

دور صناعة الهندسة المالية في حل مشاكل التمويل

تقنية توريق القروض نموذجاً.

د. صديقي مليكة أستاذ محاضر

أ. المانسبع رابح أمين أستاذ محاضر

كلية العلوم الاقتصادية

جامعة الجزائر- 3

ملخص

نظراً للتحويلات التي تعيشها بيئة العمل المالي والمصرفي وحركة التكامل التي تشهدها الأسواق المالية المختلفة، نجد مساهمة كبيرة للعديد من المستحدثات والمستجدات في مجال التعامل المالي خلال السنوات الأخيرة، وخصوصاً ما يتعلق بمنتجات الهندسة المالية. كتقنية "توريق القروض"، والتي تعتبر من أهم العمليات والإستراتيجيات التي توصل إليها الإبداع المالي لعلاج مشكل التمويل الذي يمس الصناعة المصرفية والعمل البنكي، والإقبال المنقطع النظر عليها لتصبح الصفة المميزة للتجديد المالي.

مقدمة

إنّ واقع الاقتصاديات قبل منتصف السبعينيات من القرن العشرين، والذي عرف موجة تحرير مالي عززت التحول الاقتصادي من خلال مجموعة إجراءات وإصلاحات اتخذتها العديد من الدول آنذاك لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، لكن سرعان ما تغيرت البيئة الاقتصادية العالمية بعد هذه الفترة بموجب التحرير الواسع التي عرفته الاقتصاديات آنذاك، وما ترتب عنه من خسائر مالية فادحة تكبدتها المنشآت سواء كانت إنتاجية مصرفية أو استثمارية.

وعندما واجهت هذه المؤسسات الواقع بصعوباته وتحدياته، شعرت بالحاجة إلى التمويل والتغطية. ومن أجل ذلك كانت الهندسة المالية الاتجاه الأمثل الذي يتيح المرونة الكافية للاستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية. إذ أنّه لا يمكن لأحد أن ينكر الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية بصفة عامة، فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية خاصة بعد نجاحها في ابتكار تقنية توريق القروض إلى أوراق مالية تضمن جني سيولة كبيرة للقطاع المصرفي عند التداول في الأسواق المالية المحلية والدولية من جهة، وتساهم في سرعة تسييل القروض وبالتالي السماح للجهات المقرضة إعادة ضخ المزيد من الموارد إلى سوق الإقراض من جهة أخرى.

أولاً : مفهوم الهندسة المالية ونشأتها.

1. مفهوم الهندسة المالية :

لقد قدم العديد من منظري الهندسة المالية عدة مفاهيم بيّنت أن أساس الهندسة المالية هو إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوّط والمضاربة والاستثمار التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر.¹ يمكن التعرف لبعض هذه التعاريف وفق ما يلي :

• تعريف "روبينسون" (Robinson) : حيث شبّه الهندسة المالية بالهندسة المعمارية والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلال استعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية وإمكانية تصميم وبناء التشكيلات المختلفة² باستعمال الأدوات المالية الجديدة.³

• تعريف "فينرتي" (Finnerty) : يضع "فينرتي" إطاراً محدداً للهندسة المالية، فهي تعني تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات المالية.⁴

(¹) :عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع: نقود ومالية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2006/2007، ص3، بتصرف.
(²) : هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص21.
(³) : ويقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال استراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقدراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة أخرى، من أجل تحديد إستراتيجية الهندسة المالية المثلى من وجهة نظر المتعاملين.
(⁴) : منير إبراهيم هندي، منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر"الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص14.

وعليه، يمكن إستخلاص مفهوم الهندسة المالية بأنه التطبيق العملي لمبادئ علمية لصياغة حلول عملية للمشاكل المالية انطلاقاً من تصميم ابتكار وتطوير تقنيات ومنتجات مالية وخدمات مفيدة. فالهندسة المالية ليست لغزاً أو مسألة صعبة، إنما هي علم وفنّ ممكن يمارس إذا ما توافرت المعرفة والتفكير في مجال الإدارة المالية.

2. نشأة وظهور الهندسة المالية.

1. 2 نشأة الهندسة المالية. إنّ التطورات في الاقتصاد العالمي منذ السبعينيات من القرن العشرين، وما عرفته التعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار (أسعار الصرف، الفوائد، حقوق الملكية أي الأسهم، السلع) والثورة التكنولوجية لوسائل الإعلام والاتصال (NTIC)، جعل من الأسواق العالمية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية أثّرت بشكل واسع على عوائد استثماراتها الشيء الذي جعل من تدخل صناعة الهندسة المالية ضرورياً ولا بد منه لاستحداث طرق تمويلية ووسائل واستراتيجيات مالية جديدة تسمح بتمويل حاجات الأطراف الاقتصادية بيُسْرٍ مع ضمان تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم (سواء كانوا أفراد، شركات، مؤسسات مالية أ وحكومات).¹

ويمكن استعراض بعض الظواهر التي تسببت في نشأة الهندسة المالية وتحول الاقتصاد العالمي من خلال النقاط التالية:²

(¹): عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص1، بتصرف.
(²): فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص323.

- توجه النسب العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول الصناعية الكبرى بحثاً عن العائد الأعلى والمخاطر الأقل.
- نقص معدلات الميل الحدي للاذخار في غالبية دول العالم الثالث (الادخارات الفردية والمؤسسية والحكومية).
- نقص عدد فرص الاستثمار.
- تزايد مخاطر الاستثمار.
- ارتفاع تكلفة التمويل بالاقتراض.
- تزايد فرص تدخل مؤسسات التمويل الدولية في إدارة الاقتصاديات الوطنية في حالة الاعتماد على المديونية الدولية.
- أدى فرض احتياطات لتجنب خسائر القروض الدولية إلى تعقيد وتقليص فرص زيادة رأس المال.

2.2 عوامل ظهور الهندسة المالية. يقدم سيلبر (Silber) تحليلاً متميزاً لنهضة الهندسة المالية، يتلخص في المثل القائل "الحاجة هي أم الاختراع". فالهندسة المالية جاءت لتقديم العون لمنشآت الأعمال من أجل تخفيض أو التخلص من ضغوط القيود المفروضة عليها. فالمنشآت تعمل في ظل قيود تشريعية وأخرى يفرضها عليها السوق (الظروف الخارجية) أو تفرضها ظروف المنشأة ذاتها (ظروف داخلية). ولهذه القيود تكلفة قد تصل إلى مستوى يدفع المنشآت إلى ضرورة البحث عن سبيل لتخفيض أو التخلص من تلك التكاليف.¹

ومن أهم العوامل التي ساعدت على إنزال مفهوم الهندسة المالية لأرض الواقع ما يلي :

(¹): منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص16.

• ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل : تقوم الوسائط المالية، من بنوك وشركات تأمين وشركات استثمار وسماسرة، عمومًا بتسهيلات تمويل الأموال من وحدات الفائض المالي (surplus units) لوحدات العجز المالي (deficit units) ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظرياً من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية. ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى شيء كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة. لذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.¹

• مساهمات البحث العلمي : ومن خلال التحليل الدقيق لمفهوم النظرية المالية نستقرئ العديد من أعمال منظري هذه النظرية أمثال (Markowitz,1952) الذي وضع أساساً لمقدمة النظرية الحديثة، و(Sharpe,1964) الذي قدم نموذج تسعير الموجودات المالية. وكذلك العالمان (Black & Scholes, 1973) اللذان تناولوا موضوع تسعير الخيار وطريقة تقييم الخيارات المالية، والعالم (Engler,1982) الذي طور مفهوماً جديداً في عملية تأطير النموذج وتقويم المخاطر. وقد لعبت التطورات البرمجية وأجهزة الحاسوب العامل الأكبر في تقدم تلك النظرية، حيث مكّن الحاسوب من تجميع وحفظ وتحليل البيانات بطريقة سهلة منذ 1990، كما أسهمت المعاهد العريقة² في عملية تحليل الأسواق المالية وتزويد المستثمرين والمستخدمين بكافة البيانات المطلوبة.³

(¹): الموقع الإلكتروني لمنتدى التمويل الإسلامي: <http://islamfin.go-forum.net/t3-topic> (11/1/2011).

(²): أمثال (EVUWS) و (PCGIVE) و (MICROFIT).

(³): هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 29.

تقلبات أسعار الفائدة : كذلك ترتب عن المشكلات التي خلقتها التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة منذ منتصف الستينيات من القرن العشرين، أن تمكنت الهندسة المالية من ابتكار فكرة أسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة وبالتالي ابتكار السندات والأسهم الممتازة التي يتغير فيها معدل الكوبون مع تغير أسعار الفائدة في السوق، إضافة إلى مواجهة تكلفة الوكالة لحقوق الملكية بتوصل الهندسة المالية إلى ما يسمى باختيار الأسهم¹ (stock option).² (فهي توفر دخلاً متغيراً لحاملها وتعتبر تحفيزاً لزيادة الإنتاجية).

• **التشريعات مصدر للإلهام :** يشير "ميلر" (Miller) إلى أن السبب الآخر الجوهرى للإبداع والابتكار المالي، هو كونه ردود فعل للتشريعات بصفة عامة والتشريعات الضريبية بصفة خاصة. ويضيف "فان هورن" (Van Horne)³ إلى أنه لكي تأخذ الورقة المالية أو العملية المالية الجديدة صفة الابتكار ينبغي أن تساعد في جعل السوق كاملة.⁴

ثانياً : الهندسة المالية وتمويل أهداف الشركات.

يسعى المهندس المالي (Financial Engineers) نحو امتلاك أنظمة متطورة لتحويل الأدوات الاستثمارية ذات المخاطرة العالية إلى أدوات ذات مخاطرة متدنية وذلك من خلال استعمال الأدوات المالية

(¹): نفس المرجع السابق، ص17.

(²): إختيار الأسهم أو (Stock Option) يعطي الحق للإدارة في شركة ما شراء أسهمها، ليصبحوا ملاكاً فيها وليس مجرد إجراء.

(³): نفس المرجع السابق، ص18.

(⁴): يحدث هذا ، إذا كان العائد بعد الضريبة للورقة المالية لا يمكن تحقيقه من ورقة أخرى أو من تركيبة من الأوراق المالية المتاحة (محفظة). كما يحدث إذا ساهمت العملية المالية المبتكرة في تخفيض تكلفة المعاملات.

المبتكرة. فهؤلاء المهندسون- في المنشآت الاستثمارية تحديداً- يؤدون ثلاثة أدوار : فهم من ناحية مُسوّقون أي أنهم يعملون لخدمة حاجات الزبائن ومحاولة إغرائهم بالفكرة، ومن ناحية أخرى يُعدّون مولدي أفكار (مبتكرين) أي يعملون على تصميم وتطوير منتجات مالية جديدة خاصة إذا كانت رغبات الزبائن لا تتوافق مع العمليات والمنتجات الموجودة. وهم أيضاً مستغل وثغرات قانونية، حيث أنهم دائماً يسعون إلى استغلال الثغرات وتوظيفها. إنّ هؤلاء المهندسين الماليين مثلهم كأى مهندس آخر يحتاج في تأدية أعماله إلى آلات ومعدات مفهومية ومادية والتي تشمل الأفكار والمفاهيم والمناهج الدراسية والأدوات المالية المتنوعة، والتقنيات الالكترونية لنقل الأموال... الخ، وفي الوقت نفسه فهم بحاجة إلى امتلاك قاعدة جيدة في مجالات متعددة (كالنظرية الاقتصادية والمالية، الرياضيات، الإحصاء) ذات العلاقة بالعمل في الهندسة المالية.¹

وعليه، يعتبر التمويل عصب الشركة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال، فبدون التمويل تظل خطط الشركة على الورق دون تنفيذ. فيحتاج بناء الشركات والمنظمات الاقتصادية إلى توفير الأموال اللازمة لشراء مستلزمات الإنتاج من الأصول الثابتة والأصول المتداولة، وباختصار بدون التمويل تتوقف الأعمال. كما أنّ نقص التمويل يؤدي إلى تأخير المشروعات وضياع الفرص وبالتالي انخفاض الإيرادات (التدفقات النقدية الداخلة)، والتمويل بمبالغ أكثر من الحاجة يعني تعطيل الأموال مع دفع تكلفتها دون أن تنتج إيرادات.²

(¹): نفس المرجع السابق، ص ص27-28.

(²): فريد النجار، مرجع سابق، ص38.

ثالثاً : آثار الهندسة المالية على السياسة النقدية.

تختلف وتتعدد آثار الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية حسب مدى تأثير صناعة الابتكار والإبداع المالي عليها. ويمكن إيجاز أثر الإبداع المالي على السياسة النقدية وفق التالي :

يعتبر "مينسكي" "MINSKY"¹ ، من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، ويرى بأنّ الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف أثرها الاقتصادي وذلك للاعتبارات التالية:²

- إن أدوات السياسة النقدية مثل : نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة، تصبح عديمة الجدوى نظراً لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، فقد استخدمت المؤسسات المالية عمليات "إعادة الشراء" لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمن محدد على أن يشتريها من البائع نفسه بثمن أعلى، ومن ثم لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي إلزامي مقابل السيولة التي يحصل عليها.
- صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالابتكار المالي وتوقع نتائجه من الناحية العملية، لأنه عملية مستمرة تضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة

(¹): مينسكي هيمنان "MINSKY-HYMAN" (1919-1996) اقتصادي أمريكي اشتهر بتفسير الأزمات المالية ووضع نظريته التي تقوم أساساً على أن النظام الرأسمالي هش وان عدم استقرار النظام المالي أمر طبيعي، ومما يزيد من ذلك الابتكارات المالية.

