



هيئة الأوراق المالية والسلع  
SECURITIES & COMMODITIES AUTHORITY

## ملخص تقرير

Development of the Corporate Bond  
Markets in the Emerging Markets

إعداد: سامي حطاب  
أخصائي علاقات دولية

# تقرير عن تطور سوق سندات الشركات في الاسواق الناشئة

## مقدمة:

قامت لجنة الأسواق الناشئة Emerging Markets Committee التابعة للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية International Organization of Securities Commissions (IOSCO) بدراسة عن تطور سوق سندات الشركات في الاسواق الناشئة. وقد قامت اللجنة بتشكيل "فرقة عمل خاصة بأسواق سندات الشركات" في الأسواق الناشئة لمراجعة الوضع الحالي للتطور الذي شهدته هذه الأسواق في الأسواق الناشئة، وتحديد العقبات التي تؤثر على تطوير كفاءة أسواق السندات وتقديم مجموعة من التوصيات التي يمكن ان تساعد الجهات الرقابية في انشاء وتطوير أسواقها الخاصة. وقد تم اعداد هذا التقرير بالتعاون مع البنك الدولي.

وتأتي اهمية هذه الدراسة نتيجة لتوقع ارتفاع حجم أسواق السندات في الاسواق الناشئة بشكل كبير في العقود القادمة وذلك نتيجة لزيادة النمو الاقتصادي المتوقع في هذه الاسواق، وأيضا الى زيادة الاستثمارات المحلية والأجنبية لتمويل مشاريع البنية التحتية كبيرة الحجم، إضافة الى تدني الفجوة في الدخل بين الاسواق الناشئة والأسواق المتقدمة. ومن خلال الدراسة التي تم اعدادها بناء على نتائج استبيان تم توزيعه على الهيئات الاعضاء في لجنة الاسواق الناشئة فقد تبين بان أسواق السندات الحكومية في الاسواق الناشئة شهدت نموا وتطورا كبيرين في حين لا تزال أسواق سندات الشركات في العديد من هذه الاسواق غير متطورة وان المصدر الرئيسي لعمليات التمويل في هذه الشركات يتم من خلال النظام المصرفي وسوق الأسهم وليس من خلال اسواق السندات.

كما اظهرت الدراسة بأن هناك اختلاف بين أسواق سندات الشركات في الاسواق الناشئة من حيث درجة التطور، علما ان بعض هذه الاسواق يعتبر حديث الانشاء

واخرى تعتبر غير متطورة. كما ان السندات التي يتم طرحها من خلال هذه الاسواق محدودة وأن حجم الاصدار صغير ويوجد نقص في السيولة في الأسواق الثانوية. وبناء على ما تقدم، فإن هذا التقرير سيركز على القضايا الرئيسية والتحديات التي تواجه تطوير أسواق سندات الشركات في الاسواق الناشئة. كما سيوضح التقرير اسباب النمو البطيء في أسواق سندات الشركات في العديد من الاسواق الناشئة والتي قد تعود لمجموعة من العوامل والتي تشمل: ضعف في البيئة التشريعية والتنظيمية وعدم كفاءة البنية التحتية للأسواق اضافة الى التنوع المحدود في الادوات الاستثمارية والى ضيق قاعدة المستثمرين.

ومن المهم التأكيد على ان إنشاء سوق متطور لسندات الشركات يعتبر عملية صعبة وقد تستغرق وقتاً طويلاً. وقد قامت فرقة العمل التي قامت بإعداد هذا التقرير بوضع عدد من التوصيات التي قد تساعد الجهات الرقابية في تطوير وتنظيم أسواق السندات فيها. وفيما يلي ملخص لهذه التوصيات.

