

Securitization In Egypt
Between Challenges And Solutions

Mohammed Wagdi

PhD in Public Finance and Economics

The University of Assiut, Faculty of Law.

Mohamedelsman2040@gmail.com

Abstract: One of the latest trends in the financial sector, the securitization of banking, which is considered an innovative financial tool that reduces risks, assessment of performance, and ensures the continuation of the cash flow. The role of securitization in the global financial crisis was the difficulty of estimating the actual volume of the activity of this financial instrument in the financial markets characterized by recent and sudden developments. Moreover, the banks' dealings were not sufficient and necessary to understand these financial instruments and support an appropriate strategy to manage their risks.

It's worth emphasizing that the risks of financial markets relating to current financial instruments are getting increasingly dangerous as a result of financial market globalization, which makes it easier to transfer the hazards that one financial market faces to other financial markets. Hence, the dealers in those markets need to identify the elements of these risks and understand how they interact with each other so that they can avoid these risks and achieve the maximum benefit from securitization. This is what we will be exposed to in the framework of this research.

Keywords: Securitization, Financial Markets, Banks, Financial Control.

Citation: Mohammed Wagdi, Securitization In Egypt, Between Challenges And Solutions, The International Journal of Advanced Research on Law and Governance, Vol. 3, Issue 1, 2021.

© 2021, Wagdi M., licensee The Egyptian Knowledge Bank (EKB). This article is published under the terms of the EKB which permits non-commercial use, sharing, adaptation of the material, provided that the appropriate credit to the original author(s) and the original source is properly given.

التوريق في مصر

بين التحديات وسبل التغلب عليها

المخلص:

إن دور التوريق في الأزمة المالية العالمية كان يكمن في صعوبة تقدير الحجم الفعلي لنشاط هذه الأداة المالية في الأسواق المالية التي تتسم بالتطورات الحديثة والمفاجئة، كما أن تعامل البنوك لم يكن بالقدر الكافي واللازم لفهم هذه الأدوات المالية ودعم استراتيجية مناسبة لإدارة مخاطرها.

والجدير بالذكر أن مخاطر الأسواق المالية المتعلقة بالأدوات المالية الحديثة تزداد خطورة في ظل عولمة الأسواق المالية، مما يؤدي إلى سهولة نقل المخاطر التي تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ومن ثم فإن المتعاملين في تلك الأسواق يكونون في حاجة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر، وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها، حتى يتمكنوا من تجنب هذه المخاطر، وتحقيق أقصى منفعة من التوريق. وهذا ما سنتعرض له في إطار هذا البحث.

الكلمات المفتاحية: التوريق، الأسواق المالية، البنوك، الرقابة المالية.

المقدمة:

تماشياً مع تطور الأدوات التمويلية الحديثة فقد اقدمت الهيئة العامة للرقابة المالية على مشروع لإجراء تعديل على بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ وإرساله للجهات المختصة بهدف استحداث آلية لتوريق الحقوق والمستحقات المالية المستقبلية المتوقعة، كبديل تمويل غير تقليدي يتيح توفير التمويل اللازم للجهات القائمة على شئون المرافق والخدمات العامة في الدولة لتمكينها من القيام بأعمالها وأنشطتها في مشروعات البنية التحتية من مشروعات الطرق والمواصلات.

حيث نظم قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ نشاط توريق الحقوق المالية آجلة الدفع باعتباره أحد الوسائل الفعالة للتمويل وذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتداول مقابل حوالة حقوق مالية ومستحقات قائمة آجلة الدفع وقد تناول الفصل الثالث من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ والمعنون «شركات التوريق» ينقسم إلى فرعين، يتناول الأول «تنظيم توريق الحقوق المالية الآجلة» وهي المواد الموجودة حالياً بالقانون، ويتناول الفرع الثاني التنظيم القانوني المقترح لـ«توريق الحقوق المالية المستقبلية المتوقعة».

ويعد توافر البنية الأساسية لتنظيم صفقات التوريق والمتعاملين فيها وحمايتهم من أهم العوامل التي تؤثر بشكل كبير على البورصة، وعلى الرغم من أن التوريق ليس السبب الرئيس للأزمة المالية العالمية، إلا أن نقاط الضعف في البنية التحتية والتنظيمية لتلك الأداة المالية أدى إلى تفاقم الأزمة نتيجة الفشل في إدارة المخاطر.

وعلى مستوى سوق رأس المال المصرى لا زالت تقنية التوريق المصرفى تواجه بعض المعوقات التى تحول دون كفاءتها، وتتعلق أساسا بالإطار التنظيمى والتشريعى، وضيق نطاق السوق والأدوات المتداولة فيه، بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات، وغياب الشفافية والإفصاح المحاسبى.

فالأسواق المالية جيدة التنظيم تستطيع القيام بدور حيوى فى عملية التنمية الاقتصادية، إذا ما توافر لها عنصر الكفاءة كآلية فعالة فى توجيه الموارد المالية إلى المجالات الاستثمارية الواعدة؛ مما يؤدي إلى حفز النمو الاقتصادى^(١).

إن الاستفادة من مزايا التوريق أو تكبد خسائرها نتيجة التعامل به هو أمر يتوقف على حوكمة سوق التوريق المصرفى لتخفيض المخاطر؛ لذا يجب توافر عدة متطلبات عند بدء سوق التوريق، فحوكمة التوريق لها دور فى ضبط قواعد سوق رأس المال من خلال التزام الشركات المسجلة بسوق رأس المال بقواعد الإفصاح والشفافية ورقابتها ومتابعتها.

وهناك العديد من التجارب المستفادة من أزمات الأسواق المالية العالمية والعربية التى يمكن أن تجنب سوق المشتقات المصرية كثيرا من العقبات التى يمكن أن تواجهها، خاصة أن مؤشرات التعافى الاقتصادى العالمى تتسم بالهشاشة؛ إذ إن البيئة الاقتصادية العالمية يحيط بها كثير من التحديات، وفى مقدمتها عدم معالجة الأسباب الجوهرية للأزمة المالية العالمية المتمثلة فى اختلال التوازن بين المناطق الرئيسية فى الاقتصاد العالمى بالإضافة إلى المشاكل الهيكلية فى القطاع المالى بوجه عام والأسواق المالية بوجه خاص، وتأثر العديد من دول الاتحاد الأوروبى، بما نتج عن الأزمة من تطبيق إجراءات انكماشية من بينها التحول من الحزم المالية المحفزة للنشاط الاقتصادى إلى سياسات الانضباط؛ نتيجة ارتفاع معدلات الديون وعجز الموازنة فى أغلب الدول.

إن دور التوريق فى الأزمة المالية العالمية كان يكمن فى صعوبة تقدير الحجم الفعلى لنشاط هذه الأداة المالية فى الأسواق المالية التى تتسم بالتطورات الحديثة والمفاجئة، كما أن تعامل البنوك لم يكن بالقدر الكافى واللازم لفهم هذه الأدوات المالية ودعم استراتيجية مناسبة لإدارة مخاطرها.

