥٣	٥.٨٠٥	٥.٤٨٥	٥.٥٥٠	٥.٥٠٠	سعر الصرف (جنيه/دولار) في نهاية الفترة

المصدر : الشركة المصرية لنشر المعلومات ٢٠١٣

عرض الجدول السابق مؤشرات البورصة في الفترات منذ نشأة نشاط التوريق وهي منذ سبتمبر ٢٠٠٦ حتى عام ٢٠١١ وهي الفترة التي تخص البحث وكما سبق الإشارة في الجزء السابق إلى مؤشرات قياس فاعلية السوق والتي من ضمنها حجم السوق عدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وهي التي تعد من مؤشرات السيولة احدى مقاييس الفاعلية بالإضافة لنصيب العرب والأجانب غير العرب من إجمالي قيمة التداول . وقد تم عرض هذه المؤشرات في الجدول السابق والتي اتضح منها بصفة عامة تزايد من ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٠ ولكن بدأت الأرقام في النزول في عام ٢٠١١ وذلك بسبب الأحداث السياسية التي حدثت بعد ثورة ٢٥ يناير ولذلك لا تعد هذه السنة مقياس . وتزامناً مع هذه الزيادة في المؤشرات السابقة كانت الزيادة في كمية وقيمة سندات التوريق المتداولة في السوق وذلك سوف يتم الإشارة له في الجدول التالي الخاص بإصدارات سندات التوريق، إلى جانب ذلك يوجد زيادة في الناتج المحلي فقد بلغ معدل النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي للعام المالي ٢٠١٠/٢٠٠٩ فقد سجّل ما نسبته ٥.١% مقابل ٤.٧% في العام المالي ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ومقابل نحو ٤% نموًا في الاقتصاد العالمي .

ومن هذه النقطة يمكن القول بأنه توجد علاقة بين ظهور نشاط التوريق في سوق الأوراق المالية وبين فاعلية السوق والتي تبلورت من خلال التزايد في مؤشرات فاعلية السوق والنمو في الناتج المحلي . لكن الواقع أن حجم سندات

التوريق ضئيلاً مقارنةً بإجمالي حجم الصادرات ومن ثم يصعب توضيح العلاقة بين فاعلية السوق والتطور في حجم إصدار سندات التوريق بشكل كمي ، إلى جانب أن هناك بعض مؤشرات للفاعلية مثل مقياس دقة وصحة المعاملات وعدم حدوث أخطاء لذلك سيتم تصميم قائمة استقصاء تساعد على قياس مدى سرعة إتمام المعاملات في السوق وسرعة رصد ونشر المعلومات وهي من مؤشرات قياس الفاعلية .

الجزء الثالث

الدراسة الميدانية

أولاً: منهجية الدراسة

تعتمد الباحثة على كل من المنهج الاستقرائي والاستنباطي لتحقيق الهدف من البحث .

وهو التعرف على المعوقات أمام تفعيل نشاط التوريق ، توضيح الوضع الحالي لتطبيقات التوريق وكيفية الاستفادة من تفعيل دور التوريق في تحسين أداء سوق الأوراق المالية المصري وذلك من خلال :

أ. الدراسة النظرية:

تعتمد فيها الباحثة على المنهج الاستقرائي والاستنباطي لعرض الإطار النظري لموضوع التوريق ومن مفهوم ومزايا وأبعاد ، واستعراض تجارب بعض الدول الأجنبية في تطبيقات التوريق لتحقيق هدف البحث .

ب. الدراسة الميدانية:

تعتمد الباحثة فيها على اختبار مدى صحة الفروض وذلك من خلال مجتمع الدراسة وأساليب تجميع البيانات وتصميم قائمة الاستقصاء و الحصول على البيانات من سوق الأوراق المالية المتعلقة بنشاط التوريق واتخاذها كمؤشر للعلاقة بين فاعلية سوق الأوراق المالية ونشاط التوريق .