(²): صالح صالح، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني "بخميس مليانة" حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، أيام 5- 6 ماي 2009، المحور الثالث، ص ص12-13.

الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية. الأمر الذي يحتم عليها الأخذ في الاعتبار التغييرات التي تحدثها الابتكارات المالية.

• إن بعض التطورات التي تحدث في الإبداعات والابتكارات المالية يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما أنه يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة أو لاتخاذ قراراته بخصوص سياسته النقدية.

• يمكن اعتبار الابتكار المالي سبب من أسباب الاضطراب وعدم الاستقرار الاقتصادي، ذلك أنّ الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الابتكار (أساس الهندسة المالية) بحسب تعريفه أصلاً، هو خروج عن السائد المستقر، ومن ثم سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار.

• الابتكار المالي سلاح ذو حدين : فهو نافع ومفيد عندما يحقق المصالح المشروعة، إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية الإنتاجية ومن ثم يزيد من مستوى الرفاهية، وهذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم الاستقرار بسبب طبيعة الابتكار. لكن إذا خلى الابتكار المالي من هذه الإيجابيات وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية، فسوف يؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه.

وكنتيجة، فإنّ الابتكار المالي يمكن أن يساعد على زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية، لكنه في الوقت نفسه يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية.

رابعاً : نطاق الهندسة المالية.

يضع "فينرتي" (Finnerty) إطاراً محدداً للهندسة المالية، فهي تعني تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة مع تقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشاكل المالية، كما سبق ذكره عند تعريف مصطلح الهندسة المالية. وفي ظل هذا الإطار يتحدد نطاق الهندسة المالية بثلاث مجالات رئيسية هي:¹

• **المجال الأول:** يتمثل في ابتكار أدوات مالية جديدة، كتقديم أنواع مبتكرة من السندات أو الأسهم الممتازة والعادية وعقود المبادلة التي تغطي احتياجات منشأة الأعمال.

• **المجال الثاني:** فهو يتمثل في ابتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات والتداول الإلكتروني للأوراق المالية، هذا فضلاً عن الأساليب المبتكرة للاستخدام الكفء للموارد المالية.

• **المجال الثالث:** يتمثل في ابتكار حلول خلاقية مبدعة للمشاكل المالية التي تواجه منشآت الأعمال، كإنشاء استراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار، أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منشآت الأعمال للتغلب على مشكلات قائمة كتحويلها من نمط المساهم إلى نمط الملكية الخاصة أو تنمية إستراتيجية دفاعية لمواجهة السيطرة العدوانية من أطراف أخرى.

خامساً : تقنية التوريق كإبداع مالي.

1. مفهوم تقنية التوريق. لا يوجد مفهوم دقيق لتقنية التوريق (التسديد أو التصكيك) لكن غالباً ما تعرف بأنها : عملية

(¹): منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص15.

تسييل الأصول المالية (Monétisation) القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل، كما تعتبر بأنها التركيب المالي الذي يسمح للكيان الاقتصادي تحسين السيولة في ميزانيته العامة. لقد استخدمت هذه التقنية في البداية من قبل مؤسسات الائتمان من أجل إعادة تمويل جزء من أسهمها عن طريق تحويل القروض المقدمة لزيائنها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالية.¹ أما من الناحية الفنية، فهي تقوم بتجميع أصول مختارة حسب جودة ضماناتها لدى هيئة خاصة (Structure ad hoc) ما يسمح لهذه الهيئة تمويل اقتنائها هذا بتوليها إصدار أوراق مالية يكتبب فيها المستثمرون في السوق المالية، وفي النهاية تتلقى هذه الهيئة تدفقات الفوائد لتسد ما عليها من ديون لدى البنوك التي اشترت منها هذه الأصول من جهة، وحقوق للمكاتب من خلال مدفوعات الفائدة وتسديد قيمة الأوراق المالية الخاصة بهم من جهة أخرى.² بالتالي، فإن إستراتيجية التوريق هي عملية مالية مدعومة بمحافظ استثمارية تحوي قروض متجانسة منشأة لغرض تمويل القروض القائمة و/أو تحويل المخاطر (مفادها

(¹): عندما يتجمع لدى البنك حجم كبير من قروض الرهن العقاري فإنه يلجا لاحتوائها داخل محفظة استثمارية كبيرة ليستخدمها لإصدار أوراق مالية يقترض بها من المؤسسات الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه بالتوريق. فكأن البنك لم يكتفي بالإقراض الأول بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية.

(²): تتمثل أرباح الهيئة المتخصصة في التوريق في الفرق بين ثمن شراء القروض من مؤسسة الائتمان الأصلية بأقل من قيمتها الأصلية وثمان بيع هذه القروض، بعد توريقها، لمستثمرين آخرين حيث تمكنها هذه العملية من ضمان تغطية إقراضها مبلغ القروض للمؤسسة الأصلية من جهة، وإدارتها وتحملها لمخاطرها من جهة أخرى.

تحويل أصول أو مخاطر الائتمان في شكل منظم إلى المستثمرين في السوق المالية تكون عادة مدعومة بمخاطر الأصول الأساسية).¹

2. الطابع التاريخي لتطور تقنية التوريق. بعد إنشائها، شهدت تقنية توريق القروض، وخاصة قروض الرهن العقاري، تطوراً كبيراً في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سبعينيات القرن العشرين (تعكس سوق الرهن العقاري الأمريكية أبرز صور التوريق ازدهاراً، إذ بلغ حجم السندات المورقة فيها عشرات التريليونات من الدولارات). وقد كان الهدف من إنشائها إعادة تشجيع تمويل العقارات السكنية والذي ثبت أنه غير كافٍ بسبب مستوى أسعار الفائدة المرتفع من جهة، والحد الأقصى لأسعار الفائدة على الودائع الخاضعة للتنظيم والرقابة من جهة أخرى. كان المقصود من هذا التنظيم معالجة العجز في ميزان المدفوعات ووضع حد لتدفق رؤوس الأموال نحو الخارج، وكان ذلك بالوصول إلى وضع سقف لعوائد الودائع التي كانت تمنحها البنوك،² حيث اعتقد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بأنه سيحد من عمليات إقراض البنوك التي لن تكون قادرة على استقطاب الودائع في المستقبل (بالتالي تراجع مبادرات الإقراض بسبب الحدود القصوى الضعيفة للمعدلات مقارنة بمعدلات السوق).³

ولفهم نشأة عملية التوريق، يجب تذكر أنه قبل أزمة الكساد الكبير سنة 1929 كانت صناديق الادخار والإقراض (Saving and loans)

(¹) : Abdelkader BELTAS, « la titrisation : instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire », édition Légende, 2007, pp 13-14.