والجدير بالذكر أن مخاطر الأسواق المالية المتعلقة بالأدوات المالية الحديثة تزداد خطورة فى ظل عولمة الأسواق المالية، مما يؤدي إلى سهولة نقل المخاطر التى تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ومن ثم فإن المتعاملين فى تلك الأسواق يكونون فى حاجة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر، وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها، حتى يتمكنوا من تجنب هذه المخاطر، وتحقيق أقصى منفعة من التوريق.

(١) عبد الحميد صديق عبد البر، أثر تحرير أسواق رؤوس الأمور على اقتصاديات الدول النامية – مجلة مصر المعاصرة العدد ٤٦٥-٤٦٦-٤٦٥، السنة الثالثة والتسعون يناير-إبريل، ٢٠٠٢. ص ٩٣.

المبحث الأول

معوقات التوريق في مصر

ما زال التوريق يمثل تخوفاً لدى قطاع كبير من مستثمري الأوراق المالية والمتعاملين في الأنشطة المالية في مصر، فقلة خبرة المتعاملين في سوق الأوراق المالية في هذه الأدوات المالية الحديثة والتخوف من حوادث الأزمات المالية السابقة قد جعل الاستثمار في هذه القطاع المالي استثماراً على حذر، فعملية التوريق هي سلسلة مركبة تؤثر حلقاتها في أطرافها فنجاح التوريق ورواجه معتمد على تناسق أطراف الصفقة وعلمهم ودرابتهم بكيفية عقد الصفقة وترويجها وحمايتها بصورة كفيلة كي يقوم كل طرف بدوره بصورة صحيحة.

ومن ثم فإن عدم وجود دعم فني لأطراف صفقة التوريق سواء من خلال سوق أوراق مالية قادرة على دعم عمليات التوريق بتوفير سوق سندات قوى يدعم الاستثمار في سندات التوريق- كان واحداً من أهم المعوقات التي واجهت صفقات التوريق المصرفي وخصوصاً في ظل تخوف المستثمرين من آلية التوريق المصرفي بعد إلصاق تسببه في الأزمة المالية العالمية، ورغم أن التوريق يؤدي دوراً مهماً في توفير أسلوب جديد لتمويل شركات القطاع الخاص بخلاف أساليب التمويل التقليدية فيما يتيح للشركات المصرية الفرصة لزيادة رؤوس أموالها، والتوسع والتطوير في طرائق الإنتاج، وزيادة الطاقات الإنتاجية، وإيجاد نوع من المنافسة بين أساليب التمويل المختلفة لصالح المستثمر، إلا أن البنك المركزي المصري لم يقدّم دوراً حقيقياً لتشجيع البنوك وحثها على عملية توريق أصولها، حيث يعد توافر البنية الأساسية لتنظيم سوق التوريق المصرفي وحمايته من أهم العوامل التي تؤثر بشكل كبير على مدى رواج ونجاح صفقات التوريق والاكتتاب.

وما زال التوريق في المهد فهو لم يشتد، ولم يقو بنانه رغم التطلعات التي كانت تصب عليه، فالتوريق كان عبارة عن استحداث تمويلي جديد في السوق المصرية وكان المنفذ التمويلي للعديد من المؤسسات المالية، والسوق المصرية تواجه بعض المعوقات التي تحول بين كفاءتها، وتتعلق أساساً بالإطار التنظيمي والتشريعي، وضيق نطاق السوق والأدوات المتداولة فيه، بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات، وغياب الشفافية، والإفصاح المحاسبي.

المطلب الأول

المعوقات المصرفية والمالية في السوق المصري

إن الخلفية التاريخية للأزمات المالية العالمية التي حملت التوريق النصيب الأكبر في وقوع هذه الأزمات أوجد حالة من التخوف والقلق لدى المستثمرين والقطاع المالي والاقتصادي في مصر، حيث إن آلية التوريق هي من الأدوات المالية الحديثة والمهمة التي تحمل وجهين مختلفين تماماً، فمن ناحية تعد أداة مالية حديثة، تساعد على الدورة المالية، وعلى زيادة رأس المال للمؤسسات المالية، ولكن لها وجهاً آخر كغيرها من الأدوات المالية، الذي يظهر ويطل بآثاره على الوضع المالي والاقتصادي، حيث إن عدم الاعتداد بالإمكانات الفنية المطلوبة لإتمام صفقات التوريق؛ وفقاً للأطر والنظم الموضوعية من قبل الجهات المعنية بالرقابة على التوريق قد يجعل من التوريق أداة مالية غير مرغوب فيها.

فتعرض المدخر والمستثمر المصرى لعدة صدمات أفقدته الثقة فى سوق المال، وكان من نتائج هذه الصدمات ضعف الثقة فى الاستثمار الخاص فى مصر، ولم يكن هناك ملجأ إلا اللجوء إلى الإيداعات الادخارية، وخاصة البنوك التجارية المضمونة من جانب البنك المركزى المصرى، الذى يمثل الحكومة، لعدم الثقة فيما يمكن أن توفره أسواق المال من أوعية مالية خاصة، فهناك ما يشبه الأمية المالية فى قطاع عريض من المدخرين والمستثمرين، مما يتطلب توفير الفرص المتعددة لتدفق المدخرات نحو المشاريع الاقتصادية التنموية، وبذل جهود للعمل على تدريب الشركات العاملة فى تلك العقود والاستعانة بخبرات ممارسين للعمل فى الأسواق الخارجية أو إرسال العاملين بالهيئة والبورصة لاكتساب خبرات ونقلها إلى الأسواق المحلية^(٢).

إن تدعيم الاستثمار فى الأدوات المالية الحديثة يستوجب تحفيزا وتشجيعا من قبل سياسة البنك المركزى لأطراف صفقة التوريق؛ حتى يتم رواج هذه الآلية بين أطراف صفقات التوريق المصرفى، ولكن الحقيقة أن البنك المركزى لم يستعمل إمكانياته بصورة محفزة لعملية التوريق، وقد يكون ذلك نتيجة للسياسة الحمايية التى ينتهجها البنك المركزى فى تعامله مع الأدوات المالية، وخاصة بعد الأزمات المالية إلى أصابت الاقتصاديات العالمية.

