

أثر توريق الديون الرهنية على الأسواق المالية والاقتصاد: بين الانشغالات والمخاوف – الولايات المتحدة الأمريكية نموذجاً -

أ.د. محمد العربي ساكر
جامعة محمد خيضر، بسكرة - الجزائر
sakermohamedlarbi@yahoo.fr

أ. عمر طالب
جامعة حاج لخضر، باتنة - الجزائر
amtaleb@free.fr

Securitization's Impact on Financial Markets and Economies: Between concerns and fears – The USA as model.

Mr. Taleb Amar
University of hadj lakhder - Batna; Algeria

Pr. Saker Mohamed Larbi
University Of Mohamed Khidar, Biskra ; Algeria

Received: 2015

Accepted: 2015

Published: 2015

ملخص:

منذ بداية التسعينات إلى غاية سنة 2007 كان التوريق يعد بمثابة هيكل التمويل المعتاد بالنسبة للقروض الرهنية العقارية السكنية، كما أنه كان شائعاً في السوق بالنسبة لقروض الشركات ومستحقات بطاقات الائتمان وقروض السيارات والقروض الرهنية العقارية التجارية. لكن إلى حد الساعة، هناك تساؤلات حول المساهمة التي قدمها التوريق إلى الأسواق المالية وإلى الاقتصاد بسبب المشاكل التي تم توثيقها، خاصة فيما يتعلق بتوريق القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر، حيث أن العواقب الاقتصادية الكارثية لهذا القطاع من سوق التوريق بدأت كهاجس مخاطر ائتمان ثم انتهت إلى أزمة مالية امتد تأثيرها إلى الاقتصاد العالمي ككل.

الكلمات المفتاحية: التوريق، الديون الرهنية، القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر، الأوراق المالية المدعومة بأصول.

Résumé:

Depuis le début des années 1990 jusqu'au 2007, la titrisation était considérée la structure de financement habituelle pour les prêts hypothécaires résidentielles, et elle était courante sur le marché des prêts aux entreprises, les créances de cartes de crédit, les prêts-auto, et les prêts hypothécaires commerciaux. Mais jusqu'à ce moment, il y a des questions sur la contribution de la titrisation aux marchés financiers et à l'économie, en raison des problèmes bien documentés notamment en matière de la titrisation des prêts hypothécaires à risque. Les conséquences économiques désastreuses de ce secteur du marché de la titrisation ont commencé comme un souci de risque de crédit, puis elles ont fini par une crise financière, son influence a étendu à l'économie mondiale dans son ensemble.

Mots clés : Titrisation, Créances Hypothécaire, Prêts Hypothécaires à Risque, Titres Adossés à des Actifs.

تمهيد:

يعتبر توريق الديون الرهنية من بين الآليات والأساليب الحديثة التي تم التوصل إليها في البلدان المتطورة كحل لمشكلة تمويل قطاع السكن الذي يعتبر قطاع استراتيجي ذو أهمية قصوى في تنشيط وتفعيل حركة الاقتصاد الوطني، وكذا لعجز المصارف عن تلبية طلبات تمويل السكن المرتفعة نظراً لطبيعة مواردها المالية قصيرة الأمد، حيث تم إدراج تقنية التوريق هذه في البداية كوسيلة للتمويل بالنسبة لمؤسسات الإيداع الأمريكية،

ابتداءً من سنة 1969، مما يعد السبب الرئيسي لتطوير سوق تمويل الإسكان الأمريكي القوي. فيما بعد تم تطبيق هذه التقنية على أصول أخرى مثل مستحقات بطاقات الائتمان ومستحقات قروض السيارات، كما تم توظيف ذلك كجزء من إدارة الأصول/الخصوم لتسيير مخاطر الميزانية العمومية للمؤسسات المالية والمصرفية. تعود الأسباب الرئيسية الكامنة وراء اختيار المؤسسات المالية وغير المالية، فضلاً عن الدولة أو الحكومات المحلية، إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول، إلى المزايا التي يحققها التوريق بالنسبة للأسواق المالية للدول وللإقتصاد، لكن مع كل هذه المزايا تبقى هناك انشغالات ومخاوف مرتبطة بالتوريق، الأمر الذي دفعنا إلى معالجة هذه الإشكالية عبر هذه الورقة البحثية، مستعينين في دراستنا هذه بالنموذج الأمريكي الذي يحتذى به في كل دول العالم للاعتبارات التي أشرنا إليها آنفاً، مستخدمين في ذلك المنهج التحليلي، أين قمنا بطرح التساؤل الرئيسي التالي:

- ما هي الانشغالات والمخاوف المرتبطة بالتوريق بالنسبة للأسواق المالية للدول وللإقتصاد؟
- وللإجابة على هذه الإشكالية قسمنا هذه الدراسة إلى محورين أساسيين:
- أولاً: ماهية التوريق؛
- ثانياً: الانشغالات والمخاوف المتعلقة بآثار التوريق على الأسواق المالية والاقتصاد.

أولاً: ماهية التوريق

1. مفهوم التوريق:

تكمن السمة المميزة لهذا الابتكار المالي في كونه شكلاً مهماً لرفع رأسمال الشركات والكيانات الحكومية عبر العالم، فضلاً عن كونه أداة لتسيير المخاطر. قبل سنوات الثمانينات، كان يستخدم معنى التوريق لوصف عملية استعاضة إصدار الأوراق المالية للحصول على تمويل للدين بالنسبة للبنوك المقترضة، حيث يشير الاقتصاديون إلى هذه العملية في جمع الأموال باللاوساطة «Disintermediation».

وللتعمق أكثر في هذا المفهوم نستعرض التعاريف التالية:

يقدم الرئيس السابق لـ "Citicorp" (الشركة الأم لـ "Citibank") التعريف التالي للتوريق: "هو إحلال أسواق رأس المال العام الأكثر كفاءة محل الأقل كفاءةً والأعلى كلفةً والوساطات المالية في تمويل أدوات الدين"¹.

إن تطوير سوق السندات ذات العائد المرتفع في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات يمكن أن ينظر إليه على أنه توريق تحت هذا التعريف الواسع، لأن القروض البنكية الموجهة للشركات المضاربة من الفئة المسعرة، تم استبدالها بإصدار سندات عامة من قبل هؤلاء المقترضون.

ويعرف Sundaresan, 1997 التوريق على أنه: "الإطار الذي فيه يتم تحويل أصول غير سائلة لشركة ما أو مؤسسة مالية إلى مجموعة من الأوراق المالية المدعومة بهذه الأصول، من خلال تعبئة دقيقة وتعزيزات ائتمانية وتحسين جودة السيولة والهيكلية"².

أما Leon T. Kendall فيعرف التوريق كما يلي: "هو عملية تعبئة قروض فردية وأدوات دين أخرى في حزمة، بحيث يتم تحويل هذه الحزمة إلى ورقة أو أوراق مالية وتعزيز مركزها أو تصنيفها الائتماني لدعم بيعها إلى أطراف ثالثة مستثمرة. العملية تحول القروض الفردية غير السائلة أو أدوات الدين، التي لا يمكن بيعها بسهولة إلى أطراف ثالثة مستثمرة، إلى سيولة وأوراق مالية قابلة للتسويق"³.

ويرى John Deacon بأن التوريق هو: "عملية تحويل التدفقات الناشئة عن أصول أساسية أو ديون (مستحقات) مستحقة من الملتزم (الكيان الذي أنشأ المستحقات) إلى تيار سداد متجانس، مما يسمح للملتزم بالحصول على تمويل مدعوم بأصول عبر قرض أو إصدار سندات دين"⁴.