ثانياً: مجتمع الدراسة

نظراً لأن أحد أهداف الدراسة تحديد المعوقات التي قد تعرقل تفعيل نشاط التوريق وأثر تفعيل نشاط التوريق على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

، يتمثل مجتمع الدراسة في شركات التوريق وشركات الوساطة المالية، التي تعد إحدى أطراف عملية التوريق .

ينقسم مجتمع الدراسة إلى فئتين هما:

الأولى: الشركات ذات الغرض الخاص (الشركات المتخصصة في نشاط التوريق) وهي ستة شركات: المصرية للتوريق ، وكونتكت للتوريق ، والتعمير للتوريق ، والتوفيق للتوريق ، والرحاب والبنك العقاري العربي ، وذلك وفقاً لإصدارات البورصة حتى ٢٠١٣\١٢\٣١ .

الثانية: شركات الوساطة المالية وهي ١٤٨ شركة .

ثالثاً: عينة الدراسة

وقد تم اختيار العينة باستخدام أسلوب المعاينة العشوائية البسيطة نظراً إلى أن الشركات تخضع لنفس القوانين وبنفس الدور في عملية التوريق

وقد حصلت الباحثة بعد توزيع قائمة الاستقصاء على مجتمع الدراسة على ٨٠ استمارة صحيحة ، وهو يمثل حد أدنى ومقبول لتمثيل مجتمع الدراسة . حيث قامت الباحثة بتوزيع مائة استمارة على كل من شركات الوساطة المالية وشركات التوريق ، فحصلت على عدد ٧٧ استمارة صحيحة من شركات الوساطة المالية من إجمالي ٩٠ استمارة تم توزيعها ، ٣ استمارات صحيحة من إجمالي ١٠ استمارات تم توزيعها على شركات التوريق .

2- اختبار الفرض الأول:

"لا توجد علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بين العوامل التي تعوق نشاط

التوريق والتوسع في نشاط التوريق"

جدول (٥) :

أثر معوقات نشاط التوريد على زيادة فاعلية نشاط التوريد

اختبار ف "F-test"		الارتباط R	اختبارات "T-test"		قيمة بيتا	المتغيرات
المعنوية	القيمة		المعنوية	القيمة		
			٠.٠٠٠	١٢.٨٢	٥.٢٤٤	الثابت
٠.٠٠٢	٥.٧٣٣	٠.٥٣٠	٠.٢٢٥	١.٢٣	٠.١٨-	المعوقات التنظيمية
			٠.٦٥١	٠.٥٨٦	٠.١١-	المعوقات القانونية
			٠.٠١٧	٢.٤٩	٣١٧.-	المعوقات البيئية

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي - مستوى المعنوية ٠.٠٥ .

يتضح من جدول (٥) ما يلي:

- قيمة اختبار F تساوي ٥.٧٣٣ وهي دالة إحصائياً عند مستوى معنوية ٥% وكذلك من مستوى المعنوية ٠.٠٠٢ وهي أقل من ٠.٠٥ ، مما يدل على معنوية النموذج ، وهذه علامة صحة في اختبارات معنوية الانحدار ، حيث تدل على جودة النموذج وصحة الاعتماد على نتائجه وبالتالي يمكننا التأكد من وجود علاقة ما بين المتغيرات المستقلة والتابع .
- قيمة معامل الارتباط R تساوي ٠.٥٣ ، أي أنه توجد علاقة ارتباط طردي قوي .