الفرع الأول

جمود دور البنك المركزي المصرى فى دعم التوريق

لقد كان المنتظر من البنك المركزى المصرى أن يقوم بدور محورى فى دعم سوق التوريق المصرفى؛ وذلك عن طريق صلاحياته وإمكانياته المصرفية؛ حيث إن سوق التوريق سوق واعد يحتاج إلى الدعم، فوجد أن البنك المركزى يفتقد المرونة فى دعم التوريق، فلم ينص على أية تعليمات بخصوص إمكانية توريق القروض والسلفيات الخاصة بالتداول، بالإضافة إلى أن البنك المركزى لا يجوز التعامل بالمشتقات إلا لتغطية المراكز المكشوفة من العملات، ومن ثم فإن المشتقات ما زالت تمثلا تخوفا للمستثمرين، ومن ثم كان على البنك المركزى أن يقوم بدعم أسواق التوريق؛ حتى يبث الطمأنينة لدى المستثمرين، ويحفزهم على الاكتتاب فى أسواق التوريق.

فالتحول فى الدول المتقدمة الذى تشهده الصناعة المصرفية فيما يتعلق بالأنشطة المصرفية، جعل البنوك تتجه إلى مواجهة التحديات التى تواجهها فى هذا الإطار التى تمثلت فى اتجاه عملائها إلى الاستثمار فى تلك الأسواق أو الحصول على التمويل اللازم عبر أسواق المال مباشرة، بدلاً من اللجوء إلى القروض المصرفية، وقد تمثل هذا التحول فى اتجاه البنوك إلى العمليات على الأوراق المالية سواء فى جانب الأصول

(٢) د. إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة فى أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٩٦.

أو الخصوم، كذلك اتجهت البنوك إلى إعادة النظر في شروط منح القروض ومعدلات الفائدة المقررة عليها، تماشيًا مع الظروف المالية الجديدة^(٣).

بالإضافة إلى عدم وجود نصوص منفردة في قانون البنك المركزي تتناول التوريق أو تنص عليه، حتى تمثل ضمانته وحافزا للمتعاملين في التوريق، وتوضح الطريق الصحيح لهم، واقتقاد البنك المركزي للنص القانوني على تناول آلية التوريق المصرفي بسبب له الجمود بالتأكيد.

كما أن للبنك المركزي الحرية في أن يتخذ ما يراه صالحا من إجراءات عند حدوث اضطراب مالي، أو ظرف طارئ يدعو إلى مواجهة احتياجات ضرورية في الأسواق المالية، ومن تلك الإجراءات: تقديم تمويل استثنائي للبنوك، طبقا للشروط والقواعد التي يحددها مجلس إدارة البنك المركزي^(٤)، ومن ثم كان على البنك المركزي ضرورة اتباع سياسة نقدية مرنة تتفق وتشجع المستثمرين، وكذا المواطنين على ضخ أموالهم في مشروعات داخل الاقتصاد. وكذلك ضرورة الرقابة على سماسرة الرهون العقارية والمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية والرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وكذلك شركات التأمين وإعادة التأمين^(٥).

وبالنظر إلى القطاع المصرفي المصري، نجد إنه يؤدي دورًا مهمًا في توجيه الاستثمارات، وبالتالي دفع عجلة التقدم الاقتصادي وتعد البنوك التجارية المصرية، على اختلاف أشكال ملكيتها جزءًا مهمًا في النسيج المصرفي، حيث تقوم بممارسة دور مهم في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتعبئة المدخرات القومية، ونشر الوعي المصرفي والادخاري، وأداء مختلف الخدمات المصرفية لكافة قطاعات الاقتصاد القومي.

الفرع الثاني

عدم استيعاب البورصة لطروحات متعددة

البورصة مرآة للاقتصاد، والأخير يتأثر بالعوامل السياسية والاقتصادية ومناخ الاستثمار، إن انتعاش البورصة مرتبط بتحسين المناخ المحيط بها مقترحًا عدد من المحفزات لسوق المال المصري، وتواجه البورصة المصرية عددا من المعوقات التي تؤثر على سوق عمليات التوريق في مصر، وإن كانت هذه المعوقات تواجه أسواق المال في مصر فإنها لا شك ستشكل عوائق ضد تنمية سوق التوريق فيها.

ويمكن إسناد تراجع البورصة المصرية إلى عاملين؛ الأول خارجي، وهو اضطرابات الأسواق الناشئة، سواء البورصات التي بدأت التصحيح، أو رفع بعضها أسعار الفائدة، والثاني داخلي، متمثل في سحب جزء من الاستثمارات الأجنبية في أدوات الدين إلى الأسواق الناشئة مرتفعة العائدة، وتوقع تثبيت سعر الفائدة أو رفعه، في المقابل أن أحد أسباب انتعاش البورصة في الماضي يتمثل في خطط البنك المركزي لخفض الفائدة، حيث إن أسعار الفائدة العالية التي يقررها البنك المركزي تجعل المستثمرين يعزفون عن

(3) CHOINEL Alain. Le system bancaire et financier – Approches francaise et europeenne. Revue Banque. paris. 2002. p39.

(٤) مادة ٧ قانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ بإصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد.
(٥) شهاب الدين، أحمد بيومي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة - كلية الحقوق رقم المؤتمر ١٣، إبريل ٢٠٠٩ مجلد ٢ ص ٦.

الاكتتاب في البورصة، حيث إن البديل يكون متاحا بالنسبة لهم من خلال إيداع ودائعهم في البنوك والحصول على فوائد بأسعار فائدة عالية.

كما يعزى تراجع أداء البورصة المصرية إلى تنظيم سوق المال سواء ما يرتبط بالسوق الأولية أو الثانوية، وسوقي الأسهم والسندات، فما زال سوق السندات لا يحقق الغرض المنشود منه؛ وذلك نظرا لوجود عدة مشكلات في السوق الأولية، تتمثل في تعدد الجهات، وطول فترة الحصول علي الترخيص، ونقص الوعي لدى الشركات المصدرة، وغياب منحنى مرجعي للسندات، وضعف عمليات الترويج للسندات، وهناك مشكلات في السوق الثانوية أهمها عدم كفاية المتعاملين؛ لأن معظم الإصدارات تكتتب فيها البنوك، وهناك نقص الوعي بالنسبة للمتعاملين، وكذلك عدم وجود صانعي سوق للسندات وضامني الاكتتاب^(٦).

وأخيرًا يمكن القول بأن التوريق المالي حقق سمعة سيئة بسبب دوره في الأزمة المالية، حيث إن الأوراق المالية المدعومة من القروض العقارية ذات الجودة الضعيفة انخفضت قيمتها، كما أدت سمعة التوريق المالي السيئة إلى تنظيم صارم وانخفاض في الطلب، كما أخذت كثير من المؤسسات غير المصرفية الأخرى تنتظر بدلاً من ذلك إلى إمكانية تقديم القروض بأنفسها^(٧).