## التوصيات

نظرا لأهميتها كمصدر رئيسي للتمويل لعمليات الشركات والمساهمة في النمو الاقتصادي فإنه يجب اعطاء اولوية لتطوير أسواق سندات الشركات بما يؤهلها للقيام بهذا الدور. إن عملية تطوير اسواق نشطة لسندات الشركات في الأسواق الناشئة تتطلب جهود مشتركة من الجهات الحكومية ومن الجهات الرقابية وذلك للتغلب على المعوقات التي قد تؤدي الى ايقاف او تباطؤ النمو في هذه الاسواق. ومما لاشك فيه، أن كل من التوجهات العامة والبيئة التشريعية والتنظيمية وكفاءة البنية التحتية للأسواق هي بمثابة عوامل رئيسية تؤدي إلى تسريع عملية التطوير المستدامة لأسواق سندات الشركات. ومن الجدير بالذكر، أن هذه التوصيات جاءت محصلة لما تم التوصل إليه من نتائج استبيان تم توزيعه على أعضاء لجنة الأسواق الناشئة، إضافة الى آراء ذوى الخبرة والاختصاص في مجال سندات الشركات وكذلك الابحاث والدراسات التي تمت

في هذا المجال، وبالتالي فإن التوصيات تتضمن عدد من الإجراءات التي يمكن ان تتخذها الجهات الرقابية في اطار خططها الرامية إلى تطوير سوق سندات الشركات لديها. وقد تم تقسيم هذه التوصيات الى مجموعات وتحتوي كل مجموعة على عدد من الاجراءات:

## أولاً: اعتبار تطوير سوق لسندات الشركات كأولوية على جدول اعمال الاجندة الوطنية الاستراتيجية:

### 1- تأسيس برنامج وطني لوضع السياسة الاستراتيجية العليا:

نظرا لأهمية البيئة الاقتصادية الكلية في التأثير على تطور سوق سندات الشركات، يتعين على صانعي القرار في الاسواق الناشئة وضع توجه استراتيجي على المستوى العالي وطويل الأجل في تطوير سوق السندات. ويمكن القيام بذلك من خلال إنشاء جهة متخصصة تتألف من ممثلي رفيعي المستوى من الجهات الحكومة والجهات الرقابية إضافة الى خبراء في السندات بحيث تكون هذه الجهة قادرة على معالجة المعوقات التي تواجه تطوير سوق سندات الشركات. وهذا سوف يساعد على تطوير هذه السوق بشكل عام وعلى المدى الطويل وسوف يساهم في تسهيل وانجاز خطط العمل بشكل محدد وواضح.

### 2- تبني استراتيجية ذات منهاج واضح لتطوير أسواق سندات الشركات:

في الأسواق الناشئة التي لا يوجد فيها سوق لسندات الشركات، أو تلك التي ما زالت سوقها حديثة، فإنه يتعين على الجهات المعنية أن تضع اللبنة الأساسية لتطوير سوق لسندات الشركات ينمو بشكل تدريجي ومستدام. وتشمل هذه اللبنة وضع البنية التحتية التنظيمية الضرورية للسوق، وضع الإطار الضريبي، وإنشاء قاعدة أساسية للمصدرين وقاعدة للمستثمرين وتسهيل دخول وسطاء استراتيجيين لسوق السندات. أما بالنسبة للأسواق الناشئة التي يوجد فيها

اسواق قليلة التطور لسندات الشركات، فإنها أيضا بحاجة إلى اتخاذ خطوات من شأنها تعميق هذه السوق والعمل على الارتقاء بها الى مستوى الاسواق المتطورة، ومن ضمن تلك الاجراءات تشجيع تدفق الاستثمار الأجنبي وتوسيع نطاق الائتمان بالنسبة لسندات الشركات، والعمل على توفير سندات متطورة مختلفة ذات عائد ثابت، وتوفير حوافز ضريبية وتسهيل الاصدارات التي تتم في دول مختلفة.

### 3- تنسيق الاطار التشريعي والتنظيمي لسوق سندات الشركات:

في حالة وجود أكثر من جهة معنية بأسواق سندات الشركات، فإنه يجب على هذه الجهات وضع آلية للتنسيق بينها بغرض تفضي الفجوات والثغرات التنظيمية والرقابية وأيضا لضمان عدم التداخل بين التشريعات ويتحقق ذلك من خلال انشاء لجان مشتركة او من خلال مذكرات تفاهم. ويجب على الجهات المعنية مراجعة التشريعات التي تنظم عمل هذه الاسواق بهدف تبسيطها مما يساهم في زيادة كفاءة الاسواق. ويمكن أن تتولي العملية الرقابية والتنظيمية جهة واحدة مختصة لديها الصلاحيات للإشراف الكامل على سوق سندات الشركات.