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

- يتضح من جدول (٥) أن المعوقات التنظيمية ليس لها تأثير معنوي على فاعلية نشاط التوريق ويتضح هذا من مستوى معنوية اختبار t حيث قيمة اختبار t للمعوقات التنظيمية تساوي - ١.٢٣١ بمستوى معنوية ٠.٢٢٥ وهي أكبر من ٠.٠٥ . مما يدل على أن البيئة التنظيمية المتمثلة في الإجراءات التي يتطلبها إتمام عملية التوريق لدى الأطراف سواء كان المنشئ أو المقترض أو الضامن أو حتى المستثمر كانت مواتية لتفعيل نشاط التوريق .
- يتضح من جدول (٥) أن المعوقات القانونية ليس لها تأثير معنوي على فاعلية نشاط التوريق ويتضح هذا من مستوى معنوية اختبار t حيث قيمة اختبار t للمعوقات القانونية تساوي -0.586 بمستوى معنوية 0.561 وهي أكبر من ٠.٠٥ . مما يدل على أن البيئة القانونية مواتية لتفعيل نشاط التوريق .
- يتضح من جدول (٥) أن المعوقات البيئية لها تأثير معنوي على فاعلية نشاط التوريق ويتضح هذا من مستوى معنوية اختبار t حيث قيمة اختبار t للمعوقات التنظيمية تساوي -2.491 بمستوى معنوية ٠.٠١٧ وهي أقل من ٠.٠٥ . مما يدل على أن أطراف عملية التوريق المؤثرة في تنفيذ العملية مثل سوق المال وبنيته التحتية والقواعد المنظمة له ، وكذلك مهارات العاملين في الشركات المتخصصة في التوريق وسوق المال والعاملين في المؤسسات الإعلامية التي تلعب دورًا مهمًا ، ولها تأثير سلبي على فاعلية نشاط التوريق .

اختبار الفرض الثالث:

"لا توجد علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بين تفعيل نشاط التوريق وزيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري" في ظل تفعيل نشاط التوريق .

قامت الباحثة بعد تحليل العلاقة المباشرة بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في معوقات نشاط التوريق (تنظيمية- قانونية- بيئية) والمتغير التابع المتمثل في فاعلية سوق الأوراق المالية المصري باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد ، بتحليل العلاقة غير المباشرة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وذلك بوجود فاعلية نشاط التوريق كمتغير وسيط باستخدام أسلوب Two-stage Least Square الذي يقوم بدراسة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير الوسيط "فاعلية نشاط التوريق"

~ ياسمين طارق يحيى محمود ~

كخطوة أولى وتلك الخطوة لا تظهر في نتائج التحليل ، ثم يتم دراسة تأثير المتغير الوسيط على المتغير التابع "فاعلية سوق الأوراق المالية" في الخطوة الثانية ، وما يظهر في نتائج التحليل فقط تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع آخذة في الاعتبار نشاط التوريق كمتغير وسيط .

جدول (٦) :

أثر معوقات نشاط التوريق على فاعلية نشاط سوق الأوراق المالية مع اعتبار نشاط التوريق متغير وسيط

اختبار ف "F-test"		الارتباط R	اختبارات "T-test"		بيتا قيمة	المتغيرات
المعنوية	القيمة		المعنوية	القيمة		
		٠.٤٨١	٠.٠٠٠	٦.٩٤٥	٥.٥٥٤	الثابت
			٠.٩٤٧	٠.٠٦٧	٠.٠١٧-	المعوقات التنظيمية
٠.٠٠٨	٤.٤١٧		٠.٣٩٣	٠.٨٦٣-	٠.٤٦٣-	المعوقات القانونية
			٠.٠٧٤	١.٨٣٠-	٠.٢٦٩-	المعوقات البيئية

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي - مستوى المعنوية ٠.٠٥ .

يتضح من جدول (٦) ما يلي:

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

توضح قيمة F أنها ذات تأثير معنوي عند مستوى معنوية 0.01 مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة "المعوقات" على المتغير التابع "فاعلية سوق الأوراق المالية المصري".

- يوضح قيمة اختبار t وهي تساوي 0.067 بمستوى معنوية 0.947 أن المعوقات التنظيمية ليس لها تأثير معنوي ، كما توضح قيمة t وهي تساوي 0.863 - بمستوي معنوية 0.393 أن المعوقات القانونية ليس لها تأثير معنوي على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري ، بينما المعوقات البيئية لها تأثير معنوي على سوق الأوراق المالية المصري حيث قيمة t تساوي 1.830 بمستوي معنوية 0.074 . أدى وجود نشاط التوريق كمتغير وسيط إلى انخفاض في تفسير النموذج من 0.28 (نسبة تفسير المعوقات التنظيمية ، والقانونية ، والبيئية على فاعلية سوق الأوراق المصرية دون وجود نشاط التوريق كمتغير وسيط) إلى 0.23 (نسبة تفسير المعوقات التنظيمية ، والقانونية ، والبيئية على فاعلية سوق الأوراق المصرية دون وجود نشاط التوريق كمتغير وسيط) .