ولا شك أن السمعة السيئة لنشاط التوريق لدى المستثمرين في الأسواق المالية كان له أثر سلبي على تزايد حجم الاستثمار في سندات التوريق في مصر، فإن أساس نشاط وشاح نشاط وازدهار عمليات بورصة الأوراق المالية هو وجود نشاط مربح وآمن يدفع المستثمر للاكتتاب فيه، ولكن تصدير فكرة أن التوريق هو السبب الأساسي في الأزمة المالية العالمية كان له أثر على تخوف المستثمرين من الاكتتاب في سندات التوريق، حيث لا يزال سوق التوريق المصري في البورصة قاصرا على مجموعة من الكيانات المالية الكبرى التي يدور في كنفها التوريق حيث إن الاكتتاب في نشاط التوريق قد لا يعتبر من أنشطة الاستثمار الفردي الذي يستثمر فيه صغار المستثمرين.

المطلب الثاني

المعوقات التنظيمية

يعد توافر البيئة الأساسية لتنظيم التوريق وحمايته أهم العوامل التي تؤثر بشكل كبير على البورصة، وعلى الرغم من أن المشتقات المالية ليست السبب الرئيس للأزمة المالية العالمية، إلا أن نقاط الضعف في البنية التحتية والتنظيمية لتلك الأسواق أدت إلى تفاقم الأزمة نتيجة الفشل في إدارة المخاطر.

ولا زالت السوق المالية المصرية تواجه بعض المعوقات التي تحول دون كفاءتها، وتتعلق أساساً بالإطار التنظيمي والتشريعي، فعدم وجود قانون منظم لكافة أوجه عملية التوريق يعد من المعوقات القانونية التي تقابل نشاط التوريق، فوجود تشريع محدد وجامع لنشاط التوريق، سيساهم في زيادة الوعي لدى المستثمرين بكافة أوجه نشاط التوريق ومتطلباته. وضيق نطاق سوق الأوراق المالية والأدوات المتداوله

(٦) د.هاني سري الدين رئيس الهيئة العامة لسوق المال، مقال بعنوان سوق المال المصري يشهد نقلة نوعية في التشريعات والتنظيم والرقابة، جريدة العالم اليوم نشر بتاريخ ٢٠٠٧/٢/١٥.

(٧) التوريق المالي... أمور رائعة تنتشر خارج المصارف... حققت سمعة سيئة بسبب دوره في الأزمة المالية العالمية، مقال منشور في أخبار سوق عمان المالي <http://www.ammanxchange.com> متاح ٢٠١٨/١١/١.

فيه فالبورصة المصرية لا تنمو بشكل يحفز على زيادة الاكتتاب في سندات توريق بصورة كبيرة ومنتتالية الامر الذى قد يفسر عدم نوج حجم عمليات التوريق بالصورة المأمولة، بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات، حيث تحتاج الية التوريق المصرفى لقاعدة بيانات تحدد لها مدى جودة الديون المورقة وحجم السوق والمتعاملين فيه حتى تتمكن من النمو ، وغياب الشفافية والافصاح ايضا من المعوقات التى تواجه نشاط التوريق ، فلاك ان نشاط التوريق يقوم على مدى ثقة المستثمرين في الصفقة وفي السندات المورقة التى سيتم الاكتتاب فيها، مما تسبب فى عدم رواج الأدوات المالية بصورة كبيرة.

ولضمان كفاءة عمل سوق المشتقات المالية لابد من وجود تنظيم لتلك السوق لضمان عدم الإضرار بالمستثمرين، وهذا أمر بالغ الأهمية، ومن شأنه أن يزيد كفاءة السوق ولا يعوقها، وهذا الأمر يوجد فى كثير من الدول التى تأخذ بنظام السوق الحر؛ لأن كفاءة السوق هو مفهوم يعبر عن مدى انعكاس المعلومات عن الأسعار السوقية للورقة المالية سواء كنت أسهما أو سندات أو مشتقات مالية بشكل كامل وسريع، عن طريق المعلومات فى القوائم المالية أو وسائل الإعلام أو التقارير الاقتصادية أو غير ذلك من المعلومات التى يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية⁽⁸⁾

الفرع الأول

المعوقات القانونية

إن المناخ التشريعي والقانوني الذى يعمل فى إطاره النظام المالى، من شأنه أن ينعكس إيجابيا على تعزيز الثقة بهذه الأسواق، وتحقيق مستويات رفيعة من الشفافية من خلال وجود نظام قانونى فعال ومرن للرقابة الدائمة والمستمرة، إن السبب الرئيس فى الأزمة المالية العالمية يعود إلى الالتفاف على التشريعات والأنظمة الرقابية، التى وجدت أصلا لحماية الأسواق من المغامرة، والتهور، وتطوير البنية التشريعية، والأطر التنظيمية للشركات المدرجة، واستحداث بعض الضوابط والمعايير، من شأنها أن تسهم فى دعم ثقة المستثمرين وحمايتهم.

وتعد عملية التوريق فى السوق المصرى من العمليات حديثة العهد من حيث المنازعات، وطريقة حلها، وإن كان قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م الذى أفرد الفصل الثالث لتناول شركة التوريق ولائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ م التى تناولت الإطار التنفيذى لصفقة التوريق من خلال الباب العاشر -إلا أن هناك بعض النقاط التى يبحث عنها أى مستثمر فى حالة إقدامه على الاستثمار فى القطاع المالى، وخاصة فى نشاط مثل التوريق حيث تتعد أطرافه، ومن ثم فقد تتعدد المسئولية الناتجة عن أى خلل، ولذلك كان من أهم المعوقات القانونية لصفقات التوريق:

أولاً: أن تخطيط هيكل قانونى لعملية التوريق يعد تحديا كبيرا، وخصوصا فى الدول التى تتطور فيها القوانين الاقتصادية، وأكبر مشكلة قانونية فى عملية التوريق هى الإفلاس، حيث يجب أن تكون المؤسسة ذات الغرض الخاص محصنة ضد احتمال إفلاس المؤسسة المنشئة، والعكس صحيح، فى حالة تعرض المنشئ لصعوبات مالية، فإنه يتعين على المصدر أن يتمكن من تأمين الأصول وأن يكون لديه التحكم الكامل

(8) HIGGI, NS ،ROBERT. C, Analysis for financial Management ،6 th ed MGGRAW – Hill ، U.S.A.2001.P.169.

في عملية المتحصلات النقدية، وترتبط بذلك مخاطر توحيد ميزانيات شركات التوريق مع المنشئ في حالات الإفلاس، ويمكن إدارة هذه المخاطر بقيام المشروع في بعض الدول بعدم السماح للمنشئ أن يكون مشاركا في رأس مال شركة التوريق مع المنشئ خاصة في حالة إفلاس المنشئ.

ثانياً: عدم وجود نصوص خاصة تلزم شركة التوريق على التأمين ضد المخاطر الناشئة عن صفقة التوريق التي قد تحيط بالمستثمرين في سندات التوريق.

ثالثاً: عدم إدراج التحكيم كأحد الوسائل القانونية لمنازعات التحكيم، فكان لا بد على المشرع إدراجه كوسيلة لحل المنازعات الناشئة عن صفقات التوريق.

