

دراسة

**فى شأن أسباب ضعف سوق السندات فى مصر
والحلول المقترحة لتنشيط السوق ورفع مستوى
كفاءته**

اعداد : سمير عبد الحميد رضوان

نائب المدير العام

شغلت قضية انعاش سوق السندات في مصر خلال الفترة الأخيرة مساحة كبيرة من اهتمامات المؤسسات المالية والصحافة الاقتصادية وكذا الجهات المعنية بتنمية سوق رأس المال في مصر .

وعلى الرغم من أن صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في شأن سوق رأس المال في مصر يعد من أهم الإنجازات التي واكبت توجه الدولة نحو تحرير الاقتصاد المصري والتحول الى اقتصاديات السوق الحر وتوسيع قاعدة الملكية واصلاح المسار الاقتصادي. وتحرير سعرى الصرف والفائدة ومعالجة كافة الاختلالات الهيكلية التي عانى منها الاقتصاد المصري رداً من الزمن ، الا أن هذا القانون والذي يعد طفرة تشريعية هامة لهيئة المناخ الاستثمارى بدا قاصراً عن معالجة الاختلالات الهيكلية لسوق رأس المال ولتشوهات السعرية لجهاز الثمن .

وقبل أن نشرع في تشخيص المشكلة وتوضيح الأسباب التي أدت الى ضعف سوق السندات في مصر وانخفاض مستوى كفاءته فقد يكون من المفيد التنويه هنا الى أن الأدوات المالية **Financial Instruments** التي يجرى التعامل عليها في سوق الأوراق المالية في مصر هي الأسهم والسندات فقط ، وهو مايعنى أن السندات تمثل ٥٠ % من جملة الأدوات المتعامل عليها أخذاً في الاعتبار أن السرق المصرية مازالت حتى الشروع في اعداد هذه الدراسة في منعة من التعامل في المشتقات المالية **Derivatives** بسائر أنواعها كالبيع الآجل **Forward contracts** والبيع المستقبلية **Future contracts** ، والبيع على المكشوف **Short sale** ، والشراء بالحد **Trading on margin** ، وبيع الخيار **Options** ، وعمليات المقايضة أو المبادلة **Swaps** وجميعها من البيوع والأدوات التي ترتفع فيها درجة المخاطرة الى القدر الذي يهدد أسواقها بالانهيار من حين لآخر وتمثل خطراً دائماً على اقتصادياتها .

هيكل السوق المصري والأهمية النسبية للأدوات المتعامل عليها :-

الأدوات المتعامل عليها	حجم المصدر حتى ١٩٩٧/٦/٣٠ بالمليون	الوزن النسبي %
الأسهم العادية	١٧٩٠٠	٦٦,٦
السندات (حكومية وشركات)	٨٩٧١	٣٣,٤
المجمل	٢٦٨٧١	١٠٠

وبالنظر الى الجدول المتقدم يبين لنا أن السندات المصدرة والمقيدة في السوق تمثل نحو ٥٠ % من حجم المصدر من الأسهم العادية **Common stocks** . وعلى الرغم من التوازن النسبي في حجم المصدر من الأوراق المالية

المتداولة في السوق ، فان البيانات التفصيلية لحركة التعامل في سوق الأوراق المالية تصيب المراقبين لأداء السوق بالدهشة ، ومفاد ذلك أن حجم التعامل على السندات بجميع أنواعها لم يصل الى ١ % من جملة حجم التعامل في السوق الرسمية في الشهور التي انتعشت خلالها حركة التعامل ونشط فيها أداء السوق .

ويستفاد مما تقدم أن السندات المصدرة بجميع أنواعها لا تمثل ثقلاً في ميزان حركة التعامل بغض النظر عن مدى جاذبيتها للاستثمار ، والعائد التي تغلة ، وانعدام درجة المخاطرة في السندات الحكومية على وجه الخصوص .

وباللقاء مزيد من الضوء على هذه الأداة والتي تمثل ٥٠ % من حجم الأدوات المتعامل عليها بغية الوصول الى التشخيص الدقيق لمشكلة سوق السندات في مصر ، نعرض من خلال الجدول التالي لمعدل دوران السندات ، بما يعنى سرعة تداولها في السوق ، رغم أن تداول الورقة ليس مطلباً أساسياً ، وإنما هو قدرة حاملها على تسيلها في أية لحظة بأفضل سعر ممكن .

البيانات	الكمية في ٣٠ / ٦ / ٩٧ بالمليون	معدل الدوران بقسمة (١) على (٢)
كمية السندات المتعامل عليها	١٧,١ (١)	٠,٠٥٧
كمية السندات المصدرة	٢٩٨ (٢)	

بالنظر الى الجدول المتقدم يبين لنا أن معدل الدوران يبلغ ٠,٠٥٧ بمعنى أنه يستكمل دورة واحدة كل نحو ١٧,٥ سنة وهو معدل ضئيل للغاية لاتكاد تعرفه أى من الأسواق المتقدمة أو الناشئة على حد سواء .