### ثانياً: زيادة كفاءة الأسواق:

#### 4- تنوع طرق طرح السندات في السوق الاولية:

يجب على الأسواق الناشئة أن تضع آلية لطرح السندات تتناسب مع انظمتها التي تعمل من خلالها وكذلك مع الاوضاع الاقتصادية وآليات ونظم الرقابة في الأسواق، وكذلك أن تلبي الحاجات المختلفة للمصدرين مع الاخذ بعين الاعتبار حجم الجهات المصدرة والقطاع التي تعمل فيه وكذلك فيما لو كانوا ممن يصدرن لأكثر من مرة أو لأول مرة أو يصدرن السندات لمرة واحدة فقط. ويمكن تحقيق ذلك من خلال زيادة الخيارات المتاحة للطرح في الداخل والخارج. وعلى سبيل المثال (1) وضع مسار سريع للطرح يشمل التسجيل

الذاتي للمصدرين والحصول على الموافقات بشكل الكتروني (2) وضع بدائل لطرق الطرح مثل الطرح الخاص واسلوب الطرح الهجين Hybrid Regimes. وفي دراسة للبنك الدولي، تبين بأن اساليب الطرح الهجين تساهم بشكل كبير في زيادة المرونة في الاطار التشريعي والتنظيمي للسوق الاولية ويمكنها ان تساهم في تشجيع الشركات على اصدار السندات وبالتالي زيادة حجم اصدار السندات.

#### 5- تبسيط الاجراءات وتخفيض الوقت اللازم للموافقة على او تسجيل سندات الشركات:

على الأسواق الناشئة مراجعة الاجراءات المتبعة في الموافقة او التسجيل وكذلك في متطلبات الافصاح وذلك من أجل ايجاد نظم مرنة تأخذ بعين الاعتبار عدد من النقاط مثل نوع المصدر فيما لو كان ممن يصدرن لأكثر من مرة أو لأول مرة أو لمرة واحدة فقط، التصنيف الائتماني للمصدر وطبيعة ونوع المستثمرين (مؤسسيين أو غيرهم)، وكذلك من حيث نوع الاصدار نفسه (سندات عادية أو مركبة). كما ان على الأسواق الناشئة أن تلتزم بجدول زمني تتم من خلاله الاجراءات والموافقات والتسجيل وتكون مسئولة بالكامل عن الالتزام بهذا الجدول.

#### 6- توحيد الوثائق المطلوبة لطرح السندات:

يجب وضع نماذج قياسية موحدة للوثائق المطلوبة لعميلة طرح سندات الشركات وذلك لتسهيل فهم المصدرين لهذه المتطلبات وتسهيل اعداد هذه الوثائق وكذلك المساهمة في مساعدة المستثمرين في عملية اتخاذ القرار. كما أن وضع مواصفات قياسية للوثائق المطلوبة من شأنه أن يساهم في زيادة تداول هذه السندات من قبل المستثمرين وبالتالي زيادة السيولة في السوق الثانوي. وفي

الاسواق قليلة التطور يمكن للجهات الرقابية بأن تقوم هي بوضع النماذج القياسية للوثائق المطلوبة او يمكن اعتماد المعايير العالمية في هذا المجال.

**7- إيجاد منحى عائد كفؤ واعداد جدول زمني لطرح السندات والاعلان عنه بشكل مسبق:**

ان ايجاد منحى عائد كفؤ من اوليات الجهات المعنية في الاسواق الناشئة وخاصة في الاسواق قليلة التطور، ويمكن عمل ذلك من خلال اصدار السندات الحكومية وبشكل منظم من خلال برامج ادارة الدين المحلي. وفي حال وجدو قيود على اصدار السندات الحكومية فان الجهات المعنية في الاسواق الناشئة يمكن ان تصدر سندات شبه حكومية لبناء منحى العائد. وللحصول على سوق سندات متطور فان الجهات المعنية يمكنها زيادة مدة منحى العائد لتصل الى 15 سنة او اكثر. كما يمكن للجهات المعنية ان تقوم بنشر جدول زمني للإصدارات المتوقعة للسندات وذلك لزيادة الشفافية وإتاحة فرص الاستثمار أمام المتعاملين بشكل واضح.