الفرع الثاني

عدم توافر المعلومات والشفافية اللازمة لعمليات التوريق

تتم عملية التوريق من خلال بناء الإطار التنظيمي المؤسسي اللازم لنجاح عملية التوريق من خلال منظومة متكاملة من المؤسسات مثل شركات الاستعلام عن العملاء، مؤسسات التصنيف الائتماني لقياس مخاطر الأوراق المالية، شركات الوكيل العقاري، شركات تأمين القروض العقارية وغيرها، مع إقرار آلية مناسبة لضمان دقة حركة التعامل وسلامته بين البنوك وشركات التمويل العقاري، وسوق الأوراق المالية، بما يحقق نجاح عملية التوريق، ومن ثم يعد عدم توافر المعلومات والشفافية من أهم العوائق التي قد تشوب صفقات التوريق، حيث إن المستثمرين يرغبون دوماً في الحصول على القدر الكافي من المعلومات التي تؤكد مدى ضمان نجاح استثماراتهم في هذه السندات، ومن ثم فإن العديد من المستثمرين قد يعزفون عن الاستثمار في أسواق التوريق؛ خوفاً من عدم توافر المعلومات المؤكدة، أو لعدم ثقتهم أن هذه المعلومات تتمتع بالصحة والدقة المؤكدة.

يتزايد استخدام عبارة قوانين الإفصاح والشفافية بشكل واضح، وبصفة خاصة في أسواق المال، حيث تؤدي المعلومات دوراً حاسماً في التأثير في قرارات المتعاملين في السوق بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ، وتفترض نظريات كفاءة سوق الأوراق المالية أن جميع المعلومات عن السوق والشركات المسجلة فيها متاحة بشكل عام، وأن المتعاملين في السوق لديهم حرية وصول إلى هذه المعلومات دون تكلفة، أو بتكلفة زهيدة، غير أنه من الناحية العملية يعد حصول جميع المستثمرين على المعلومات اللازمة لتقييم القرار الاستثماري أحد التحديات التي يمكن أن تواجه أية سوق للأوراق المالية، على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تمثلها المعلومات بالنسبة إلى استقرار السوق ونمو المعاملات فيها، وتدعيم ثقة المتعاملين فيها.

ومن ناحية أخرى: فإن غياب قوانين الإفصاح والشفافية تشيع حالة من عدم العدالة في المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي غياب مثل هذه القوانين إلى توفير كل الدوافع اللازمة للعب بمقدرات السوق، ومن ثم استثثار فئات محددة من المتعاملين، خصوصاً الذين لديهم حرية الوصول إلى المعلومات الداخلية *Inside information* غير المتاحة للعامة، أو الذين يمكنهم من أن يشيعوا في السوق معلومات خاطئة، أو يتمكنوا من تسريب معلومات صحيحة تحقق لهم أرباحاً ضخمة في حال دخول تلك المعلومات في قرارات المتعاملين، بالجانب الأكبر من الأرباح التي يمكن أن تتحقق من المعاملات في

السوق، وذلك على حساب باقي المتعاملين الذين ليس لديهم حرية الوصول إلى مثل هذه المعلومات، الإفصاح والشفافية أصبحا متلازمين ضروريين للأسواق المالية^(٩).

إن عدم تماثل المعلومات وتدفعها بين المقترضين والمنشئين والمستثمرين يؤدي إلى خطر الاختيار العكسي المتمثل في عمليات الإقراض غير الموافق لمقترضين مرتفعي المخاطرة، مقارنة بالمتوسط العام، فضلا عن الخطر المعنوي الذي ينجم عن تغيير في سلوك المقترض بعد عملية الإقراض مما يؤدي إلى رفع درجة المخاطرة، ويمكن مواجهة هذين الخطرين عن طريق انتقاء المشروعات والمتابعة^(١٠).

المبحث الثاني

وسائل تلافى معوقات التوريق

بعد التعرض للمعوقات التي تواجه إتمام عملية التوريق المصرفي في مصر، فلا بد من إصلاح البيئة الاستثمارية اللازمة لنشاط التوريق، التي يأتي في مقدمتها وجود سوق كفاء لسندات التوريق حتى تحفز المستثمرين على الدخول في عمليات التوريق رغبة في تحقيق أرباح ومكاسب مالية آمنة، فالتوريق كآلية استثمارية تحتاج مقومات لنجاحها، ومنها بث الثقة لدى المستثمرين في آلية التوريق المصرفي وإحاطتها بالعديد من الضمانات اللازمة؛ لتجنب وقوعها في المخاطر التي تصاحب عمليات التوريق.

فالتوريق لا يزال مفيداً، ولا يمكن الاستغناء عنه، وأن ما حدث من مساوئه قبل الأزمة، كان راجعاً إلى مناخ التحرر من التنظيم والضبط الذي ساد قبل الأزمة، وأدى إلى الإفراط في عمليات توريق غير مراقبة، ومعقدة، وغير شفافة، وأن إصلاح التوريق هو جزء من عملية شاملة لإصلاح النظام المالي المتعثر ككل، وهو موضوع لا يهمننا منه في هذا المجال سوى المسائل التي لها علاقة بالتوريق، وكانت سببا في انحرافه، وكيف يجب إصلاحها.

ويؤدي التوريق دوراً مهماً في توفير أسلوب جديد لتمويل شركات القطاع الخاص، بخلاف أساليب التمويل التقليدية، فيما يتيح للشركات المصرية الفرصة لزيادة رؤوس أموالها والتوسع والتطوير في طرائق الإنتاج وزيادة الطاقة الإنتاجية وإيجاد نوع من المنافسة بين أساليب التمويل المختلفة للمستثمر، ولاشك أن هذه الأدوار التي يؤديها التوريق من خلال أسواق المال من شأنها أن تزيد من كفاءة الصناعة الوطنية، وكفاءة تخصص الموارد الاقتصادية؛ مما يعكس آثاره في زيادة الإنتاج، والدخل القومي، والحد من البطالة، وزيادة الاستثمارات، وجذب المدخرات المحلية والخارجية.

وتؤكد كثير من الدراسات والنماذج أن العمل الكفاء للوسطاء وأسواق الأوراق المالية يؤدي إلى تحسين تكلفة التعاملات، الأمر الذي يعزز التخصيص للموارد الاقتصادية مما يؤدي إلى نمو أسرع على المدى البعيد^(١١).

ومن ثم يتناول هذا المبحث تنشيط آلية التوريق المصرفي عن طريق:

(٩) أ.د. محمد إبراهيم السقا، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟ جريدة العرب الاقتصادية الدولية منشور في ١٨ مارس ٢٠١٠، تم اطلاق في ٢٠١٩/١/١.

(١٠) د. محمود محي الدين، التنمية المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مايو ٢٠٠١، ص ١٠.

(11) Ronald, Coase, The new institutional Economics, The American Economics, Vol 88 No.2pp72-74,1998.