(²): معدل 6.25% للودائع ذات الفترة ما بين 30 و59 يوماً، ومعدل 7.5% بالنسبة للودائع التي تتجاوز مدتها السنة.

(³) : Thierry GRANIER, Corynne JAFFEUX, « la titrisation : aspects juridiques et financiers », édition Economica, Paris, 1997, pp 11-12.

تعتمد على تمويل قطاع السكن من خلال جمع ودائع قصيرة الأجل ثم إقراضها لفترات طويلة الأجل، وبالتالي فقد سمحت الأزمة التي تعرضت لها صناديق الادخار والإقراض الأمريكية خلال فترة 1970-1980 بمراجعة خطة تمويل هذه الصناديق نظراً لعمليات السحب الضخمة من طرف المودعين، في حين أن وتيرة التخلف عن سداد قروض الرهن العقاري كانت تعرف تسارعاً غير مسبوق.¹

أما بعد هذه الأزمة، فقد تم تعزيز دور بعض المؤسسات المالية المتخصصة في قروض الرهن العقاري (Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae) من قبل السلطات الفدرالية الأمريكية وشجعتهن على تحسين وتطوير ميكانيزمات توريق قروض الرهن العقاري، المعمول بها منذ الستينيات، كحل للأزمة المالية التي عرفتها صناديق "L&S"، حيث تعتبر المؤسسات الثلاثة حجر الأساس في الاقتصاد الأمريكي.²

وعليه، وبالرغم من أن أزمة الرهن العقاري الأخيرة قد أظهرت أن تشتت المخاطر قد يؤدي إلى زيادة التقلبات، إلا أنه لا يمكن تجاهل أن مزايا تقنية التوريق قد سمحت بتطوير الأسواق المالية. ومع ذلك، فلا بد التحقق من أن ابتكارات وإبداعات الهندسة المالية تتوفر على الآليات المناسبة لإدارة جيدة للمخاطر، ومن أجل ذلك فقد وضع صندوق النقد الدولي مشروعاً رئيسياً في هذا المجال في حين أن البنك الدولي يدعم نشاط عمليات التوريق الفردية ويُزوّد البلدان بالمساعدة التقنية التي تحتاج إليها لإنشاء أسواق التوريق الخاصة بها عملياً وقانونياً.³

(¹) : Ibid, p12.

(²) : Ibid, p 39.

(³) : تقرير صندوق النقد الدولي حول الدول النامية، 2 جانفي 2008.

3. أغراض التوريق. إنَّ الغرض الأساسي من التوريق هو التطوير الدائم للنظام المالي عمومًا والنظام البنكي خصوصًا، هذا التطور بُنيَ أُسسُه على ثلاثة أفكار سميت بإستراتيجية "3R" (Refinancement, Ratio, Risques)، أي أن التوريق يحقق الميزات التالية للبنوك¹:

• وسيلة لإعادة التمويل التي عادة ما تكون صعبة المنال وبشروط قاسية.

• يساهم التوريق في تحسين النسب المالية للبنك كنسب السيولة، نسب الأموال الخاصة، نسب الملاءة المالية وحتى نسبة "كوك".

• تخفض هذه التقنية من الأخطار المتعلقة بتسيير الميزانية مثل خطر الإفلاس وخطر تقلبات أسعار الفائدة وخطر السيولة.

4. أركان التوريق. يُعتبر التوريق من أهم الإبداعات المالية التي أتاحت للمؤسسات الاقتصادية والمالية، على غرار البنوك، إمكانات جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة بالإضافة إلى تحويل جزء من المخاطر التي كانت تثقل كاهلها إلى أطراف أخرى. وفي هذه الحالة وحسب المفهوم السابق لتوريق القروض يصبح من الضروري توفر جملة من الشروط لتنفيذ عملية التوريق يمكن حصرها ضمن الأركان الخمسة الأساسية التالية²:

(¹): خاسف جمال الدين، فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20- 21 أكتوبر 2009، ص3.

(²): كتاف شافية، علمقة مليكة، كتاف شافية، علمقة مليكة، التمويل المهيكل وأدواته المالية المستحدثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي بجامعة سطيف، حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، أيام 20- 21 أكتوبر 2009، ص11.

• **الركن الأول :** يتمثل في وجود علاقة مديونية قائمة بين بنك مقرض ومدين مقترض سواء كان شخصاً معنوياً أو طبيعياً.

• **الركن الثاني :** ويخص رغبة البنك الدائن في التخلص من عبئ سندات الدين الموجودة في جانب الأصول في ميزانيته وتحويلها إلى جهات أخرى خارجية.

وقد يجد البنك صعوبة في تحصيل دينه لسبب أو لآخر مما يضطره لتكوين مخصص للقروض المشكوك في تحصيلها، وهو ما يزيد عن عبئ تمويلها في ميزانيته ويقلل من سيولته ويخفض من أرباحه، وقد يكون البنك في نفس الوقت بحاجة إلى سيولة تمكنه من التوسع في نشاطه التمويلي أو ببساطة تسديد بعض التزاماته المالية لذا يلجأ لتحويل بعض قروضه إلى أوراق مالية أي توريقها.

• **الركن الثالث :** ويتمثل في إصدار الطرف المحال إليه الدين سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، والجهة المحال إليها الدين عبارة عن مؤسسة متخصصة (أو ذات غرض خاص "SPV" Special Purpose Vehicle) في شراء القروض البنكية من البنوك المنشئة لها لتحل محلها في الدائنية تجاه المدين الأصلي. وإذا لم تكن مثل هذه المؤسسة المتخصصة متاحة فإن البنك ينشئها خصيصاً لتوريق قروضه وتكون تابعة لهولكن ذات ميزانية مستقلة تنشط خارج السوق.

• **الركن الرابع :** تستند الأوراق المالية الجديدة لضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، فمن غير المقبول قيام المؤسسة المتخصصة بإعادة إصدار الدين في صورة سندات وطرحها في السوق المالية دون تواجد غطاء يدعم هذه السندات والمتمثل في ضمانات كافية.

• **الركن الخامس :** ضرورة توفير الرغبة لدى المستثمر في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة، بحيث يقوم بتحصيل العائد الذي تدره هذه السندات في مواعيد استحقاق هذه العوائد. ومن البديهي على البنك، متى اختار طريق بيع ديونه المتعثرة أو ذات المخاطر العالية، أن يقبل بيع قروضه بأسعار أقل تاركاً الفرصة أمام المؤسسة المتخصصة في الحلول محله مقابل هامش ربح معقول، والذي يتمثل في الفرق بين قيمة الدين الأصلي وقيمة شرائه من الدائن.

