

دراسة تحليلية لمعوقات استخدام نشاط التوريق لزيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري ياسمين طارق يحيى محمود

الملخص

يهدف البحث إلى دراسة المعوقات التي تعرقل تفعيل نشاط التوريق في السوق المصرية التي تحد من مزايا تطبيق نشاط التوريق. ثم أثر ذلك على التوسع في تفعيل نشاط التوريق. وإذا تم التوسع في تفعيل نشاط التوريق ما أثر ذلك على زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري، وذلك من خلال تحديد المعوقات التي تعرقل تفعيل دور نشاط التوريق في البيئة المصرية. وتحديد المتطلبات اللازمة لنجاح تفعيل نشاط التوريق. وتحديد دور التوريق في زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري. وتوضيح أثر معوقات نشاط التوريق على أداء سوق المال المصري.

Abstract

Securitizing debts is as a particularly effective financial instrument implemented to transfer credit risk to other entities willing to take such risk or capable of using them to make profits. This is achieved through the transfer by financial entity of an asset to be securitized and included into the transferor budget as a unit of special nature which help in enhancing the secondary market by using bonds and converting debts into marketable stocks. But the problem is that the effectiveness of securitization in the Egyptian market is faced by some obstacles which burden the development of securitization in the Egyptian market.

المقدمة

شهدت أسواق التمويل الدولية منذ بداية الثمانينات موجة من الإبداعات المالية أحدثت تغيرات جذرية ، وأصبحت الأسواق في حركة دائمة تقدم كل يوم أداة مالية جديدة تروج لها المؤسسات المالية أو المصرفية. وقد أدى ذلك إلى التأثير على أساليب التمويل في الأسواق العالمية من حيث تحويل أسلوب التمويل من الاعتماد على القروض المصرفية إلى التمويل عن طريق الأسهم والسندات مما أدى إلى عولمة الأسواق المالية وظهور الكيانات المصرفية العملاقة واستخدام وسائل إلكترونية لزيادة الخدمات المصرفية المقدمة من البنوك وتتنوعها وزيادة المخاطر المرتبطة بها. وللد من هذه المخاطر بدأ الاتجاه إلى البحث عن أدوات مالية مستحدثة كان من أبرزها التوريق Securitization.

والتوريق هو تكوين مجموعات متجانسة من القروض مثل (قروض عقارية – قروض سيارات ومستحقات بطاقات الائتمان ... وغيرها) ثم إعادة تحويلها إلى المستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية عادة ما تكون في شكل سندات ذات عائد دورى ثابت ، ويحصل المستثمر حامل السند على الفوائد الدورية بالإضافة إلى أصل السند ، ولهذا يجب مراعاة أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها وهكذا يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوى أو سوق السندات التى يمكن أن يمثل جانب الطلب فيه صناديق التأمين والمعاشات وصناديق الاستثمار والمؤسسات المالية والاستثمارية وشركات الأفراد والمستثمرين فى شراء السندات.

وبدءاً من التسعينيات ظهر مصطلح التوريق في السوق المصرية ، بعد ما فرضته ديون شركات القطاع العام التي كانت من أهم معوقات الخصخصة في مصر ، حيث كانت العقبة الأساسية أمام أي مستثمر يرغب في شراء أسهم هذه الشركات. وتعد شركات توريق الديون ، أحد مظاهر تطوير سوق المال في مصر ، حيث تقوم هذه الشركات بتلقي الأصول المالية المحولة ، وتقوم بإصدار سندات متعلقة بتلك الأصول المالية المحولة ، وتقوم بتحصيل الاكتتابات من الأفراد والأشخاص الاعتبارية ، عن السندات المصدرة المتعلقة بالأصول المالية المحولة ، وبذلك يعد التوريق أداة لتحويل الأصول المالية إلى أوراق مالية سائلة وقابلة للتداول ، الأمر الذي ينعكس على تنشيط سوق المال.

أولاً: الدراسات والبحوث السابقة

١- الدراسات العربية:

١- دراسة د. محمد عبد المطلب بدوى 2005

بعنوان: التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية. استهدفت الدراسة توضيح كيف تستطيع مصر تطبيق نشاط التوريق وما الأثر المتوقع لذلك علماً لاقتصاد المصري. وقد توصلت الدراسة إلى:

- يعتبر التوريق خليطاً لقوتين هامتين في عالم المال وهما التمويل الهيكلي وأسواق رأس المال حيث أن الورقة المالية الناتجة عن توريق الديون تعتبر أصلاً محدداً لهذا الكيان.
- نتيجة أى عملية توريق هي إيجاد أداة معينة يمكن طرحها في السوق.
- يستفيد المقترضون من التوريق لأنه يوفر لهم مصادر أسرع للحصول على الأموال.

٢- دراسة خالد عبد الجليل على إسماعيل ، ٢٠٠٦:

بعنوان: انعكاسات أسلوب استخدام السندات في توريق الدين إلى سوق العقارات في مصر في ظل قانون التمويل العقاري.

استهدفت الدراسة إلى تدقيق المعلومات التي تساعد على الآتي:
التغلب على ظاهرة الركود العقاري، المساهمة في حل مشكلة الديون العقارية المتعثرة والمستحقة للقطاع المصرفي وربط سوق المال بسوق التمويل العقاري بهدف تحسين سيولة القروض العقارية وفي نفس الوقت تنشيط سوق المال بواسطة الأدوات الجديدة التي ينتجها نشاط التوريق. وتفعيل أداة السندات كأداة رئيسية في تمويل الدين.