المطلب الأول: كفاءة السوق كأساس لعملية التوريق.
المطلب الثاني: البيئة الاستثمارية لنشاط التوريق.

المطلب الأول

رفع كفاءة السوق كأساس لعملية التوريق

إن التوريق أمر حديث نسبياً (مستحدث) على السوق المصرفية المصرية، ويوجد تخوف لدى بعض المستثمرين من عدم استرداد قيمة الدين، ففي بعض الأحيان يخضع الأمر للتحيز والتقدير الشخصي الذي تشوبه كثير من العيوب، وارتباطه بعدم التأكد في المستقبل الخاص بأصحاب هذه الديون، وهنا من سيضمن سداد الدين في المستقبل، فمالك الدين يريد أن يتخلص من الدين بأي شكل يضمن له السيولة؛ ولذلك يجب إيجاد الحافز لدى المستثمر المغامر الجريء الذي يرغب في شراء هذا الدين بضمانات حقيقية، وهنا تؤدي آليات الحوكمة وركائزها في البنوك التجارية دوراً مهماً في تقليص المخاطر التي يمكن أن تضر بمصالح البنك في منح الائتمان، وعملية التوريق للديون^(١٢).

ولضمان كفاءة عمل سوق الأوراق المالية لابد أن يتسم السوق بالتنظيم، وضمان عدم الإضرار العمدي بمصالح المستثمرين، وهذا أمر غاية في الأهمية، ومن شأنه أن يزيد من كفاءة السوق، وليس إعاقتها، ونجد أن هذا الأمر يتم في أكثر الدول أخذاً بنظام السوق الحر، وأكثرها اعتماداً على أسواق الأوراق المالية في تمويل المشروعات المختلفة فهذه السوق تخضع في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تنظيم دقيق ورقابة فعالة أكثر من أي قطاع اقتصادي آخر.

ومن ثم فإن توفير مناخ ملائم لعملية التوريق من خلال العمل على كفاءة سوق الأوراق المالية، وتحسين هيكلها وتطويرها، مما يدعم آلية التوريق المصرفي كآلية حديثة يعد أمراً لا بد منه، حيث تعد آلية التوريق من أهم وسائل تنشيط أسواق الأوراق المالية، فهي تعمل على تعميق سوق السندات وتطويرها، وتعد السندات مصدراً رئيسياً للتمويل متوسط وطويل الأجل، وهي تعمل على تجزئة المخاطر.

إن مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يعرف على أنه (السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر ما يساوي القيمة للسهم يوم شرائه^(١٣)).

ويتناول هذا المطلب كفاءة السوق كأساس لعملية التوريق من خلال:

(١٢) أمجد حسن عبدالرحمن، أثر تطبيق آليات وركائز الحوكمة في البنوك التجارية على ترشيد قرارات منح الائتمان وتوريق الديون، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس - كلية التجارة، ع ٢، ٢٠١٢م، ص ٦٠٦.
(١٣) منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٣٨.

الفرع الأول: الكفاءة الفنية للسوق.

الفرع الثاني: الكفاءة التشغيلية للسوق.

الفرع الأول

الكفاءة الفنية للسوق

تحتاج عملية التوريق إلى سوق كفاء من الناحية الفنية، وتكون الكفاءة الفنية للسوق عن طريق تعدد الأدوات الاستثمارية، وترك حرية الاستثمار للمستثمر، التي تناسبه وتساعد في تنويع محفظته المالية، وأن يكون هناك نظام واضح للمقاصة والتسويات؛ حتى يضمن تحقيق نقل الملكية والتنفيذ الكامل للمعاملات، ويقلل من المخاطر الائتمانية؛ وذلك من خلال توافر المؤسسات المالية صانعة السوق لتقوم بتغطية تلك الأدوات وتوزيعها وتمويل عمليات التداول للمساعدة في توفير سيولة.

ومن ثم فإن تعدد منتجات التوريق المستوفية للشروط والتصنيف الائتماني المقبول شرط لنجاح الصفقة حيث تنتج سوقاً كفاءاً من الناحية الفنية، فالعلاقة بين كفاءة السوق وبين نجاح صفقة التوريق هي علاقة طردية، فكلما زادت كفاءة السوق، زاد نجاح صفقات التوريق، وزادت الفرصة نحو تشجيع المستثمرين على الاستثمار في سندات التوريق، وعلى ذلك فإن وضع ضوابط للسوق هو أمر لا بد منه؛ لتوفير المناخ الملائم للاستثمار في سندات التوريق.

وكثيراً ما يكشف الواقع العملي عن حدوث اختلال في عمل نظام السوق، مما يتطلب الحاجة إلى التدخل، فالسوق لا يعنى أن نترك الأمور كلية للمؤسسات والأفراد، بل لا بد أن تعمل من خلال إطار واضح، يفرض على الجميع، وفي حدود ضوابط، وإذا لم يكن نظام السوق مثالياً، فهو على الأقل أفضل النظم المتاحة، ولكنها إذا تركت دون حدود أو ضوابط فسيصبح سوقاً فوضوياً، كما أن قيام نظام ناجح للسوق يحتاج إلى دولة قوية، وهي دولة القانون^(١٤).

الفرع الثاني

الكفاءة التشغيلية للسوق

وتعرف -أيضاً- بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السواق على إيجاد التوازن بين العرض والطلب، وتكون الكفاءة التشغيلية للسوق عن طريق مواكبة التقنيات الحديثة التي تساعد بدرجة كبيرة على تحسين السيولة وزيادة الكفاءة وتخفيض تكاليف الصفقات، وتتحقق هذه الكفاية عن طريق وجود نظام كفاء وفعال للمعلومات المحاسبية، الذي يساعد على إظهار المراكز المالية الحقيقية للمؤسسات المالية، التي تعكس القيم الحقيقية لأصولها ولأسهمها، عن طريق قواعد ومعايير واضحة للإفصاح، منعاً من إخفاء أية معلومات مهمة أو نشر معلومات مضللة.

فأهمية الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية فيما يتعلق بالتوريق المصرفي لها من الأهمية بمكان، حيث تتوقف ثقة المستثمر في سندات التوريق على وجود نظام محاسبى يوضح حقيقة الأوضاع المالية

(١٤) د. حازم الببلاوى، دور الدولة في الاقتصاد، دار الشروق، ١٩٩٩، ص ٩٨، وما بعدها.

للدیون المورقة ومدى قدرة المدینین على السداد، ويعتمد ذلك على وجود سوق كفاء من الناحية التشغيلية تواكب التغيرات المالية بصورة دقيقة وفعالة.

ويتسم السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة، وهي المعلومات التاريخية، مثل: سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية، وهي المعلومات المعلنة للعامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل المعلومات التاريخية والجارية ومعالجتها، ومنه يمكن وصف السوق الكفاء بأنها "سوق تتسم بالتنافسية، أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها، وفقاً لقوى العرض والطلب، ويتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات"^(١٥).