5. أنواع التوريق وأطرافه.

5.1 أنواع التوريق. إن المؤسسة الأصلية الدائنة صاحبة محفظة التوريق تستطيع إما أن تقوم بإصدار سندات على قروضها وتطرحها على الجمهور للاكتتاب فيها دون وسيط بينها وبين المستثمرين المكتتبين فيها وفي هذه الحالة يسمى التوريق ب"التوريق المباشر" أو "الداخلي"، وهي صورة نادرة الحدوث، وإما أن تُحيلها إلى شركة توريق لتتولى ذلك وتدخل محفظة التوريق في قوائمها المالية، وهذا ما يسمى ب"التوريق بالوساطة" أو "الخارجي" وهي الصورة الأكثر شيوعاً.¹

وفي إطار هذين القسمين الرئيسيين تتدرج أنواع التوريق الثلاثة التالية :²

• **توريق الديون :** وهذا النوع هو المقصود الأصلي من كلمة توريق، والذي بمقتضاه تقوم مؤسسة مالية متخصصة في التمويل بتجميع ديونها المتشابهة والمتجانسة في أغراضها وآجالها و ضماناتها في محفظة مالية واحدة (محفظة التوريق) ثم تتولى بنفسها أو عن طريق شركة توريق

(¹) : صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، مداخلة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق بجامعة المنصورة حول : الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، أيام 1-2 أبريل 2009، ص6.

(²): نفس المرجع السابق، صص6-7.

بإصدار سندات أو صكوك مالية عليها وتطرحها على جمهور المستثمرين للاكتتاب فيها. وتقوم بذلك لغرض الحصول على سيولة مبكرة قبل حلول آجال ديونها على الغير، لتحوّل الحقوق الآجلة غير السائلة إلى أصول عاجلة سائلة تمكنها من إعادة إقراضها للغير بفائدة. وهذا النوع هو المستخدم دولياً.

• **توريق الأصول :** غير الديون من الأصول المالية الأخرى المدرة للدخل، استحدثت المؤسسات المالية الإسلامية توريقها في صكوك غير ربوية حيث تقوم المؤسسة مباشرة أو عن طريق وسيط (شركة توريق) بطرح صكوك قابلة للتداول بقيمة بعض أصولها المدرة للدخل، وتبيعهها للجمهور للاكتتاب فيها، ثم تستأجرها منهم تأجيراً تمويلياً ليحصل حملة الصكوك على أقساط الإجارة كعائد عن صكوكهم، مخصصاً منها عمولة متفق عليها تستحقها نظير إدارتها لذلك، ثم تقوم المؤسسة باستهلاك هذه الصكوك بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية لتعود ملكيتها إليها مرة أخرى في نهاية المدة.

• **توريق الدخل :** بمقتضى هذا النوع من التوريق، تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي ستحققها في المستقبل بنفسها أو عن طريق شركة توريق، وذلك بنفس طريقة توريق الديون. وهذا النوع مطبق في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تقوم إدارة المرور في مدينة "نيويورك" سنوياً بتقدير المخالفات المرورية المستحقة لها خلال العام القادم اعتماداً على حصيلة العام الحالي، ثم تقوم بنفسها أو عن طريق شركة توريق بتوريقها وبيعها للجمهور لتحصل في العام الحالي على إيرادات العام القادم وتتفادى مخاطر وتكاليف

الاقتراض من البنوك. وقد اعتادت على إجراء هذا النوع من التوريق بعض دور السينما في الولايات المتحدة الأمريكية كذلك.

2. 5 أطراف التوريق. يمكن اختزال أطراف التوريق في طرفين فقط هما المورد والمكاتبون، وذلك إذا تولت مؤسسة القرض (الدائن الأصلي) إصدار سندات التوريق وطرحها على المكاتبين دون وساطة من شركة توريق. أما في حالة التوريق بالوساطة، أي الخارجي، فإن عملية التوريق تستند إلى ثلاثة أطراف هم¹:

• **المُحيل أي الدائن الأصلي (Le cédant)** : هي المؤسسة المالية (بنك، شركة تمويل، شركة تأمين... الخ) المسؤولة عن منح التمويل اللازم لزيائنها (المدينين) لأغراضهم الاستثمارية أو الاستهلاكية كإقامة مشروع أو شراء عقار أو سيارة أو بطاقة ائتمان أو غيرها، مع تقديمهم الضمانات اللازمة لذلك. وعليه، فإن الطرف الأصلي لهذه القروض هو المؤسسة المالية المتخصصة في تمويل القروض (الممول) والذي يتولى تجميع ديونه المتجانسة في محفظة استثمارية ويحيلها إلى شركة التوريق. أما المدين طالب التمويل فلا يُعد طرفاً في عملية التوريق لأنه لا يتوقف تحويل القرض إلى المكاتبين الجدد على موافقته، وبالتالي فإنه لا يتحمل شيئاً من تكاليف عملية التوريق.

• **المُحال إليه أي شركة التوريق (La structure Ad Hoc)** : وهي الشركة المتخصصة في شراء الديون والمسؤولة عن

(¹): نفس المرجع السابق، ص 3-4.

تصكيكها (توريقها) وإدارة تداولها في السوق الثانوية، ويتحقق ذلك من خلال الطرق الثلاثة التالية :

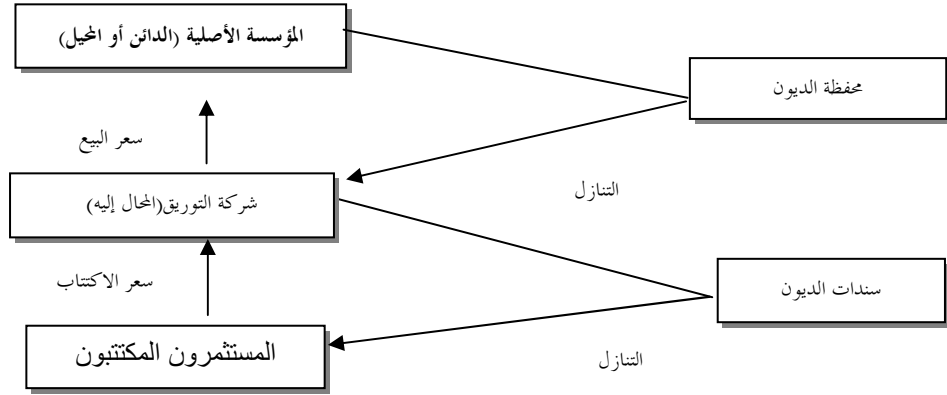
✓ شراء الدين وفوائده : حيث تشتريها بأقل من سعرها الأصلي (مبلغ القرض محل البيع) لتحقيق عائد يتمثل في الفرق بين السعرين، وتقتصر مهمة المصدر الأصلي للقرض على خدمة العلاقة بين الشركة والملاك الجدد للدين (أي المكتتبين)، وتسمى هذه الطريقة "Pass-Throughs".