وقد توصلت الدراسة إلى:

قصور الدور الذي تقوم به الحكومة في تنشيط سوق السندات في مصر كأداة التمويل طويل الأجل على غرار ما يحدث في تجربة الولايات المتحدة الأمريكية وتشيلي.

٣-دراسة راتول محمد ، ٢٠٠٦

بعنوان: دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر. استهدفت الى توضيحتفعيل قانون توريق القروض الرهنية رقم ٠٦-٠٥ لسنة ٢٠٠٦ تطبيق المفهوم الشامل للتمويل العقاري من خلال مزاوله العديد من الأنشطة المرتبطة بالرهن العقاري مثل أنشطة التمويل وشراء وتقييم العقارات وتوريق الديون العقارية وغيرها ، الأمر الذي يعطي انعكاساً إيجابياً على البورصة في الجزائر ويسمح بإعطاء بدائل تمويلية حديثة تساهم في تطويرها وتفعيلها وتكثيف عمليات التمويل من خلالها..

٤- دراسة د. عزة أبو قصرة مقاوي ، ٢٠٠٧

بعنوان: مدى ملائمة المناخ الاستثماري في مصر للتوريق كأداة مالية للتمويل العقاري.

استهدفت الدراسة تقييم المناخ الاستثماري في السوق المصرية لتحديد مدى ملائمته لتطبيق نشاط التوريق كأداة مالية حديثة التطبيق في مصر. وقد توصلت الدراسة إلى:

توجد علاقة معنوية لمحاور جاهزية البيئة الاستثمارية المصرية لتطبيق نشاط التوريق ، وجود موافقة كبيرة لتطبيق نشاط التوريق ولكن بعد وجود الضمانات المناسبة لأطراف التعامل. والبناء المؤسسي للسوق المصري فكانت الاتجاهات تعكس بدرجة كبيرة جداً عدم جاهزية السوق المصري لتطبيق آلية التوريق برغم من مرور أكثر من أربع سنوات.

٥-دراسة د. ماجدة اسماعيل شلبي، ٢٠٠٧

بعنوان: تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق.

استهدفت الدراسة: تحليل وعرض مختلف الأدبيات والآراء التي تتناول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وتطور أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحديات والمتغيرات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتأكيد على أهمية تفعيل نشاط التوريق في تنشيط سوق السندات ورفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية وتقليل مخاطر الائتمان وتحسين معدل السيولة ومستوى الأداء.

٦-دراسة اخلاص النجار، ٢٠٠٩

بعنوان : قراءة فى مفردات التوريق.

استهدفت الدراسة إلى التعرض إلى نشاط التوريق باعتباره احد السبل مواجهة التحديات ، التى تؤثر بشكل كبير على النمو الاقتصادى فى الدول النامية وأبرزها ارتفاع تكلفة رأس المال وضعف مصادر التمويل والافتقار إلى أسواق مالية فعالة لذلك حاولت الدراسة عرض أبرز مفردات التوريق وتوضيح مزاياه ومخاطره والبيئة الملائمة لعملية التوريق.

و قد توصلت الدراسة إلى:

أن التوريق أداة مهمة ويمكن أن تؤدي دوراً فعالاً فى توفير السيولة للمؤسسات المصرفية وغير المصرفية وتحسين معدلات كفاية رأس المال من خلال بيع محافظ القروض الخاصة بالأصول المالية غير السائلة، وتخفيض المخاطر الائتمانية للأصول كما يترتب كلفة تمويل الديون ومصرفيات مصاحبة لإنشاء الدين ودفع مصرفيات مصاحبة لإنشاء الدين ودفع أجور المصرفيين وتكاليف الاستشارات المحاسبية والقانونية والضريبية، فضلاً عن كونها تؤدي دوراً فعالاً فى جذب الادخارات المحلية وتوجيهها نحو الاستثمار.

٢-الدراسات الأجنبية:

٧- دراسة Union of Arab Banks ، ٢٠٠٢ :

استهدفت الدراسة الخلفية العلمية والعملية لعمليات التوريق ، وكذلك الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق. بجانب توضيح الجوانب الإيجابية للتوريق التى تؤثر على البنوك ، فالمحللون يرون أن العائد من وراء عمليات التوريق أفضل من هامش الربح التقليدي.

توصلت الدراسة إلى:

توصلت الدراسة إلى أن المؤسسات وجدت أن بيع الموجودات والتمويل من خلال العمليات خارج الميزانية يحققان ربحية أعلى بالإضافة إلى أنهما الأفضل عملياً من زيادة التمويل الممتلك. كما توصلت الدراسة إلى أهمية تقدير التكاليف المصاحبة لعملية التوريق من حيث تكلفة تمويل الديون وتكاليف تحسين الجدارة الائتمانية والسيولة كأسلوب لدعم الأصول. وتكاليف الاستشارات المحاسبية ، القانونية ، الضريبية وتكاليف تغيير وتطوير الأنظمة وتكاليف وقت الإدارة.

8-دراسة Andrea Saayman ، ٢٠٠٤

بعنوان: Securitization and bank liquidity in south Africa

استهدفت هذه الدراسة إلى معرفة إذا كان توريق الأصول يمكن أن يتبع في بنوك جنوب أفريقيا للتقليل من خطر عدم توافر السيولة الذي أدى إلى إفلاس بعض البنوك في جنوب أفريقيا مثل New Republic Bank 1996, Samboa Bank 2002.

و قد توصلت الدراسة إلى:

تطبيق نشاط التوريق بشكل مستمر للتأكد من التخلص من صعوبة توفير السيولة ، بالإضافة إلى أن تطبيق التوريق لمرة واحدة يمكن استخدامه لتوفير السيولة ولكن بشكل مؤقت ، هذا إلى جانب أن التطبيق المستمر للتوريق يكون أقل في التكلفة من تطبيقه لمرة واحدة.