### **ثالثاً: تعزيز البنية التحتية للسوق وتوسيع قاعدة المستثمرين:**

**8- دعم وتعزيز كفاءة التداول في الأسواق:**  
يمكن للجهات المعنية في الأسواق الناشئة تعزيز الشفافية في عمليات التداول من خلال استخدام التداول الالكتروني (نظام الالكتروني للتداول ونظام مركزي لبث اسعار السندات). وتقوم هذه الانظمة بتزويد المتداولين بمعلومات كاملة على اسعار السندات وعن الفرص المتاحة للتداول في كافة السندات بكلفة منافسة لإجراء عمليات التداول. ومن المتوقع ان تزيد هذه الانظمة من كفاءة عمليات اكتشاف وتحديد اسعار السندات إضافة الى السماح لقطاع عريض من المستثمرين بما فيهم المستثمرين الافراد باستخدامها. ولتحقيق الفائدة الاقتصادية وتخفيض التكاليف يمكن للجهات المعنية الاستفادة من الانظمة الالكترونية المستخدمة في البورصات.

## 9- تطوير نظام صانع السوق في سندات الشركات:

على الجهات المعنية في الأسواق الناشئة وضع آليات لتحفيز المتعاملين في السندات من شريحة صناع السوق، ومن الحوافز التي يمكن تقديمها إلى صناع السوق هي التداول برسوم مخفضة، أيضا يمكنها وضع ونشر قائمة تضم صناع السوق الأكثر نشاطا وذلك من أجل تحفيزهم لزيادة نشاطهم في السوق. وعلى الجهات المعنية تسهيل حصول صانعي السوق على التمويل الذي يمكنهم من ممارسة مهمتهم بنجاح. كما يجب أيضا خضوع صناع السوق للرقابة الاحترازية وذلك لضمان التزامهم بمتطلبات السيولة وإدارة المخاطر بشكل مستمر وللحد من المخاطر التي قد يتحملونها.

## 10- وضع مؤشر لسندات الشركات:

تعد المؤشرات أحد العوامل المساعدة والداعمة لتطوير أسواق السندات. ولاشك أن المؤشر في حد ذاته يمثل دلالة ورؤية واضحة أمام المستثمرين وأمام مدراء صناديق الاستثمار لمعرفة الاتجاه العام للسوق كما يساعد مدراء الاستثمار في تقييم ادائهم إضافة إلى مساهمته في تعزيز السيولة في السوق. من جانب آخر يساعد المؤشر المصدرين في تلافي أي عيوب أو ثغرات أو معوقات من شأنها أن تمنع ضم سنداتهم إلى المؤشر.

## 11- اقتراح تأسيس طرف ثالث مؤسسي ضامن:

من أجل دعم وتوسيع وتعميق وزيادة سيولة السوق، يمكن للجهات المعنية في الأسواق الناشئة إنشاء مؤسسة ضمان كطرف ثالث. أن تأسيس هذه المؤسسة سوف يدعم الشركات ذات التصنيف الائتماني المنخفض ويساعدها على إصدار سندات وسيساهم أيضا في زيادة التنوع في السوق. ان الهدف الرئيسي من انشاء هذه المؤسسة المالية هو التأكد من متانة المركز المالي للشركات ومن مواردها الموارد المالية إضافة إلى وجود حوكمة فعالة فيها وقدرة على ادارة المخاطر



بشكل ملائم. ومن المقترح أن تأسس هذه المؤسسة بتمويل حكومي، بحيث يمكن الاستغناء عن حصة الحكومة في وقت لاحق بعد أن تكون هذه المؤسسة قد نالت ثقة السوق بأدائها وقدراتها.

## 12- توسيع سوق السندات المحلية على الصعيد الاقليمي:

في بعض الاسواق الناشئة يكون تطوير سوق محلي لسندات الشركات تحديا من النواحي العملية والاقتصادية. ويمكن للجهات المعنية في الاسواق الناشئة التعاون مع الدول الاقليمية في انشاء سوق اقليمي للسندات. وفي هذه الحالة فانه من المناسب تحديد طريقة انشاء هذا السوق ذات الحجم الكبير بحيث يتمتع بكفاءة عالية وسهولة في الدخول اليه.