✓ شراء الفوائد فقط : بحيث يقبض الدائن الأصلي مُقدماً مبلغ فوائد الدين المتفق عليه ولكن بثمن أقل. وتسمى "Pay-Throughs".

✓ إدارة الدين : إذ يقتصر دور شركة التوريق (Ad Hoc) على تصكيك الديون بإصدار سندات مضمونة بتلك الديون وضماداتها وبيعها مقابل عمولة. وتسمى "Mortgage Baked".

• **المستثمرون المكتتبون (Les investisseurs) :** ويتمثلون في أولئك الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين من بنوك وصناديق تأمينات ومعاشات ومؤسسات الاستثمار وغيرهم من الذين يرغبون في الاكتتاب في سندات الديون محل التوريق ليحلوا محل الدائن الأصلي كدائنين جدد، وعادة ما يكثر عددهم حتى تتوزع مخاطر الائتمان على عدد أكبر من الدائنين، ويتم توزيع التدفقات النقدية (الفوائد) المترتبة على تلك الديون على المستثمرين كل بحسب نسبة ملكيته في تلك الصكوك. والشكل التالي يوضح أساس عملية التوريق :

الشكل رقم (1) : أساس عملية التوريق.



Source : Abdelkader BELTAS, « la titrisation : instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire », édition Légende, 2007, p20.

وإذا كان الواقع العملي قد يفترض عدد أطراف عملية التوريق لا يزيد عن ثلاثة إلا أنه توجد أطراف أخرى تتدخل في عملية التوريق بصورة غير مباشرة، وهي ¹:

• **المنظم (L'arrangeur)** : غالباً ما يتمثل في بنك أعمال أو شركة استشارية متخصصة يقوم بتصميم وتنفيذ عملية التوريق من خلال هيكله أصول وخصوم المحال إليه (شركة التوريق SAH).

• **هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية (Dépositaire Central des Titres)** : وهي هيئة أنشئت من قبل الحكومة لتمثل مهمتها في حفظ الأوراق المالية وضمان انتظام المدفوعات بين حسابات المستثمرين التي تقوم بها مؤسسة الإدارة والتسيير، فهي بذلك تتصرف في صالح المستثمرين. كما لها الحق في مراجعة كل ما يدور حول الإصدارات

(¹) : Abdelkader BELTAS, op-cit, pp 113-114.

داخل السوق، كونها المسؤولة عن التنفيذ السليم لها وتضمن توزيع مدفوعات منتظمة للمستثمرين، تلغي عملية الإصدار وتقوم بتطبيق إجراءات قانونية لتسوية القضية، إذا لزم الأمر، من أجل حماية مصالح حاملي الأوراق المالية.

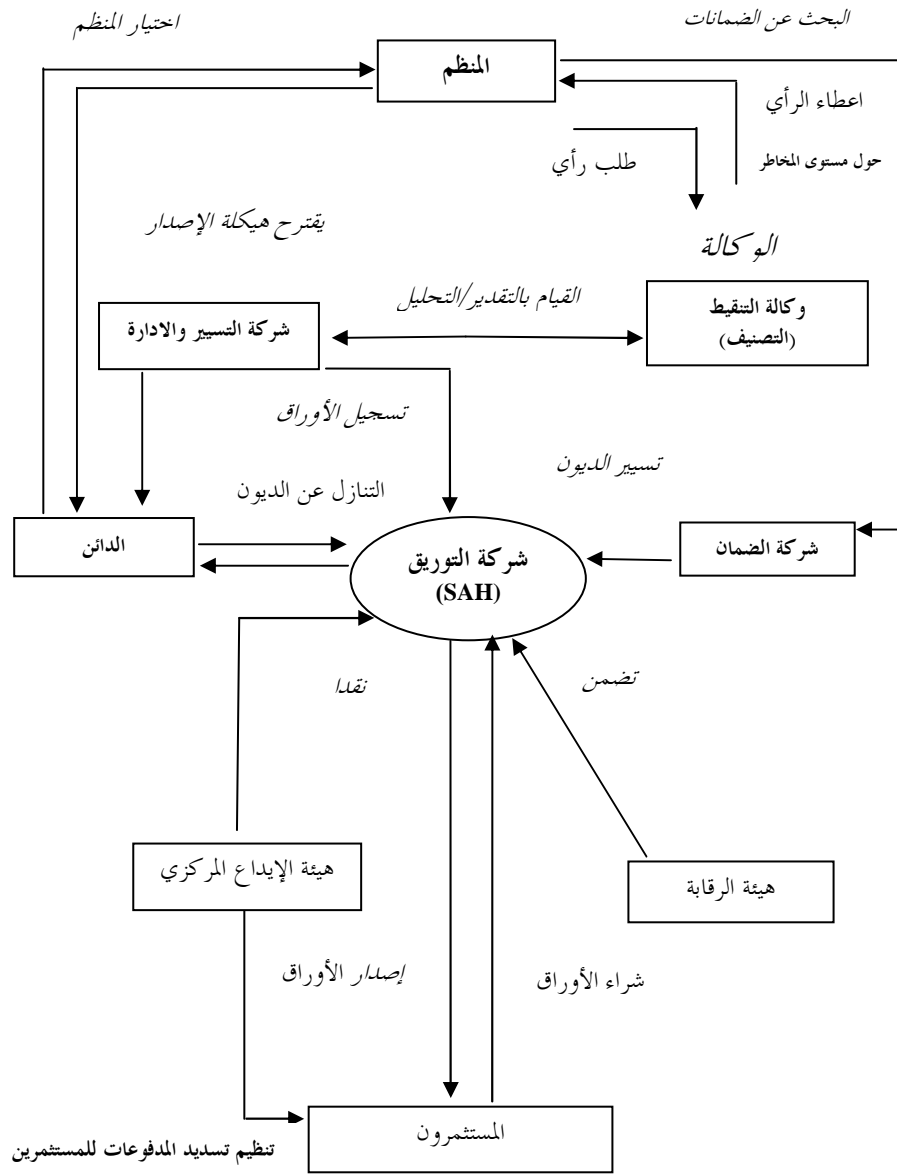
• **شركة التسيير والإدارة (Société de Gestion) :** وظيفتها إدارة مستحقات الديون لحاملي الأوراق المالية المصدرة في السوق. يجب عليها أن تمتاز بالطابع التجاري وتقدم الضمانات الكافية سواء فيما يتعلق بمواردها المالية أو مواردها التقنية والبشرية لتتوفر بذلك على السلطة التقديرية اللازمة عند اتخاذها قرارات منح الاعتماد. كما يجب على شركة الإدارة أن تعمل بشكل مستقل، وينبغي أن تكون لها القدرة الذاتية في الأفراد والوسائل المادية لتنفيذ مهمتها، وتقييم تطور الديون تحت تصرفها، ووضعها في حيز التنفيذ الضمانات في حالة تعثر السداد. كما لها مهمة تجميع دفعات الفوائد ومستحقات أصل الدين على مجموعة من الديون ثم تحويل هذه الأموال إلى لجنة الإيداع المركزي من أجل تسديد حقوق المستثمرين.