في حالة البنوك صغيرة الحجم التي لا يمكن أن تمنح عددًا كبيرًا من القروض يمكن أن يشترك أكثر من بنك صغير كمنشئ للقرض وبيعه لشركة ذات غرض خاص ، مما يوفر عددًا أكبر من المستثمرين الذين يصعب على البنك صغير الحجم الحصول عليه بمفرده وهذا قد يحسن من مستوى سيولة البنك.

9-دراسة Stephen B. Strauss ، ٢٠٠٥

بعنوان: "Securitization" capital market authority, Egyptian financial service project

استهدفت الدراسة الإجراءات الرئيسية لتنفيذ عمليات التوريق وكذلك دور الجهات الرقابية في عمليات التوريق والجهات والأطراف المشاركة في عملية التوريق.

وقد توصلت الدراسة إلى:

التوريق يحقق مجموعة مزايا لجميع الأطراف المشاركة في عملية التوريق للاقتصاد بصفة عامة، للجهات المنشئة لمحافظ التوريق والمصدرة للسندات و للمستثمرين حملة السندات.

10- دراسة Jan Pieter Krahn Dennis Hansel ، ٢٠٠٧

بعنوان: Does credit securitization reduce bank risk , evidence from European market

استهدفت هذه الدراسة إلى توضيح تأثير التوريق كأداة مالية جديدة على طريقة تناول إدارة المخاطر الائتمانية في البنوك الدولية. وقد اعتمد البحث على عينة هي عبارة عن مجموعة كبيرة من البيانات الخاصة بالقروض المضمونة بأصول CDO المصدرة من مؤسسات مالية أوروبية مسجلة في Standard Moody's deal و&poors. بالإضافة إلى التقارير الربع سنوية عن عمليات التوريق في البنوك الأوروبية في يناير ، يوليو ، أكتوبر ، ٢٠٠٤ و فبراير ٢٠٠٥ .
و قد توصلت الدراسة إلى:

١. المخاطر الائتمانية الناتجة عن نشاط التوريق يكون لها تأثير أكبر على المؤسسات المالية ذات المركز المالي الضعيف منها على المؤسسات الأخرى ذات المركز المالي القوي.

٢. البنوك الأوروبية تكون أكثر عرضة للخطر الناتج عن توريق الديون من البنوك في المملكة المتحدة أو الولايات المتحدة الأمريكية.

11-دراسة FatenSabry, Chudozieokongwu ٢٠٠٩:

بعنوان: Study of the impact of securitization on consumers investors financial institution and capital market

استهدفت الدراسة توضيح أثر التوريق على المستهلك والمستثمر وأسواق المال ، فالبحث تعرض لتأثير التوريق على القدرة لمنح القروض وقدرة المستثمرين والمقرضين على إدارة الخطر وأيضًا تأثير التوريق على السيولة. وقد شملت الدراسة تحليل مؤسسات الرهونات ، وقروض السيارات وكروت الائتمان. وقدمت الدراسة إطارًا عامًا لمفهوم التوريق مدعمًا بالدراسات السابقة التي لها علاقة بالتوريق.

و قد توصلت الدراسة إلى::

١. الاستمرار في التوسع في توريق قروض السوق الأولية أدى إلى انخفاض معدل العائد المدفوع من قبل المستهلكين في قروض السيارات وكروت الائتمان وأنواع الرهونات المختلفة.

٢. يوجد دلالة إحصائية على أن هناك علاقة طردية بين زيادة معدلات الشراء في السوق الثانوي وبين حجم القروض ، لكن يقل معدل الشراء في حالة وجود معدلات فائدة مرتفعة.
٣. يساعد التوريق على مشاركة قطاعات أكثر للقروض العقارية في السوق الثانوي.

12- دراسة **Fellx Schindler, Svitlana Voronkova** ، ٢٠١٠:

بعنوان: Linkage between international securitized real-estate markets further evidence from time varying stochastic co-integration

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد معلومات عن مزايا جديدة لتوزيع استثمارات على المدى الطويل في السوق الدولي للتوريق من خلال دراسة ذلك في فترة طويلة تمتد من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٩ أي فترة ٢٠ سنة. تعتمد الدراسة على مؤشرات الأسعار الشهرية من National Associate of Real Estate, Public Real Estate Association في الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٩.

ومن خلال فترة الدراسة شهدت الأسواق الأوروبية زيادة سوق التوريق العقاري ولكن منذ ٢٠٠٧ شهد السوق انخفاضاً حاداً في سوق توريق العقارات ثم بدأ في الزيادة منذ نهاية ٢٠٠٨.

و قد توصلت الدراسة إلى :

١. اتضح إن العلاقات المتبادلة تكون بشكل أكبر في الدول الواقعة في منطقة جغرافية واحدة وبالتالي ، من وجهة نظر المستثمر ، من الأفضل التوسع في مستوى الاستثمار من المستوى المحلي إلى مناطق أخرى ، وهذه النتيجة طبقت بالأخص على المستثمرين في أوروبا.
٢. لا يوجد حقيقة تفيد زيادة التعاون بين أسواق التوريق والرهن العقاري على المستوى الدولي كما هو في التعاون بين أسواق المال الدولية.

ثانياً: الدراسة الاستطلاعية

هدفت الدراسة الاستطلاعية إلى:

١. تحديد نطاق تطبيق نشاط التوريق في مصر وكم عدد وحجم عمليات التوريق التي تمت بالفعل.

٢. مدى إدراك الأطراف المفترض اشتراكها بعمليات التوريق لمفهوم التوريق كأداة مالية جديدة .