نتائج الدراسة

يتضح من الدراسة الميدانية الآتي:

1. أن عينة الدراسة لديها اتجاه نحو الموافقة على أن كل الأطراف في البيئة المحيطة بنشاط التوريق ليست مهياً بعد أو بمعنى آخر تعد أحد المعوقات التي تواجه التوسع في نشاط التوريق في مصر .
2. أن الاتجاه العام لمفردات العينة هو الموافقة على أن التغلب على المعوقات التي تواجه التوسع في تفعيل نشاط التوريق لها تأثير على زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري .
3. أن هناك علاقة ارتباط عكسي بين المتغيرات المستقلة (المعوقات التنظيمية ، والقانونية ، والبيئية) والمتغير التابع (فاعلية سوق الأوراق المالية المصري) . كما اتضح وجود علاقة ارتباط طردي بين زيادة فاعلية نشاط التوريق وزيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري .

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

٤. أن الدراسة أوضحت وجود تأثير لمعوقات نشاط التمويل على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري من خلال وجود نشاط التمويل كمتغير وسيط وذلك من خلال إجابات مفردات العينة على الأسئلة الموجودة في قائمة الاستقصاء بالإضافة للجداول التي عرضت حال السوق في الفترة الخاصة بالبحث حيث اتضح من خلالها وجود تطور في مؤشرات البورصة مثل السيولة حجم السوق والنتائج المحلى في الفترة التي زاد فيها نمو سندات التمويل .

بناء على ما سبق يمكن القول: عدم تأهل السوق المصرية لمثل هذا النوع من التمويل وأن المعوقات التي تواجه التوسع في تطبيقه سواء كانت تنظيمية، أو قانونية أو بيئية تحتاج لخطوات عديدة للتغلب على هذه المعوقات وذلك لزيادة تفعيل نشاط التمويل الذي يكون له أثر إيجابي على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري.

توصيات الدراسة.

١. تخفيض الأعباء الضريبية على شركات التمويل الذي يؤدي إلى تنشيط تداول الأوراق المالية المصدرة عن نشاط التمويل . ومعالجة تأثير ازدواجية الضريبة واختلاف السلطات القضائية على عمليات التمويل التي تجرى في الأسواق المالية العالمية .
٢. تحسين الجدارة الائتمانية للأصول المالية المورقة لضمان نجاح عملية التمويل .
٣. ضرورة الاستعداد لمواجهة التوسع في نشاط التمويل من خلال الاهتمام بإعداد كوادر بشرية مؤهلة لممارسة التمويل .
٤. أن يتم التمويل من خلال شركات متخصصة لها خبرة في تقديم أوراق مالية بضمان محفظة القروض التي تطبق بنجاح في دول لها تجارب في تمويل الرهونات على أن تباع تلك السندات لهيئات حكومية في حالات الأزمات والركود .
٥. وضع إطار قانوني سليم للقضاء على المعوقات لكي تمهد بيئة مشجعة للتمويل تتلخص وضع آليات جديدة لضمان سداد القروض بدلاً من استمرار

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

الجهات الأصلية المقرضة في ضمان القروض الممنوحة منها وهذا لا يتم إلا بإنشاء مؤسسات مالية متخصصة .

٦. حيث إن مؤسسات التصنيف الائتماني تلعب دورًا بارزًا في معاملات التوريق لأنه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الائتماني الذي يساعد المستثمرين في قياس مخاطر الأوراق المالية المتداولة . لذلك توصي الباحثة بالعمل على جذب شركات أجنبية ذات خبرات دولية في هذا المجال للعمل داخل مصر ، لها قدرة على تدبير مصادر تمويل طويلة الأجل وقادرة على توريق الديون داخل السوق والعمل على تداولها داخل البورصة .