• **وكالات التقييم (Agences de Notation) :** على وكالة التقييم إصدار رأي حول مستوى المخاطر المرتبطة بالأصول محل التوريق لتستطيع تقييم قدرات هيئة الإدارة ونوعية الأصول الأساسية (Actifs sous-jacent) وهيكل الصفقة. والنتائج التي تتوصل إليها وكالة التقييم ستحدد درجة الاعتماد الممنوح للقرض واللازم لطمأنة المستثمرين المحتملين (التقييم والتقييم هي معلومات محايدة توفر للمستثمرين).

- **هيئة الرقابة (Autorité de Surveillance) :** تسهر على انتظام عمليات الإصدار، وغالباً ما تكون هي اللجنة المكلفة بتنظيم ورقابة العمليات البورصية في سوق القيم المنقولة.
- **شركة ضمان (Société de Garantie ou d'Assurance Hypothécaire) :** هي الشركة التي تمنح ضماناتها للقروض محل التوريق.¹ فهي بمثابة الطرف الضامن لمؤسسة القرض التي تريد طرح قروضها للاكتتاب في السوق المالية (يمكن لهذه الشركة أن تكون متخصصة في ضمان قروض الرهن العقاري).

(¹) : يمكن تسمية هذه الشركة باللغتين الفرنسية والانجليزية على الترتيب: « Monoline » و« Rehausseur de crédit », مهامها حفظ وتحمل المخاطر على عملية التوريق بمنح اعتمادها للمؤسسة الأصلية (محيل) وللأطراف الأخرى المعنية بعملية التوريق.

الشكل رقم (2) : الأطراف المتدخلة في عملية توريق القروض.



Source : Abdelkader BELTAS, op-cit, p116

فكل الأطراف الفاعلة السابقة ضرورية لتنفيذ عملية التوريق على أكمل وجه.

سادساً : ميكانزمات توريق القروض.

إن أي عملية توريق تتطلب عدة خطوات قبل تحقيقها. هذه الخطوات تتمثل أساساً في : التركيب، التنازل، الإدارة والتسيير، منح الاعتماد للقروض (Rehaussement) ودعم السيولة. فكل خطوة من هذه الخطوات (المراحل) تخص طرف معين نظراً لكون عملية التوريق تتطوي على عدة أطراف متدخلة كما سبق ذكرها. ويمكن التطرق لهذه الخطوات وفق التالي :¹

1. **المرحلة الأولى :** أي مرحلة التركيب التي تهدف إلى تجميع عدد كبير من الديون المتجانسة في حزمة واحدة، مثل ديون الرهن العقاري، ديون بطاقات الائتمان أو قروض شراء السيارات. إن تجانس الديون في المحفظة ضروري لتشكيل مجموعة من الديون التي سيتم تحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق. وبالتالي ستسمح هذه الطريقة بتحقيق دراسة غير مكلفة لخطر هذه المحفظة والحصول على تدفقات نقدية متماثلة.

2. **المرحلة الثانية :** وهي المرحلة التي تهدف إلى التخلص والتنازل عن حزمة الديون القابلة للتداول في السوق من طرف نفس المؤسسة (المقرض) من أجل تمويلها. لكن قبل تحقيق هذه العملية، ينبغي على مؤسسة التوريق (Sah) الرغبة في شراء هذه الديون أن

(¹) : Ibid, p-p 109-113.

تطلب رأي خبير بشأن جودة ائتمان مجموعة الديون وهيكل تركيبها المقترح لووكالة تنقيط معتمدة.

3. المرحلة الثالثة : في هذه المرحلة يتم تسجيل العملية والأوراق المالية المصدرة لدى هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية. وهذه الأخيرة تتصرف في الأوراق المالية نيابة عن المستثمرين الحاملين لمحافظ التوريق. مهمتها الأساسية : متابعة كيفية تطبيق أطراف العملية لالتزاماتهم، تحليل الجرد الدوري للأصل، الإشراف على توزيع المدفوعات للمستثمرين، وإذا لزم الأمر تقوم بالإجراءات القانونية اللازمة لحماية حقوق المستثمرين (في بعض الحالات تقوم بدفع الفوائد وأصل القرض بنفسها لصالح المستثمرين).

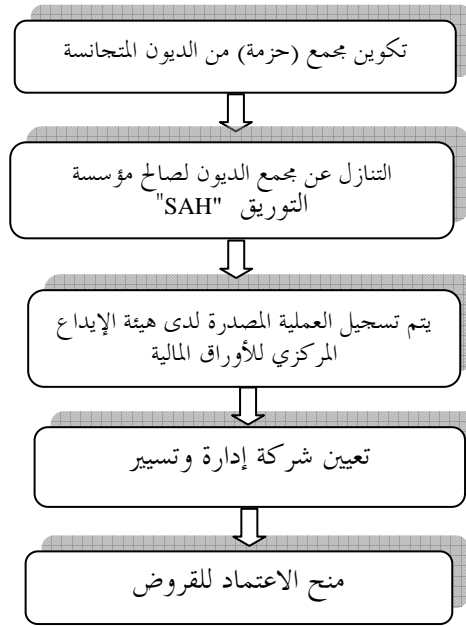
4. المرحلة الرابعة : خلال هذه المرحلة سيتم تعيين أو إنشاء هيئة إدارة (شركة الإدارة والتسيير) تكون مسؤولة عن الإدارة وتحصيل الديون (أصل الدين وفوائده) من حزمة الديون ثم تحويل الأموال التي جمعتها إلى هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية.

إضافة للعوائد التي يتحصل عليها المدير أو المسير مقابل خدماته، فإنه بإمكانه توظيف الأموال المحصلة في السوق حتى تاريخ تحويلها إلى المستثمرين. كما أن قدرة وطريقة الشركة في الإدارة والتسيير تكون قابلة للتقييم دورياً من قبل وكالة تنقيط، والنتائج المتوصل إليها تكون ذات أهمية كبيرة لتحديد حجم الاعتماد الممنوح للقرض، خاصة في حالة ما إذا قد تلقت الأصول أقل تقدير مما هو مرغوب فيه من قبل المستثمرين. (في معظم الحالات يكون مُحيل الأصول أي البنك هو نفسه المدير وغالباً ما يسمى "محيل /مدير" خصوصاً عندما يتعلق الأمر بسندات الرهن العقاري والأوراق المالية الاصطناعية).