٣. عدد الشركات التي تتعامل في نشاط التوريق.

وقد تمت الدراسة الاستطلاعية من خلال محورين هما :

المحور الأول: الحصول على بيانات تخص عدد وحجم سندات التوريق مقارنة بإجمالي حجم السندات المصدرة في السوق خلال الفترة محل البحث وهي من عام ٢٠٠٦ إلى عام ٢٠١٠.

المحور الثاني: إجراء عدة مقابلات مع مديري الإدارات المالية ومنها البنك التجاري الدولي والبنك العقاري العربي ، بالإضافة لمقابلة مديري شركتين من شركات تداول الأوراق المالية وهم شركة مترو لتداول الأوراق المالية وشركة كايرو كابيتال لتداول الأوراق المالية، بالإضافة بإجراء مقابلات مع مديري شركات التوريق أي الشركات المتخصصة وهي ستة شركات. وبعد القيام بهذه المقابلات وتوجيه الأسئلة التي تتعرض لمدى وضوح مفهوم التوريق اتضح الاتي:

١. عدم إقبال البنوك على توريق ديونها المتعثرة.

٢. افتناع العاملين في هذا المجال بأن العقبات القانونية تعد من العقبات التي تواجه الاستثمار في سندات التوريق.

وقد تم الحصول على بيانات من الهيئة العامة للرقابة المالية ممثلة في حجم عمليات التوريق وعدد سندات التوريق منذ بداية عمليات التوريق في مصر من سبتمبر ٢٠٠٦ إلى ديسمبر ٢٠٠٩.

واتضح أن حجم إصدار السندات ذات العائد الثابت والمتغير وقيمها وذلك للمقارنة بينها وبين إجمالي عدد وقيم سندات التوريق؛ لتحديد حجمها مقارنة بإجمالي إصدارات سوق السندات ككل. ومن البيانات التي تم الحصول عليها اتضح أن هناك تزايد في عدد عمليات التوريق ، فقد وصل عدد العمليات إلى عشر عمليات بجانب تزايد أحجامها. لكن تعتبر نسبة سندات التوريق وعددها متواضعة مقارنة بإجمالي قيم السندات الموجودة في سوق المال المصري. ومن هذه الظاهرة يتضح للباحث تساؤلان:

• ما المعوقات أمام التوسع في تطبيق نشاط التوريق في مصر وذلك رغم وجود تشريعات لتطبيقه؟

• ما الأثر على سوق السندات في مصر إذا تم التوسع في تطبيق نشاط التوريق؟

ثالثاً: مشكلة الدراسة

في ضوء نتائج الدراسة الاستطلاعية السابقة التي قامت بها الباحثة والتي أظهرت وجود مشكلة تواجه تفعيل التوريق في سوق الأوراق المالية المصري ، وبالرغم من وجود التشريعات الخاصة بتطبيقه ، وذلك استناداً على الدراسة الاستطلاعية بالإضافة إلى توضيح تجارب بعض الأسواق الناشئة التي توضح أن قد يكون هناك ما يعرقل التوسع في نشاط التوريق في السوق المصرية لتصل إلى ما وصلت إليه الأسواق الناشئة الأخرى ومن ثم يمكن القول انه بينما يعد التوريق أحد أهم الابتكارات المالية والمشتقات المالية ، باعتباره أحد الحلول المهمة واللازمة لمواجهة مشاكل السيولة والفشل المالي إلا أن حجم نشاط التوريق في سوق السندات ما زال محدوداً مقارنة بالأسواق العالمية.

ومن هنا تتبلور مشكلة البحث في وجود معوقات تعرقل تفعيل نشاط التوريق التي قد تكون معوقات تنظيمية وقانونية وبيئية وانعكاس ذلك على قلة إصدار سندات التوريق وعدم الاستفادة من مزايا تطبيق هذه الأداة ومن ثم يتم تلخيص مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي وهو:

كيف يمكن أن يسهم نشاط التوريق في زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري وذلك من خلال تحديد العقبات التي تقف أمام تفعيل نشاط التوريق وتحديد آليات للتغلب على تلك المعوقات؟

رابعاً: أهمية الدراسة

يستمد البحث أهميته من تطبيقه موضوعه ومجال تطبيقه ، ويمكن إيضاح ذلك من خلال المحورين الآتيين:

١- الأهمية العلمية:

- أهمية نشاط التوريق ، فهو يساعد على حل مشكلة السيولة ، حيث يعد التوريق أحد مصادر التمويل الحديثة بديلاً عن مصادر التمويل من خلال بيع الأصول المالية أو الاقتراض بضمان الأصول المالية.
- تتمثل أهمية البحث العلمية في محاولة التطرق إلى أحد أهم الابتكارات المالية الحديثة وهو موضوع توريق الديون الذي يتصف بقلة الأبحاث في

جزئية علاقته بسوق المال المصري و تحديد المعوقات التي تعرقل زيادة تفعيل نشاط التوريق.

٢- الأهمية العملية:

- يستمد أهميته العملية من كونه يخدم المؤسسات المالية من خلال الفوائد المنتظرة من تطبيق التوريق في حل مشكلات السيولة وتحويل المخاطر بالإضافة لتحسين كفاءة سوق المال من خلال إيجاد أوراق مالية غير تقليدية وتأثير ذلك على تنشيط سوق المال المصري مما قد ينعكس على انتعاش الاقتصاد ككل.
- التعرف على الواقع الفعلي لحجم إصدار سندات التوريق ومعدل النمو فيه والعلاقة بينه وبين زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري.