٧. تطوير سوق المال الأولى والثانوى للأدوات المالية الأساسية كسندات الخزينة التي من دونها لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية أو تعزيز السيولة، ففي غياب المعلومات حول منحى العائد لا يستطيع المستثمر احتساب التوقعات المستقبلية لمعدلات الفائدة ، وبالتالي تحديد أسعار الأوراق المالية المختلفة .

المراجع

أولاً : المراجع العربية:

١. د. حسين فتحى عثمان ، " التوريق المصرفي للديون والممارسة والإطار القانوني " ، بدون ناشر .
٢. د. صلاح جودة ، "توريق الديون علمياً وعملياً" ، بدون ناشر ، ٢٠٠٦ .
٣. د. منير إبراهيم هندي ، "إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الأول التوريق ، منشأة المعارف ، ٢٠٠٢ .
٤. المستشار الاقتصادي صلاح الدين حسن السيسي ، "قضايا اقتصادية معاصرة ، الأسواق المالية" (الأزمات المالية العالمية – الأسباب – التداعيات وسبل المواجهة ، بدون ناشر ، ٢٠٠٦ .
٥. موسوعة التوريق ، بحوث في التوريق إدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية" ، اتحاد المصارف العربية ، ٢٠٠٢ .
٦. أ. صلاح جودة ، "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً" ، بدون ناشر ، ٢٠٠٦ .
٧. د. منير إبراهيم هندي ، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال" ، الأوراق المالية وأدوات الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ .
٨. د. وائل محمد عبد الوهاب ، "الإطار العلمي لمراجعة عمليات كمدخل" ، كلية التجارة بدمياط – جامعة المنصورة ، مجلة بني سويف ، العدد الثاني ، ٢٠٠٨ .
٩. د. عزة أبو قضر مقاوي ، "مدى ملائمة المناخ الاستثماري في مصر للتوريق كأداة مالية للتمويل العقاري" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، مجلة ربع سنوية / مجلد العدد الثاني ، أبريل ٢٠٠٧ .
١٠. د. ماجدة أحمد إسماعيل شلبي ، "تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق" ، كلية الشريعة والقانون ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ، ٢٠١٠ .
١١. د. عنايات النجار ، "التوريق في التمويل العقاري" ، المعهد المصرفي المصري ، برامج تدريبية ، ٢٠٠٤ .
١٢. أ. حسين إسماعيل ، "قانون التمويل العقاري بين واقع التطبيق العملي وتحقيق النجاح" ، المعهد المصرفي ، برامج المتخصصين ، ٢٠٠٤ .
١٣. نشرة الاكتتاب العام في سندات توريق البنك العقاري المصري العربي ، مارس ٢٠٠٦ .
١٤. قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (٦٩٧) لسنة ٢٠٠١ بإضافة نشاط (توريق الحقوق المالية) إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية .

ثانياً : المراجع الأجنبية :

1. Alex Cowley, J . David Cummins, “Securitization of life Insurance Assets and liabilities”, January, 31, 2005.
2. Altunbas, Y ., Gambacorta, L ., Marques, D ., 2007 . Securitization and the bank lending channel . Working Paper No . 838, ECB.
3. Ambrose, Brent, Micheal LaCour-Little, and Anthony Sanders .2003 . “Does Regulatory Capital or Asymmetric Information Drive Securitization?”.
4. Amelia Pais, “Why do depository institutions use securitization”, Journal of banking regulation, 2009, volume 10.
5. Amman, Jordan, “Strengthen the Investment Environment in Mena-Recommended Action from Business”, Paper to the OECD-Mena Investment steering Group Meeting, Paris, 28, June, 2004.
6. Andrea saayman, “Securitization and Bank Liquidity in South Africa”, Potchef Storm University, 2004.
7. Anna Sarkisyana, Barbra CSU, Andrew Clare Stephen, “Securitization and bank performance”, August 28, 009.