## 13- توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين:

من المناسب أيضا أن تقوم الأسواق الناشئة بتنويع قاعدة المستثمرين لتشتمل على أكبر عدد من قطاعات المستثمرين المؤسسيين المحليين والدوليين وكذلك من المستثمرين الأفراد. بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين فانه يمكن تحقيق ذلك عن طريق تخفيف القيود على الاستثمار وبالتالي زيادة كفاءة الأسواق. ولتشجيع المستثمرين المؤسسيين الاجانب فان الأسواق الناشئة قد تجد من المناسب إعادة النظر في المعوقات التشريعية وتكلفة الدخول للسوق والضرائب والقيود على رأس المال. ومن الجدير بالذكر أن مشاركة المستثمرين الأجانب من شأنه أن يساعد الأسواق على الانفتاح على العالم والاستفادة من المعايير العالمية في هذا المجال. وبالنسبة للمستثمرين الأفراد فيمكن زيادة مشاركتهم من خلال اصدار سندات خاصة بهم أو من خلال تأسيس صناديق الاستثمار في السندات. ويمكن أيضا زيادة ذلك من خلال مزيد من الجهود التثقيفية للمستثمرين الأفراد.

## رابعاً: تطوير وتوسيع نطاق الأدوات المالية في أسواق السندات

## 14- تطوير أسواق التوريق:

تتيح عملية التوريق للمصدرين بما فيهم الشركات ذات التصنيف الائتماني المنخفض والتي لديها أصول عالية الجودة من الحصول على التمويل. وعليه، فإن الأسواق الناشئة التي ليس لديها سوق للتوريق عليها أن تؤسس هذا السوق لدعم وتطوير أسواق السندات. ومن تلك الاجراءات التي يمكن اتخاذها لتأسيس هذا السوق هو وجود نظام تشريعي وتنظيمي واضح ومتين للسوق (تشريعات تحكم عمليات الافلاس، الضرائب والمحاسبة)، وكذلك آليات للتعامل مع حالات تضارب المصالح وحالات عدم حيادية تقديم الحوافز. أما فيما يتعلق بالأسواق التي لديها سوق للتوريق فيمكنها تعميق الأسواق من خلال تشجيع التداول بالمنتجات المالية الناتجة عن التوريق بالبورصات وزيادة الافصاح وكذلك وضع متطلبات اولية للسماح لأي جهة بالقيام بالتوريق وتشديد المتطلبات على هذه الجهات.

#### **15- التشجيع على تطوير أدوات إدارة المخاطر:**

يعتبر وجود سوق نقدي متطور ومتين ضروريا لتطوير ادوات لإدارة المخاطر. ان وجود أدوات لإدارة المخاطر مثل العقود الآجلة والمستقبلية والمقايضات على الفائدة وأسواق الخيارات من شأنها أن تعمل على حماية الوسطاء من تقلبات الأسواق ومن مخاطر اسعار الفائدة والمخاطر الأخرى التي توجد في أسواق السندات. ويتم ذلك من خلال تطوير هذه الادوات لتلبية حاجات المستثمرين، بالإضافة إلى ادخال جهات متخصصة بهذه الادوات (مثل المتخصصين الأجانب) اضافة الى بحث القضايا المتعلقة بالضرائب والقيود المفروضة على الاستثمار. كما أن الأسواق الناشئة ربما تجد من المناسب أيضا أن تقوم ببناء الخبرات العملية الذاتية والبنية التحتية اللازمة لأدوات إدارة المخاطر.

#### **خامساً: دعم وتعزيز حماية المستثمرين**

**16- العمل على تحسين نوعية الافصاح وان يكون بالوقت المناسب من قبل المصدرين:**

على الجهات الرقابية في الأسواق الناشئة ان يكون لديها أطر من شأنها تشجيع قيام المصدرين بالإفصاح الواضح والشامل والدقيق عن المعلومات وبالوقت المناسب وهذا سوف يساهم في تحسن نوعية المعلومات المقدمة للمستثمرين وتقديمها في الوقت المناسب. ويمكن للجهات المعنية في الاسواق الناشئة ان تضع نموذج موحد يحتوي على الحد الأدنى من المعلومات المطلوبة. ان الإفصاح الأولي الذي يتم من خلال نشرات الاكتتاب يجب أن يتبعه افصاح مستمر من خلال البورصات والجهات المسؤولة عن التسجيل او اماناء الاستثمار.