وحتى تتسم السوق بالكفاءة الكاملة يقتضى ذلك توافر الشروط الآتية^(١٦):

١. أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع، وفي الوقت نفسه، دون تكاليف.
٢. عدم وجود قيود على التعامل، مثل: تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
٣. للمستثمر الحق في بيع الكمية التي يريد من الأسهم أو شرائها، من دون شروط وبسهولة، ويسر.
٤. وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، بحيث لا يستطيع أى مستثمر التأثير بمفرده على سعر الأصل المالى.
٥. اتصاف المستثمرين بالرشد، أى أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم. لا شك أن عملية التوريق تتطلب سوقاً مالياً كفناً يضمن تناول المعلومات بشفافية وسهولة، والسوق الكفاء هو السوق الذى يتكون من أدوات تشغيلية قادرة على التماشى مع الأدوات التمويلية الحديثة وما تتطلبه من تقنيات حديثة في التعامل سواء من خلال عرض المعلومة، وتوافرها، وتوفير السبل الكفيلة من الناحية التشغيلية لإتمام صفقة التوريق.

المطلب الثانى

دعم البيئة الاستثمارية لنشاط التوريق

توفر عملية التوريق السيولة عن طريق تمكين صغار المستثمرين من شراء الأسهم في مجموعة أصول أكبر، يمكن أن تنطوي على تجميع الديون التعاقدية مثل قروض السيارات والتزامات الديون بطاقة

(15) Bodie Z. Kane et Marcus A "essentials of investments", times Minor higher education group. 1995 INC Chicago USA P 54.

(١٦) المعهد العربى للتخطيط، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية، العدد ٢٧، مارس ٢٠٠٤، الكويت ص ٩.

الائتمان، أي الأصول التي تولد الذمم المدينة، الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، هي مثال مثالي على التوريق، من خلال الجمع بين الرهون العقارية في تجمع كبير واحد، يمكن للمصدر تقسيم الأصول إلى أجزاء أصغر بناءً على المخاطر الافتراضية المترتبة على كل رهن افتراضي، ثم بيع تلك القطع الأصغر للمستثمرين من خلال ضمان مدعوم برهن عقاري، يمكن لمستثمري التجزئة الأفراد شراء أجزاء من الرهن كنوع من السندات بدون توريق القروض العقارية، قد لا يتمكن مستثمرو التجزئة من الشراء في مجموعة كبيرة من القروض العقارية⁽¹⁷⁾.

ومن ثم يفترض حتى تحقق عملية التوريق أهدافها في توفير السيولة وضخ المزيد من التمويل للقطاعات الاقتصادية أن تعمل الدولة على دعم المناخ الاستثماري لنشاط توريق الأصول المالية، فتمويل معظم مشاريع البنية التحتية المستدامة حاليًا عن طريق القروض المصرفية، علاوة على ذلك، تتطلب العديد من الاستثمارات المستدامة قروضًا طويلة الأجل تتعارض مع رأس المال والودائع التي تشكل ميزانيات البنوك، ولتوفير تمويل بديل، وإطلاق قدرة الميزانية العمومية للأصول المستدامة، يمكن إعادة تغليف القروض المصرفية المستدامة غير السائلة في شكل أكثر سيولة لجذب المستثمرين المستدامين في أسواق رأس المال العالمية.

وعلى ذلك ينبغي دعم البيئة الاستثمارية لنشاط التوريق المصرفي من خلال الآتي:

الفرع الأول: جودة الأصول محل التوريق.

الفرع الثاني: تشجيع شركات التأمين والصناديق الحكومية في الدخول في عمليات التوريق.

الفرع الأول

جودة الأصول محل التوريق

إن المتفق عليه في ممارسة التوريق هو ضرورة صلاحية الأصول لتكوين مجموعة متجانسة من الديون القادرة على جذب المستثمرين، وبناء على ذلك فإن سندات الديون المدعومة والسندات الأجنبية والسندات الحكومية لا تعد أصولاً صالحة للتوريق؛ لضعف ائتمانهما وعدم اليقين المرتبط بالحصول من ورائها على سيولة نقدية ثابتة لرد أصول ديون المستثمرين وفوائدها⁽¹⁸⁾.

إن من أهم عناصر التوريق هو قدرة الدين أو المبالغ محل التمويل، حيث على أساسه يتحدد نجاح الإقبال على الأوراق المالية⁽¹⁹⁾؛ لذا وجب التأكيد على الجهات الرقابية في عمليات التوريق بأهمية توخي

(17) **Securitization**, Reviewed by [James Chen](#) Updated Jan 24, 2018 ,
<https://www.investopedia.com/terms/s/secritization.asp>.

(18) Battacharya (Anad K..) & Fabozzi (F.J) ,Asset Backed Securities ,pub. Fabozzi (F.J). October 1996, p.277.

(19) أ.د. سميحة القليوبي، المراكز القانونية لأطراف عقد القرض العقاري والتوريق، ص ٨.

الحرص في تقييم العقارات محل التمويل بواسطة خبراء متخصصين، وفي ظل ضوابط تحقيق الحيادية التامة، تحقيقاً لمصالح جميع الأطراف أصحاب الشأن.

فالهدف الرئيس الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، أى توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين، وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعد محركاً للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الانتاجي، وتحويل المدخرات إلى استثمارات، ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج، وزيادة معدلات نمو الناتج المحلى الإجمالى، ولتحقيق الأهداف المشار إليها يقوم السوق بأداء وظيفتين^(٢٠):

١. تعبئة مدخرات المستثمرين.

٢. التخصيص الأمثل للموارد.

وتعمل الأسواق المالية في أدائها للوظيفة الأولى على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة، أو تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات من خلال إلزام الشركات المدرجة في البورصة على توفير تقارير دورية حول أنشطتها، مع الحرص على محاربة تسريب المعلومات المضللة التي من شأنها أن تؤثر في قرارات المستثمر، أما فيما يتعلق بالتخصيص الأمثل للموارد فإن الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة تسعى جاهدة في توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.

ودراسة نوعية الأصول يدفعنا إلى دراسة كاملة عن نوعية وعاء الأصول المتفق عليها، وبيان ذلك أن برنامج التوريق المنفق عليه بين البنك البادئ للتوريق والشركة ذات الغرض الخاص قد يكون وعاءً متجددًا، أى تضاف إليه باستمرار خلال مدة التوريق سندات جديدة مستحقة الوفاء، وهذه الأوعية تتجدد عادة لفترة ثلاث سنوات، ثم يبدأ تخصيصها لسداد الديون المستحقة للمستثمرين في تاريخ معين في المستقبل، لكن أثناء تلك الفترة تخصص السيولة النقدية الناجمة عن فوائدها أولاً لتغطية فوائد ديون المستثمرين، على أن يعود الباقي للبنك البادئ للتوريق يعيد استثمارها باستمرار في سندات مديونية جديدة، وقد يتكون البرنامج من وعاء ثابت لسداد الديون يستنفذ حصيلته من الفوائد باستمرار، ثم يستقر عند حد معين في تاريخ الاستحقاق^(٢١).