5. المرحلة الخامسة : إنّ منح النوعية الجيّدة للقروض (إعطائه الاعتماد) من قبل طرف ثالث يعطي ضماناً إضافياً للمستثمرين ويزيد من مستوى تداول الأوراق المالية الصادرة في السوق، ويمكن ترجمته إلى "ضمان السداد" إذا كان المدين قد تخلف عن إلتزاماته.

إنّ المستوى المناسب للاعتماد الممنوح للقروض يرتكز أساساً على تقييم مخاطر الائتمان داخل حزمة الديون من خلال الخسائر السابقة على هذا النوع من الأصول. وعليه يمكن تمثيل الخطوات المختلفة الضرورية لتحقيق صفقة التوريق بطريقة بسيطة وفق التالي :

الشكل رقم (3) : المراحل المختلفة لعملية توريق القروض.



Source : Abdelkader B ELTAS, op-cit, p112

سابعاً : الأثر الكلي والجزئي لتوريق القروض.

1. الأثر الكلي لتوريق القروض. يعتبر استخدام الأدوات الحديثة لتسيير مخاطر القروض تحولاً كبيراً للهيكل البنكي التقليدي، فهو ليس مجرد عملية إصدار أوراق مالية تتداول في السوق المالية فحسب بل هي عبارة عن أداة تنظيم شاملة للنظام التقليدي للقروض على اعتبار أنه¹ :

• نهاية للبنوك الشاملة وبداية لتخصص الخدمات البنكية، إذ أن توريق القروض فتح مجالات أخرى للاوساطة، مما أدى إلى تعدد مهام البنوك الأمر الذي صعب عليها الإلمام بجميع هذه المهام، حيث عجل هذا التشعب في نهاية ما يسمى "بالبنوك الشاملة"، وحسب "Lowell BRAYAN" فإن البنوك يمكن أن تعمل في هذه المهام باستحداث فروع جديدة لها متخصصة في مجموعة متجانسة من المهام(فقد سمح التوريق بإعادة تعريف دور الوسيط المالي، وبالتالي يعتبر التوريق اختياراً منطقياً لتجنب استخدام الوساطة المالية).

• يزيد من فعالية السياسة النقدية، إن استعمال التوريق من شأنه أن يؤثر على السياسات النقدية من خلال تأثيره على : الكتلة النقدية، حيث تقلل المنتجات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض من حجم الكتلة النقدية كون هذه الأدوات تعتبر وسائل إعادة تمويل حالها حال أسواق رأس المال أو سوق النقد، كما يؤثر التوريق على أسعار الفائدة حيث أن الأدوات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض من شأنها أن

(¹): خاسف جمال الدين، فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية، مرجع سابق، ص ص5-6.

توفر وسائل جديدة للتمويل، وبالتالي تدخل في المنافسة مع وسائل التمويل الأخرى مما يؤثر على أسعار الفائدة بالانخفاض.

2. الأثر الجزئي لتوريق القروض. ويتمثل في :¹

• يشكل التوريق مورداً بديلاً لإعادة التمويل وبأقل تكلفة.

• تخفيف العبء على الأموال الخاصة، حيث يتم تحويل جزء من الأخطار إلى السوق المالية، كما يجنب تدعيم الأموال الخاصة عن طريق الرّفْع من رأس المال بإصدار أسهم عادية، وهي عملية جدّ مكلفة، إلى جانب الصعوبات المرتبطة بقبول المساهمين القدامى دخول المساهمين الجدد في رأس مال البنك.

• يخفف من احتمال الوقوع في حالات الإفلاس، حيث يساهم في تحسين الهيكل المالي للبنك مما يؤثر إيجاباً على مختلف النسب الاحترازية التي تضعها الهيئات الرقابية.

• التوريق يوفر العديد من الفوائد للبنوك من منظور شروط الحيطة(التحوّط)، إدارة الأصول والخصوم والربحية.

الخاتمة

إنّ الهندسة المالية والفلسفة الخاصة بها والفريدة من نوعها أوضحت لنا مدى اعتماد هذه الصناعة على مجموعة من المدخلات المالية كالتصميم والابتكار والتطوير والتركييب لتكون مخرجاتها عبارة عن استراتيجيات ومنتجات مالية جديدة تسمح بتمويل وتسيير أفضل للأنشطة المالية، حيث يعتبر توريق القروض واحدة من

(¹): نفس المرجع السابق، ص.6.

التقنيات التي تفتنت الهندسة المالية في ابتكارها وتطويرها بالكيفية التي سمحت للمنشآت المقرضة تسييل قروضها للحصول على موارد جديدة تمكّنها من التوسع أكثر في نشاط الاقراض، كما أنّها تساعد على إعادة تمويل الديون خاصة المتعلقة بأصول غير سائلة كقروض الاستهلاك ذات العائد الضعيف، والتي يمكن أن تشكل مجتمعة سلّة تحوي عائد إجمالي معتبر. فتفضيل المستثمرين التعامل بالأوراق المالية المرتبطة بتوريق القروض ساهم في تغذية نشاط التوريق "لإتسامه بالأمان إلى حد كبير" ومن ثم التوسع فيه في العديد من الأسواق في العالم، من بينها سوق الرهن العقاري في أمريكا والذي أصبح اليوم يعكس أبرز صور التوريق ازدهاراً.

قائمة المراجع

1. Abdelkader BELTAS, « la titrisation : instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire », édition Légende, 2007 .
2. Thierry GRANIER, Corynne JAFFEUX, « la titrisation : aspects juridiques et financiers », édition Economica, Paris, 1997 .
3. خاسف جمال الدين، فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول : الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
4. صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، مداخلة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق بجامعة المنصورة حول : الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، أيام 1-2 أبريل 2009.
5. صالح صالح، عبد الحلیم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني "بخميس مليانة" حول : الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، أيام 5-6 ماي 2009، المحور الثالث.
6. عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع : نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006/2007.
7. فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
8. كتاف شافية، علمقة مليكة، التمويل المهيكل وأدواته المالية المستحدثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي بجامعة سطيف، حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

9. منير إبراهيم هندي، منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، دار المعارف، الإسكندرية، 1999.

10. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.

11. تقرير صندوق النقد الدولي حول الدول النامية، 2 جانفي 2008.

12. الموقع الالكتروني لمنندى التمويل الإسلامي :

<http://islamfin.go-forum.net/t3-topic> (11/1/2011)