### 17- تطوير آليات التداول وشفافية الأسعار:

على الجهات الرقابية أن يكون لديها نظام تقارير عن عمليات التداول التي تتم خارج قاعات تداول البورصات وعليها ان تتأكد من ان هذا النظام يسمح للمتعاملين بالحصول على المعلومات المطلوبة وبالوقت المناسب. ويمكن ان يكون ذلك من خلال توفير نظام مركزي لنشر المعلومات يساهم في زيادة شفافية عملية اكتشاف الاسعار والذي سيؤدي الى زيادة النشاط في عمليات التداول. إن وجود نظام التقارير المتكاملة سوف يوفر للجهات الرقابية ما يعرف بقاعدة البيانات المقارنة التي من خلالها يمكن معرفة تفاصيل عمليات التداول بالأسواق الأولية والأسواق الثانوية على حد سواء بما يحقق الفائدة للمستثمرين وأيضاً للجهات الرقابية بما يمكنها من القيام بواجبها الاشرافي والرقابي. اما بالنسبة للجهات الرقابية التي لديها أسواق متطورة نوعاً ما فسوف يكون من المناسب لها أن تتبنى تطبيق نظام مزودي الاسعار المستقلين الذي سيساهم في زيادة الشفافية في الأسواق الثانوية وفي الوقت نفسه يساعد في تقييم السندات. أن الاسعار التي يوفرها المزودون يمكن استخدامها من قبل المستثمرين والمتعاملين كمرجع وايضا لمقارنتها مع اخر اسعار تم التداول عليها لسندات مشابهة. وبالتالي فان على هؤلاء المزودين أن يطوروا من آليات التسعير والتقييم سعري للسند حيث يمكنهم

استخدام طرق وآليات تقييم متقدمة ومتطورة تمكن المستثمرين من تقييم استثماراتهم بشكل صحيح. ان وجود مزودي الأسعار سيزيد الشفافية في التسعير ولكن عليهم الحصول على أكبر عدد من المستفيدين والمشاركين وذلك لتحقيق ارباح من خدماتهم.

## 18- تعزيز عمليات الاشراف والرقابة:

نظرا للأهمية المتزايدة لوجود أسواق للسندات في تمويل النمو الاقتصادي في الاسواق الناشئة فان الجهات الرقابية في هذه الاسواق بحاجة إلى مراجعة اولوياتها من حيث التنظيم والرقابة بهدف الحفاظ على سلامة هذا السوق وضمان وجود حماية كافية للمستثمرين فيه. وفي هذا الصدد، ينبغي على الجهات الرقابية تعزيز قدراتها التنظيمية بما في ذلك وجود المهارات الكافية والخبرة والمعرفة التقنية لديها، فضلا عن الانظمة التكنولوجية وكفاءة عملياتها الداخلية التي تنظم سوق السندات مما يساعد في زيادة ثقة المستثمرين، وفي الوقت نفسه تعزيز معايير الكفاءة المهنية والحوكمة لدى وسطاء السوق الذين يشملون: المتداولون ووكالات التصنيف الائتماني وامناء الاستثمار ومزودي الاسعار وما إلى ذلك. وفي حال وجود اكثر من جهة تنظم وتراقب المتعاملين في اسواق السندات فمن الضروري أن يكون هناك تنسيق بين هذه الجهات لضمان تبادل المعلومات لتسهيل الرقابة على السوق. علاوة على ذلك يمكن للجهات الرقابية الاستفادة من المنظمات ذاتية التنظيم في الاشراف والرقابية على المتعاملين بسوق السندات ويمكن لهذه المؤسسات تقديم التدريب والتثقيف ورفع المهنية في سوق السندات من خلال طرح برامج معتمدة.