خامساً: أهداف الدراسة

يهدف البحث إلى هدف رئيسي وهو دراسة مدى تأثير تفعيل نشاط التوريق على زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري هذا بالإضافة للتأكد من وجود معوقات تعرقل زيادة تفعيل نشاط التوريق ، ومن ثم توضيح تلك المعوقات والحلول المقترحة للتغلب عليها هذه سواء أكانت تنظيمية أو بيئية أو قانونية. ثم التطرق إلى النتائج التي قد تعود على سوق المال من التغلب على هذه المعوقات والتوسع في تفعيل نشاط التوريق وأثر ذلك على زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري.

سادساً: فروض الدراسة

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 التوريق وبين التوسع في تفعيل نشاط التوريق.

الفرض الثاني: لا توجد علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بينالعوامل التي تعوق نشاط التوريق وزيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري.

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

سابعًا: حدود الدراسة

حدود زمنية:

سوف يقتصر البحث على الفترة الزمنية التي تبدأ من بداية عام ٢٠٠٦ وهي أول إصدار لسندات التوريق إلى ديسمبر ٢٠١٠ وذلك آخر تاريخ قبل بداية ثورة ٢٥ يناير وذلك نظرًا لعدم استقرار سوق المال بسبب التغيرات السياسية التي أثرت على الظروف الاقتصادية.

حدود مكانية:

سوف يقتصر التطبيق على شركات التوريق وهي ستة شركات وشركات الوساطة المالية وهي ١٤٨ شركة مسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية باعتبارهم إحدى الأطراف الرئيسية لعملية التوريق.

الدراسة الميدانية واختبار الفروض

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.

ثانياً: مجتمع الدراسة

نظرًا لأن أحد أهداف الدراسة تحديد المعوقات التي قد تعرقل تفعيل نشاط التوريق وأثر تفعيل نشاط التوريق على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري ، 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 وفقًا لإصدارات البورصة حتى ٢٠١٣\١٢\٣١.

والثانية: شركات الوساطة المالية وهي ١٤٨ شركة.

ثالثاً: متغيرات الدراسة

الدراسة السابقة	مؤشرات القياس	متغيرات الدراسة
د. عزة المقاوى ، ٢٠٠٩ ، مدى ملائمة المناخ الاستثماري في مصر للتوريق كأداة للتمويل العقاري	توزيع قائمة الاستقصاء	<u>متغيرات مستقلة</u> : معوقات تنظيمية وبيئية وقانونية
شركة مصر لنشر المعلومات (إعداد الباحثة)	حجم وقيم الإصدار لسندات التوريق	<u>متغير وسيط</u> : نشاط التوريق
د. نبيل عبدالرءوف إبراهيم ، ٢٠١٢ ، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبية المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية	مؤشرات البورصة	<u>متغير تابع</u> : فاعلية سوق الأوراق المالية

المصدر: اعداد الباحثة

رابعاً: عينة الدراسة

ينقسم مجتمع الدراسة إلى فئتين من الشركات ، الفئة الأولى تتمثل في شركات التوريق ، والفئة الثانية هي شركات الوساطة المالية وكان عددهم ١٥٤ شركة حيث تنقسم إلى ما يلي:

- شركات الوساطة المالية وعددها ١٤٨ شركة ، حيث تمثل تقريباً ٩٦% من مجتمع الدراسة.
- شركات التوريق وعددها ٦ شركات ، حيث تمثل تقريباً ٤% من مجتمع الدراسة.

وقد تم اختيار العينة باستخدام أسلوب المعاينة العشوائية البسيطة نظراً إلى أن الشركات تخضع لنفس القوانين وبنفس الدور في عملية التوريق وقد تم تحديد حجم العينة n باستخدام المعادلة التالية:

$$n = \frac{z^2 p(1-p)}{E^2},$$

حيث:

n : تمثل حجم العينة المطلوب سحبها من مجتمع الدراسة.
 z : تمثل الدرجة المعيارية المقابلة لمعامل الثقة المستخدم ، حيث يساوي معامل الثقة ٠.٩٥ وبالتالي قيمة z المقابلة له تساوي ١.٩٦.
 P : نسبة خاصية معينة في المجتمع ، وحيث أن النسبة في المجتمع مجهولة فتتقرب من نسبة ٥٠% لكي يتحقق أكبر حجم عينة عند مستوى الدقة المحدد.
 E : الخطأ المسموح به في التقدير الذي تم تحديده بنسبة ١٠%.
وبالتعويض عن هذه القيم في المعادلة السابقة فإن حجم العينة المستخدم سوف يكون كالآتي:

$$n = \frac{(1.96^2)(0.50)(0.50)}{(0.10^2)} \simeq 96.$$

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.

نبذة عن الأساليب الإحصائية المستخدمة:

وقد اعتمدت الباحثة في تحليل بيانات البحث على أساليب التحليل الإحصائي للتعرف على صحة الفروض وذلك باستخدام البرنامج (SPSS 18) ، هذه الأساليب هي:

- معامل الارتباط ألفا (Alpha correlation) و أسلوب الانحدار المتعدد (Multiple Regression) و طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (Two Stage Least Square).