ومن ثم فإن جودة الأصول المورقة تحقق استغلال أمثل للمستثمرين وتدفعهم نحو الدخول في مجال سندات التوريق، فالمستثمر يعول على جودة الأصل الذى يعكس الورقة المالية، فكلما كانت هذه الأصول ذات جودة، حققت استثماراً وثيراً، ونجحت صفقة التوريق، والعكس فإن الأصول الرديئة، أو ذات التصنيف الائتماني غير المقبول لن تجد مجالاً بين المستثمرين فرأس المال جبان يبحث دوماً عن الأصل الآمن الذى يوفر له عوائد مربحة واستقراراً في أصوله المالية التى يستثمرها.

الفرع الثانى

(٢٠) د.أرشد فؤاد، د.أسامة عزمى، الاستثمار فى الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن ٢٠٠٤، ص ١١٠.

(21) Kendall & Fishman, A. Primer on Securitization, pub.MI, Prss, July 1996, P,171-182.

تشجيع شركات التأمين والصناديق الحكومية في الدخول في عمليات التوريق

تعالج صناعة التوريق حالات بطء دورة رأس المال العامل أو دورة الأعمال في المؤسسات الإنتاجية بسبب انخفاض التمويل، وبالتالي تستطيع الشركات الإنتاجية الكبيرة عند استخدام هذه الآلية الاستفادة من وفورات الحجم الكبير، تخفيض متوسط تكلفة الوحدة المنتجة^(٢٢).

فدخول شركات التأمين في عمليات التوريق المصرفي سيؤدي إلى انتعاش سوق سندات التوريق حيث تحقق شركات التأمين فائدة مهمة وهي التأمين على سندات التوريق ضد مخاطر التوريق، مما يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في الحصول على حقوقهم، كما قد تدخل شركات التأمين كمستثمر في سندات التوريق، مما يؤدي إلى رواج صفقات التوريق ونمو سوقها، أما الصناديق الحكومية فالوضع في مصر يظهر من خلاله عدم إقبال الصناديق الحكومية على الاستثمار في سندات التوريق، فإذا ما أقدمت الصناديق الحكومية على استثمار جزء من أموالها في سندات التوريق، سيجعلها لا شك تقوم بدور صانع السوق لسندات التوريق.

ويرى الباحث أن سوق التأمين في مصر سوق فعال فإذا ما قامت شركات التأمين بتوريق عقود التأمين التي لديها، ستحقق لاشك فائده مباشره سواء لشركات التأمين من خلال توفير سيولة مالية مباشرة بالإضافة الى دعم سوق التوريق وزيادة نشاطه.

وعلى نفس السياق يأتي دور الصناديق الحكومية فإذا ما قامت هذه الصناديق بتوريق مستحقاتها الحكومية، ستحقق بشكل مباشر الرواج لسوق التوريق في مصر وكذلك دعم سوق الاوراق المالية، التي تنشط بنشاط سوق التوريق.

الخاتمة:

واخيرا بعدما استعرضنا تطور هذه الآلية المالية الحديثة بالنسبة للسوق المالي والمصرفي المصري، نود أن نؤكد أن التوريق المصرفي بمثابة حلقة وصل مالية تتيح الوصول إلى مصادر تمويلية حديثة تساهم في تحسين الملاءة المالية للمؤسسات المالية والمصرفية الا انها تحاوطها المخاطر المتعددة من سواء كانت مخاطر تشغيلية او قانونية او مصرفية وهو ما يتطلب ان يتم مراعاة الاحتياطات اللازمة للوصول إلى استثمار امن في سندات التوريق .

List of references

Translated Arabic References:

(٢٢) فتح الرحمن علي محمد صالح، صناعة التوريق في سوق التمويل السوداني"، بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية (سلسلة التوريق، ٢)، بيروت: اتحاد المصارف العربية، ٢٠٠٢، ص ١٣٧-١٤٨.

1. Abdel Hamid Siddiqui Abdelbar, The Liberalization of Capital Markets on the Economics of Developing Countries - Egypt Contemporary Journal No. 19, 93rd Year, April - 2002.
2. Amjad Hassan Abdurrahman, Application of Governance Mechanisms and Pillars in Commercial Banks on the Rationalization of Credit Award Decisions and Debt Profusion, Scientific Journal of Economics and Trade, Ain Shams University - Faculty of Commerce, G2, 2012.
3. Fatah el Rahman Ali Muhammad Saleh, Sudanese Finance Market Script Industry, "Research in Scripture and Asset Management, Requirements and Mortgages (Al-Tahrif Series, 2), Beirut: Arab Banking Federation, 2002.
4. Hani Sri-el din, President of the Public Authority for the Money Market, article entitled Egyptian Capital Market: A Qualitative Shift in Legislation, Regulation and Control, Journal of the World Today, 15/2/2007.
5. Hazem Al-Bablawi, The Role of the State in the Economy, Dar Al-Shayr, 1999.
6. Irshid Fouad, D. Osama Azmi, Investing in Securities, First Edition, Al Mahara Publishing House, Amman, Jordan 2009.
7. Ismail Abdul Al-Sayed, Instruments and Policies Developed in Stock Markets, PhD, Faculty of Law, Cairo University, 2008.
8. Mahmoud Mohy eldin, Financial Development and Its Impact on Economic Growth, Faculty of Economics and Political Science, Cairo University, May 2001.
9. Mohamed Ibrahim Al Saqa, why the disclosure and transparency on the stock market? The Arab International Economic Journal was published on March 18, 2010.
10. Monir Ibrahim Hindi, Modern Thinking in Investment, Knowledge Facility, Alexandria, 1999.
11. Samiha Al-Qulubi, Legal Centers of the Parties to the Mortgage and The Profile Contract, Dar Elnahada, 2008.
12. Shehab el deen , Ahmed Bayumi, Thirteenth Annual Scientific Conference: Legal and Economic Aspects of the Global Financial Crisis, Mansoura University - Faculty of Law Journal, Vol 2, No. 13, April 2009.

English References:

1. Leon T. Kendall and Michael J. Fishman, eds., Primer on Securitization, MIT Press, 1996.
2. Robert C. Higgins, Analysis for Financial Management, 9th edition, McGraw-Hill Irwin, 2009.
3. Ronald H. Coase, The New Institutional Economics, A Symposium, March 1984.

French References:

Alain Choinel, Le système bancaire et financier : approches française et européenne, Paris Revue Banque, 2002.