## 19- زيادة معايير الكفاءة المهنية لدى الوسطاء في اسواق السندات:

ينبغي بذل جهود لتعزيز معايير ممارسة الاعمال ومعايير الكفاءة المهنية لوسطاء سوق سندات الشركات مثل أمناء السندات، مزودي الاسعار وغيرهم. بالنسبة لأمناء

السندات على وجه الخصوص فإن لهم دور هام يؤديه في سوق السندات حيث أنهم يتمتعون بالسلطة لمتابعة تطبيق شروط إصدار السندات، فعلى سبيل المثال يقوموا بضمان ان يتم دفع الفائدة على السندات في الموعد المقرر، كما يقوموا بحماية مصالح المستثمرين في حال تعثر المصدر. وعلى الجهات الرقابية في الاسواق الناشئة مراجعة تشريعاتها التي تنظم اعمال ومسؤوليات أمناء السندات بحيث يتم توسيع هذه الاعمال والمسؤوليات حسب الحاجة وذلك بهدف التأكد من استمرار قيام هؤلاء الامناء بالحفاظ على مصالح حملة السندات. ويمكن ان تتم زيادة معايير الكفاءة المهنية لدى الوسطاء في اسواق السندات في بعض الأسواق الناشئة من خلال التشريعات التي تنظم دورهم ومسؤولياتهم وواجباتهم وكذلك من خلال تشجيع المتعاملين في صناعة السندات على تبني أفضل الممارسات التي تعزز الكفاءة المهنية وهذا سيدعم ثقة المستثمرين ويقدم لهم ضماناً أن مصالحهم واستثماراتهم محمية.

## 20- تعزيز التشريعات المنظمة للإفلاس ونظم اعادة الهيكلة:

في ظل وجود العديد من نقاط الضعف في التشريعات التي تنظم عمليات الافلاس في الاسواق الناشئة فان على الجهات الرقابية تبني سياسة اصلاحية من شأنها توفير الحماية لحاملي السندات بالإضافة التي التطبيق الفعال لقوانين الافلاس. اضافة لذلك فانه يجب وضع تشريعات تنظم عملية إعادة هيكلة وتنظيم للمصدرين المتعثرين فمثل هذه التشريعات من شأنها أن تخدم غرضين: أولهما أن تمكن المصدرين من وضع تصور عن كل سيناريوهات الافلاس وإعادة الهيكلة، أما الغرض الثاني فهو تمكين المستثمرين من التعرف على المخاطر في عملية الاستثمار في السندات وتمكينهم من اتخاذ القرار الرشيد سواءً بصورة جزئية أو بصورة كلية.

## سادساً: تطبيق سياسات ضريبية محفزة:

## 21- تبني نظام للضرائب لا يضر بالسندات:

على الجهات المعنية في الأسواق الناشئة أن تعيد النظر في النظام الضريبي بحيث تمكن سوق السندات من أن يؤدي دوره بصورة اكبر مقارنة بسوق السندات الحكومية وقطاع القروض في النظام المصرفي. وفي عملية المراجعة ينبغي معالجة المعاملة الضريبية التفضيلية بين قطاعات السوق المختلفة والعمل مع السلطات الضريبية الخاصة بكل منها، بما في ذلك اقتراح اعتماد إطار ضريبي محايد.

## 22- التأكد من جدوى تقديم حوافز ضريبية:

نظرا لوجود ميل كبير لدى الشركات للحصول على التمويل من القطاع المصرفي، فإن هناك حاجة لدى الجهات المعنية في الأسواق الناشئة للحد من عدم التوازن أو الخلل الذي قد يؤثر في سوق السندات، ولتحقيق ذلك فقد يكون من المناسب أن تقدم هذه الجهات حوافز ضريبية للتمويل من خلال السندات وعلى سبيل المثال إزالة أو تخفيض الضرائب على الأرباح الموزعة على السندات وكذلك تلك المتعلقة بالفوائد المتحققة عليها، كذلك الضرائب على عمليات التداول، ورسوم الطوابع وغيرها. وتشمل الحوافز الضريبية أيضا الإعفاءات الضريبية على العائد من ملكية السند والفائدة وترتبيات الملكية وكذلك متعهدي الاكتتاب والتوزيعات من السندات.