ويبين مما تقدم أن المشكلة الرئيسية لا ترجع الى انخفاض حجم المصدر من السندات وإنما الى عدم مرونة سوق السندات ، ويعتبر السوق مرناً Resilient فيما لو تدفقت الأوامر على السوق استجابة لتغيرات الأسعار الناتجة عن اختلال عابر وغير دائم Temporary unbalance لأوامر البيع والشراء .

وإذا كان البعض يتصور أن المشكلة تكمن في عدم لجوء بعض الشركات الى تمويل احتياجها من الموارد المالية من خلال ما يسمى بالتمويل بالقرض Debt financing ومعنى آخر استخدام الرافعة المالية Financial leverage ، وأن قيام الشركات وخاصة المتعثرة منها باصدار سندات Corporate bonds من شأنه تنشيط السوق فان ذلك يعد من قبيل الكلام المرسل ولا يرقى لمستوى الرأى وذلك للأسباب التالية :-

- أن أى منشأة تنبج الى اصدار سندات تكون مطالبة ابتداءً قبل الشروع فى هذا الأمر بالمحافظة على سلامة الهيكل التمويلى وتوازنه ، أى احداث التوازن بين رأس المال المملوك Equity ورأس المال المقرض Borrowed capital ومحاولة الوصول الى الهيكل التمويلى الأمثل Optimal capital structure . خاصة وأن لجوء الشركات الى التوسع فى استخدام الرافعة المالية من شأنه زيادة حجم المخاطر التى تتعرض لها المنشأة بزيادة حجم الديون وفوائد الديون والتى تمثل تكلفة ثابتة ترهق الشركة خاصة اذا ما أخفقت فى احدى السنوات فى تحقيق هامش من الربح يغطى أعباء الفائدة وهو الأمر الذى عبر عنه بعض الكتاب بأن الرافعة المالية سيف ذو حدين .

ومع هذا فقد أقبل عدد كبير من الشركات والبنوك فى مصر على اصدار سندات بعوائد متميزة وبتشجيع من الجهات المعنية بتنشيط سوق رأس المال ، فتم اصدار سندات البنك المصرى الأمريكى ، وسندات البنك العقارى العربى ، وسندات البنك العربى الأفريقى ، وسندات شركة هوكست الشرقية ، وسندات سيقى بنك ، وسندات بنك أميركان اكسبريس ، وسندات البنك المصرى البريطانى ، وسندات بنك مصر العربى الأفريقى ، وسندات البنك الأهلى سوسيتيه جنرال فضلاً عن سندات البنك العقارى المصرى .

مدينا بعض التصورات فيما يتعلق بتنشيط السوق الثانوية والتي تخلص فى تنويع روافد الاختيار أمام المستثمر ليختار الأداة التى تناسبه خاصة وأنه قد استرعى انتباه بعثة صندوق النقد الدولى أن كثيراً من الأفراد يمتنعون عن استثمار أموالهم فى الأوراق المالية الحكومية ذات العائد الثابت وهى معلومة تتسم بالمصدقية حيث يمتنع قطاع عريض من الأفراد عن استثمار أموالهم فى الأدوات المالية التى تغل عائداً ثابتاً محدداً سلفاً زمنياً ومقداراً . وعرضنا من خلال هذه التصورات لامكانية اصدار سندات ذات النسيب ، وسندات قابلة للتحويل الى سندات أخرى أو أسهم Convertible bonds وسندات مشاركة فى الربح Profit sharing bonds ، وسندات ذات عائد متزايد Deffered bonds ، وسندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار Indexed bonds ، والسندات السلعية Commodity bonds ، وسندات لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينة Irredeemable bonds (وهذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد والفائدة أبدية) وسندات لها صفة الاستمرارية Continued bonds ، ويكون لحاملها حق تقديمها للاستهلاك فى تاريخ الاستهلاك أو أى تاريخ لاحق مستفيداً من عوائدها ، وسندات ذات استهلاك اختياري Optional bonds وهى التى تحول لصاحبها الحق فى استرداد قيمتها بارادته المطلقة وقتما يشاء وليس لها تاريخ محدد للاستهلاك . وليس من شك أن تعدد نوعية السندات وروافد الاختيار على الوجه المتقدم من شأنه تنشيط حركة التداول فى سوق السندات حيث يجد كل مستثمر مايناسبه .