اختبار فروض الدراسة

١- اختيار العلاقة بين متغيرات الدراسة:

سوف يتم اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة المختلفة باستخدام مصفوفة الارتباط ، حيث قامت الباحثة بحساب معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط والمتغير التابع ، ولدراسة وجود علاقة جوهريّة ذات دلالة إحصائية بين الأبعاد الرئيسية بالدراسة تم إجراء تحليل الارتباط (Correlation) بين كل متغير منها ، وذلك لمعرفة مدى الارتباط بينهما. ويوضح جدول (١) معاملات الارتباط الخطية لبيرسون بينها ومعنوياتها عند مستوى معنوية ٠.٠٥ كما يلي:

جدول (١)

مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات المستقلة والمتغير الوسيط والمتغير التابع

الدراسة أبعاد	مصفوفة تنظيمية	مصفوفة قانونية	مصفوفة بيئية	التوريق نشاط	فاعلية سوق الأوراق المالية
مصفوفة تنظيمية	١	٠.٥٥	٠.٤٣	٠.٣٦-	٠.٣٤-
مصفوفة قانونية	٠.٥٤	١	٠.٣٧	٠.٣١-	٠.٣٨-
مصفوفة بيئية	٠.٤٣	٠.٧٣	١	٠.٤٦-	٠.٤٦-
نشاط التوريق	.....	.....	.....	١	٠.٥٦١
فاعلية سوق الأوراق المالية	.....	.....	.....	.....	١

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي- مستوى المعنوية ٠.٠٥.

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

يتضح من جدول (١) أن هناك علاقة ارتباط عكسي متوسط بين المتغيرات المستقلة (المعوقات التنظيمية ، والمعوقات القانونية ، والمعوقات البيئية) والمتغير الوسيط (فاعلية نشاط التوريق) وكذلك المتغير التابع (فاعلية سوق الأوراق المالية المصري) ، كما يتضح وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين زيادة فاعلية نشاط التوريق وبين زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري.

مما سبق يتضح أن: يمكننا رفض الفرض الأول القائل بعدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة المختلفة (متغيرات مستقلة – متغير وسيط – متغير تابع).

٢- اختبار الفرض الأول:

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

جدول (٢) :

أثر معوقات نشاط التوريق على زيادة فاعلية نشاط التوريق

اختبار ف "F-test"		الارتباط R	اختبارات "T-test"		قيمة بيتا	المتغيرات
المتغوية	القيمة		المتغوية	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	٠.٣١٧-	المعوقات البيئية

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي - مستوى المعنوية ٠.٠٥.

يتضح من جدول (٢) 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.
- يتضح من جدول (٢) 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 (٢) 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 (٢) 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 وبنية التحتية والقواعد المنظمة له ، وكذلك مهارات العاملين في الشركات المتخصصة في التوريق وسوق المال والعاملين في

المؤسسات الإعلامية التي تلعب دوراً مهماً ، ولها تأثير سلبي على فاعلية نشاط التوريق.

- يتضح من جدول (٢) أنه كلما زادت المعوقات البيئية بمقدار وحدة واحدة قل نشاط التوريق بمقدار 31.7%.

مما سبق يتضح أن: يمكننا رفض الفرض القائل بعدم وجود علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بين معوقات نشاط التوريق وبين زيادة فاعلية نشاط التوريق.

3- اختبار الفرض الثاني:

"لا توجد علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بين العوامل التي تعوق تفعيل نشاط التوريق وزيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري"

جدول (٣)

أثر معوقات نشاط التوريق على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري

اختبار ف "F-test"		الارتباط R	اختبارات "T-test"		قيمة بيتا	المتغيرات
المعنوية	القيمة		المعنوية	القيمة		
			٠.٠٠	١٢.٤	٥.٠٠٧	الثابت
٠.٠٠٦	٤.٦٩٥	٠.٤٩٢	٠.٣٥٢	٠.٩٤-	٠.١٣-	المعوقات التنظيمية
			٠.٧٥٠	٠.٣٢-	٠.٠٥-	المعوقات القانونية
			٠.٠١٤	٢.٥٥-	٠.٣٢-	المعوقات البيئية

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي - مستوى المعنوية ٠.٠٥.

يتضح من جدول (٣) ما يلي:

- قيمة اختبار F تساوي ٤.٦٩٥ وهي دالة إحصائياً عند مستوى معنوية ٥% وكذلك من مستوى المعنوية ٠.٠٠٦ 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 ٠.٤٩ ، أي أنه توجد علاقة ارتباط طردي متوسط.

- يتضح جدول (٣) أن المعوقات التنظيمية ليس لها تأثير معنوي على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري ويتضح هذا من مستوى معنوية اختبار t حيث قيمة اختبار t للمعوقات التنظيمية تساوي -0.940- بمستوي معنوية ٠.٣٥٢ وهي أكبر من ٠.٠٥ . مما يدل على أن البيئة التنظيمية مواتية لتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية المصري.

- يتضح من جدول (٣) أن المعوقات القانونية ليس لها تأثير معنوي على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري ويتضح هذا من مستوى معنوية اختبار t حيث قيمة اختبار t للمعوقات القانونية تساوي -0.320- بمستوي معنوية 0.750 وهي أكبر من ٠.٠٥ . مما يدل على أن البيئة القانونية مواتية لتفعيل سوق الأوراق المالية المصري.

- يتضح من جدول (٣) أن المعوقات البيئية لها تأثير معنوي على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري ويتضح هذا من مستوى معنوية اختبار t حيث قيمة اختبار t للمعوقات التنظيمية تساوي -2.553- بمستوي معنوية ٠.٠١٤ وهي أقل من ٠.٠٥ .

- يتضح من جدول (٣) أنه كلما زادت المعوقات البيئية بمقدار وحدة واحدة قل نشاط سوق الأوراق المالية المصري بمقدار ٣٢%.

مما سبق يتضح أن : يمكننا رفض الفرض القائل بعدم وجود علاقة جوهرية ذات دلالة إحصائية بين معوقات نشاط التوريق وبين زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية المصري.

٤- 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" 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.

جدول (٤)

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"		قيمة بيتا	المتغيرات
القيمة المعنوية	القيمة		القيمة المعنوية	القيمة		
			٠.٠٠٠	٦.٩٤٥	٥.٥٥٤	الثابت
			٠.٩٤٧	٠.٠٦٧	٠.٠١٧-	المعوقات التنظيمية
٠.٠٠٨	٤.٤١٧	٠.٤٨١	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 (٤) ما يلي:

- توضح قيمة F أنها ذات تأثير معنوي عند مستوى معنوية ٠.٠١ مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة "المعوقات" على المتغير التابع "فاعلية سوق الأوراق المالية المصري".
- يوضح قيمة اختبار t وهي تساوي ٠.٠٦٧ بمستوى معنوية ٠.٩٤٧ أن المعوقات التنظيمية ليس لها تأثير معنوي ، كما توضح قيمة t وهي تساوي -٠.٨٦٣ بمستوي معنوية ٠.٣٩٣. 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 - ١.٨٣٠ بمستوي معنوية ٠.٠٧٤.
- أدى وجود نشاط التوريق كمتغير وسيط إلى انخفاض في تفسير النموذج من ٠.٢٨ (نسبة تفسير المعوقات التنظيمية ، والقانونية ، والبيئية على فاعلية سوق الأوراق المصرية دون وجود نشاط التوريق كمتغير وسيط) إلى ٠.٢٣ (نسبة تفسير المعوقات التنظيمية ، والقانونية ، والبيئية على فاعلية سوق الأوراق المصرية دون وجود نشاط التوريق كمتغير وسيط).

نتائج الدراسة

١. يتضح أن المعوقات القانونية ليس لها تأثير معنوي على فاعلية نشاط التوريق أي أنها مواتية لتفعيل نشاط التوريق بما يتفق مع عدة دراسات سابقة مثل دراسة د. عزة مقاوى.
٢. يتضح أن البيئة التنظيمية المحيطة لها تأثير معنوي على فاعلية نشاط التوريق في تنفيذ العملية مثل سوق المال ، والبنية التحتية ، والقواعد المنظمة للسوق ، وكذلك مهارات العاملين في الشركات المتخصصة في التوريق والعاملين في المؤسسات الإعلامية تلعب دورًا مهمًا ولها تأثير سلبي على فاعلية نشاط التوريق.
٣. اتضح من التحليل الإحصائي وجود تأثير لمعوقات نشاط التوريق على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري من خلال وجود نشاط التوريق كمتغير وسيط. وبصفة عامة اتجهت مفردات عينة البحث عامة نحو الموافقة

على وجود معوقات تعوق تطبيق نشاط التوريق في البيئة الاستثمارية المصرية.

٤. وبالرغم من أن مفردات العينة متجهة نحو أهمية نشاط التوريق وأن البيئة القانونية مواتية بدرجة كبيرة لمثل هذا النوع من النشاط وعلى أهمية توافر الضمانات اللازمة لأطراف التعامل لنجاح عملية التوريق إلا أن هناك ميلاً إلى عدم الموافقة تماماً من أغلب مفردات العينة بالنسبة للبناء المؤسسي في السوق المصرية. ومن هنا تكون الإجابة على التساؤل البحثي: يمكن التوسع في تفعيل نشاط التوريق ولكن بعد إزالة المعوقات الخاصة بالبيئة الاستثمارية.

٥. وقد عكست النتائج أن اتجاهات عينة الدراسة تشير إلى الموافقة على إدراك أهمية التوريق وأن هناك موافقة كبيرة على التطبيق ولكن بعد تقديم الضمانات المناسبة لأطراف التعامل كما عكست أن البيئة القانونية مواتية لتطبيق التوريق بالرغم من أن المشرع أغفل جوانب مهمة تعتبر من أهم المعوقات ، أما الجوانب الخاصة بالبيئة المحيطة فقد كانت الاتجاهات تعكس بدرجة كبيرة جداً عدم تأهل السوق من هذا الجانب ، كما أكدت مفردات العينة على أهمية وجود ضمانات لأطراف التعامل ، وأن هناك معوقات حالت دون التوسع في تطبيق آلية التوريق بالرغم من مرور وقت على إصدار التشريعات الخاصة بتطبيق نشاط التوريق.

٦. يلزم صفقات التوريق أطر وجوانب قانونية يجب مراعاتها لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح ، حيث تعني التعرف على الأساليب القانونية التي يجب الأخذ بها لتكفل الاستقرار لكل من المصدر والمستثمر في العوامل المؤثرة على قدرة الأصول على الوفاء وأهمها مخاطر العجز ومخاطر الوفاء الملازمة لطبيعة السندات.

٧. من المفترض أن تتمكن الجهة المقرضة الأصلية من رفع قروض الرهن من ميزانيتها وذلك من أهم أهداف آلية التوريق والتخلص منها بالبيع النهائي إلى شركة توريق متخصصة وفصل هذا الدين عن الذمة المالية للجهة المصدرة. إلا أن القانون المصري جعل تلك الجهة مسؤولة عن ضمان

السداد وذلك لتحقيق الجودة الائتمانية للديون ، وهو ما يؤدي إلى عدم فصل هذه الديون عن الذمة المالية.

٨. أن الدراسة وضحت وجود تأثير لمعوقات نشاط التوريق على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري من خلال وجود نشاط التوريق 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 المحل في الفترة التي زاد فيها نمو سندات التوريق.

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 التوريق الذي يكون له أثر إيجابي على فاعلية سوق الأوراق المالية المصري.