بقى أن نشير الى أن العائد المتميز للسندات المصدرة كان العائق الرئيسى الذى أدى الى حجب العرض عن السوق وهو الأمر الذى بدا واضحاً فى استثمار البنوك وشركات التأمين وصناديق الادخار

وصناديق الاستثمار بنسبة كبيرة من حجم الاصدارات دون الدفع بها الى قاعات التداول ، ويرجع ذلك كما تقدم القول الى أن هذه السندات تعد من الأصول السائلة التي تغل عائداً مرتفعاً وتزداد أهمية اقتنائها لدى البنوك باعتبارها من الاحتياطات الوقائية للسيولة .

وقد استرعى انتباه بعثة صندوق النقد الدولي هذه الظاهرة الأمر الذي دفع البعثة الى اقتراح الغاء الاعفاءات الضريبية على السندات .

ومع هذا فإنه يظل من الثابت لدينا أن العوائد المنخفضة أيضاً لن تحفز المدخرين على اقتناء الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات ، وهو ما يعنى قصور الطلب في هذه الحالة . والعائد المرتفع على السندات على وجه الخصوص من شأنه حجب العرض عن السوق ، الأمر الذي ينتهى بنا الى سوق تتسم بالجمود وعدم المرونة .

ولو افترضنا جديلاً أن الجهات المعنية بتطوير سوق رأس المال قد أصبح لديها القناعة الكافية بأن غياب صانع السوق Market maker عن سوق الأوراق المالية من شأنه انخفاض مستوى أداء السوق وعجز جهاز الثمن عن تحقيق الثمن العادل وعدم سيولة السرق في مجموعها بما لصانع السوق من قدرة على خلق سوق مستمرة وتضيق الفجوة بين سعري البيع والشراء بما يحقق مصلحة المتعاقدين ، لو افترضنا ذلك جديلاً فإنه بالنسبة لخصوصية سوق السندات في مصر فإنه ليس بوسع صانع السوق إعادة الحياة الى سوق السندات لقصور العرض عن الوفاء باحتياجات الطلب .

والرأى عندي أن الجهة الوحيدة القادرة على تحريك سوق السندات هي البنك المركزي من خلال احتفاظه بمحفظة كبيرة للأوراق المالية الحكومية (سندات - اذون خزانه) تمكنه من ممارسة سياسة السوق المفتوحة ودخوله بانعاً ومشترياً قائماً بدوره الرئيسى في التأثير على العرض الكلى للنقود بما يتفق ومستوى النشاط الاقتصادى ومعدل النمو في الناتج المحلى الاجمالى .

ولكن حتى يتسنى للبنك المركزي القيام بهذا الدور فمن المفيد الاشارة هنا الى أن رصيدة الدين الحكومى المحلى من الصكوك والسندات* بلغ ٥٦,٩ مليار جنيه في ١٩٩٧/٦/٣٠ ، المتداول منها في سوق الأوراق المالية بلغ ٧,٢ مليار جنيه فقط ، الأمر الذى يستفاد منه أن حجم الصكوك والسندات غير المتداولة والتي تمثل ديناً على الحكومة تصل الى ٤٩,٧ مليار جنيه .

* وتشمل سندات على الخزانة العامة وسندات الاسكان ، والسندات الصادرة لزيادة رءوس أموال بنوك القطاع العام التجارية ، وسندات الطاقة البديلة ، ونسبة ال ٥ % اجنبية من أرباح الشركات الخاضعة للقانون ٩٧ لسنة ٨٣ لشراء سندات حكومية .

وقد اقترحت بعثة صندوق النقد الدولي في هذا الصدد توريق جزء من الدين الحكومي الذى فى
حيازة البنك المركزى فيما يعرف بعمليات Securitization أى تحويل جزء من الدين الى سندات يمكن
التعامل عليها وتداولها بالطرق التجارية .

وفى ضوء ماتقدم فاننا نقترح :-

المقترحات :

أولاً : مواصلة الجهود لاقناع وزارة المالية باحلال سندات قابلة للتداول بالطرق التجارية محل
تلك الصكوك الخاملة لامكان البدء فى تكوين محفظة كبيرة للأوراق المالية يمارس من خلالها
البنك المركزى دوره فى تنشيط سوق السندات والتأثير على العرض الكلى للنقود
بما يتناسب مع مستوى النشاط الاقتصادى .

ثانياً : تعدد روافد الاختيار أمام المستثمر باصدار السندات الحكومية التى عرضنا لها فى المقدمة
تفصيلاً ، ونقدم عليها جميعاً السندات السلعية وهى أحد أنواع السندات التى تسمح
للمستثمر بمشاركة الجهد المصدرة لها فى مخاطر تقلب أسعار السلع التى يحمل السند اسمها ،
ومن هذه السندات السندات البترولية Petro bonds ، والسندات المتعلقة بالمعادن النفيسة
كسندات الذهب Gold bonds ، وسندات الفضة Silver bonds ، وسندات الطاقة أو الفحم
Cool bonds .

التاريخ ١٩٩٨/٦/٢٢

سمير عبد الحميد رضوان

نائب المدير العام