توصيات الدراسة

تتقدم الباحثة بمجموعة من التوصيات في ضوء هدف البحث وما تم التوصل إليه من الدراسة النظرية والميدانية وذلك على النحو التالي:

حيث إن التوريق يعد أداة مالية مستحدثة إلى حد ما فما زال هناك العديد من المعوقات التي تعرقل التوسع في تطبيقه والاستفادة من مزاياه ، لذلك سوف تقدم التوصيات أفكارًا للتغلب على هذه المعوقات سواء كانت قانونية ، أو تنظيمية ، أو بيئية.

١. تخفيض الأعباء الضريبية على شركات التوريق الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط تداول الأوراق المالية المصدرة عن نشاط التوريق. ومعالجة تأثير ازدواجية الضريبة واختلاف السلطات القضائية على عمليات التوريق التي تجرى في الأسواق المالية العالمية.
٢. تحسين الجدارة الائتمانية للأصول المالية المورقة لضمان نجاح عملية التوريق.
٣. ضرورة الاستعداد لمواجهة التوسع في نشاط التوريق من خلال الاهتمام بإعداد كوادر بشرية مؤهلة لممارسة التوريق . وضرورة إعداد الدورات التدريبية والبرامج التي توضح الأسس العلمية لتطبيق نشاط التوريق.
٤. أن يتم التوريق من خلال شركات متخصصة لها خبرة في تقديم أوراق مالية بضمان محفظة القروض التي تطبق بنجاح في دول لها تجارب في توريق الرهونات على أن تباع تلك السندات لهيئات حكومية في حالات الأزمات والركود.
٥. وضع إطار قانوني سليم للقضاء على المعوقات لكي تمهد بيئة مشجعة للتوريق تتلخص وضع آليات جديدة لضمان سداد القروض بدلاً من استمرار الجهات الأصلية المقرضة في ضمان القروض الممنوحة منها وهذا لا يتم إلا بإنشاء مؤسسات مالية متخصصة.
٦. وقد اتضح من الإطار النظري أن المشرع المصري أبدى اهتمامًا كبيرًا بتجهيز البيئة القانونية للتوريق كأداة مالية للتمويل العقاري فقط ، وهي نتيجة منطقية حيث أضيف نشاط التوريق لتمويل العقارات بالرغم من أن الدراسات السابقة أكدت إمكانية توريق أغلب الأصول (كروت الائتمان ، السيارات ، ...) وأن العمليات التي أطلق عليها توريق شملت توريق السيارات ولذاك توصي الباحثة بالتوسع في توريق أصول مختلفة.

المراجع

أ. الكتب:

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. مجدى طاييل ود. هانى السعيد ، "إدارة المنشآت المالية" ، ٢٠٠٨ ، مطبعة العشري .
٤. د. منير إبراهيم هندي ، "إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الأول التوريق ، منشأة المعارف ، ٢٠٠٢ .
٥. المستشار الاقتصادي صلاح الدين حسن السيسى ، "قضايا اقتصادية معاصرة ، الأسواق المالية" (الأزمات المالية العالمية - الأسباب - التداعيات وسبل المواجهة ، بدون ناشر ، ٢٠٠٦ .
٦. موسوعة التوريق ، بحث في التوريق إدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية" ، اتحاد المصارف العربية ، ٢٠٠٢ .
٧. أ. صلاح جودة ، "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً" ، بدون ناشر ، ٢٠٠٦ .
٨. د. منير إبراهيم هندي ، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال" ، الأوراق المالية وأدوات الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ .
٩. د. نادر شعبان إبراهيم لسواح ، "الإسهام في مبادئ الإحصاء باستخدام برنامج WSPSS" ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية .
١٠. د. عابدة نخلة رزق الله ، "دليلا لباحثين في التحليل الإحصائي - الاختبار و التفسير" ، دار البيان للطباعة ، القاهرة .

ب. الدوريات:

١. د. أحمد حسن عامر ، "مشكلات القياس والإفصاح عن الأصول المالية المحولة في شركات التمويل العقاري وشركات التوريق ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، مجلد ربع سنوي ، العدد الأول ، يناير ٢٠٠٨ .
٢. 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 .
٣. د. أحمد سعد ، ود. عنايات النجار ، ود. ناجى هندي ، "التوريق رهان البورصة الأخير" ، مجلة البورصة .
٤. د. أسامة على عبد الخالق ، "المزايا المالية والاقتصادية التي يحققها نشاط توريق الأصول" ، مجلة المحاسب ، العدد العشرون ، ديسمبر ٢٠٠٣ .
٥. د. خالد أمين عبد الله ، "بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية" ، اتحاد المصارف العربية ، المعهد المصرفي المصري ، ٢٠٠٢ .
٦. د. محمود محي الدين ، "بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية" ، اتحاد المصارف العربية ، المعهد المصرفي المصري ، ٢٠٠٢ .

~ باسمين طارق يحيى محمود ~

٧. سميحة القليوبي ، "المراكز القانونية لأطراف عقد القرض العقاري والتوريق" ، مؤتمر تنشيط السوق العقاري المصري ، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، القاهرة ٢٠٠٢ .
٨. بنك الإسكندرية ، النشرة الاقتصادية ، المجلد السابع والثلاثون ، ٢٠٠٥ .

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, MichealLaCour-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 Sarkisyna, Barbra CSU, Andrew Clare Stephen, "Securitization and bank performance", August 28, 009.
8. Ayotte, K.M. and S. Gaon, 2006. Asset-backed securities: Cost and benefits of "bankruptcy remoteness". Mimeo, Columbia Business School.
9. Benton E. Gup, "Capital markets Globalization and Economic Development", Innovations in financial Markets and institutions, 2005.
10. Bernadette Minton, Anthony B. Sanders, "Securitization by banks and Finance Companies: Efficient Financial Contracting or Regulatory Arbitrage", October26, 2004. Ohio State University.