ويعرف Janet M. Tavakoli التوريق على أنه: "مجموعة جزئية من التمويل المنظم، حيث أنه ببساطة هو إنشاء وإصدار لأوراق مالية مدعومة بمجمع قروض أو سندات أو مستحقات أو تدفقات مستقبلية. قد تكون الأوراق المالية سندات مدعومة بأصول أو سندات مصدرة من قبل كيان شراء خاص، الذي يشتري الأصول الأساسية التي تستعمل كضمان لدعم السندات. في كلتا الحالتين تكون الأوراق المالية مدعومة بمجمع أصول، وهناك ملتزمون (مدينون) متعددون، حيث يمنح المجمع الإمكانية لتنوع الحافطة، حتى وإن كان لا يوفرها بصفة دائمة. في العديد من عمليات توريق الأصول، يطلق على مجمع الأصول اسم الحافطة"⁵.

كما استخدم مصطلح التوريق للإشارة إلى ما يسمى بالتمويل المنظم، الذي هو العملية التي بواسطتها يتم (نسبياً) تجميع الأصول المتجانسة غير السائلة، وإعادة تغليفها، مع حقوق ضمان تمثل استحقاقات على التدفقات النقدية المرتقبة والمزايا الاقتصادية الأخرى الناشئة عن مجمع القرض المباع كأوراق مالية إلى المستثمرون الآخرون، إلا أن هذا المصطلح يغطي نطاق واسع لنشاط السوق المالي، فاستناداً إلى دراسة استقصائية لمجموعة من المشاركين في سوق رأس المال، تم تقديم التعريف العملي التالي للتمويل المنظم:

"... هو التقنيات المستخدمة كلما كانت متطلبات مُنشئ أو مالك أصل ما متعلقة بتمويل أو سيولة أو نقل مخاطر أو احتياج آخر لا يمكن تلييته بما هو متوفر من منتج جاهز أو أداة. بالتالي، لتلبية هذا المتطلب ينبغي أن تكون المنتجات والتقنيات القائمة مصممة في منتج أو عملية على المقاس. ومنه، فإن التمويل المنظم هو أداة مرنة للهندسة المالية"⁶.

من خلال هذا التعريف نلاحظ بأن التمويل المنظم لا يشمل فقط التوريق، بل يتعدى ذلك ليشمل أيضاً الائتمان المهيكل وتمويل المشروع «Project Finance» والسندات المهيكل «Structured Notes» (أو ما يعرف بالسندات بمعدلات فائدة متصاعدة) والتأجير المالي.

عندما نشير إلى التوريق على أنه وسيلة تمويل، فإن النتيجة النهائية للمعاملة تكمن في استطاعة الشركة الحصول على حصيلية بيع أصول وليس اقتراض أموال. إن عملية توريق الأصل تُحول مجمع ما من الأصول إلى ورقة مالية أو عدد أكثر من الأوراق المالية التي يشار إليها كأوراق مالية مدعومة بأصول.

2. مضمون التوريق:

هناك بعض أوجه التشابه ما بين التوريق والإقراض المضمون. في الإقراض المضمون، المسمى كذلك بالإقراض المدعوم بأصول، يطالب المقرض بأن تتعهد شركة الاقتراض بأصول نوعية للشركة تكون بمثابة تأمين أو ضمان لأجل اتفاق الإقراض. الأصول التي تم استخدامها كضمان قد تكون أصول قصيرة الأجل مثل الحسابات المدينة (حسابات قبض) أو أصول طويلة الأجل مثل المعدات. على سبيل المثال، في التمويل عن طريق الحسابات المدينة ينظر المقرض أولاً إلى الحسابات المدينة للمقترض للوفاء بالالتزامات المالية لاتفاق الإقراض. المبلغ المقدم من قبل المقرض إلى الشركة العملية يتوقف على:

✓ ما يراه المقرض مقبولاً استناداً إلى نوعية وطبيعة المستحقات؛

✓ نوع عميل الشركة العملية (التي تبيع له) وشروط البيع؛

✓ تاريخ أداء الحسابات المدينة للشركة العملية.

إضافةً إلى ذلك، فإن بعض أنواع المستحقات قد لا تكون مناسبة للتمويل عبر الإقراض المضمون. أما بالنسبة للأصول طويلة الأجل، مثل المعدات، فإن الإقراض المضمون يمكن أن يكون في شكل قرض أو سند. تتوقف تكلفة الاقتراض على نوعية الائتمان للمقترض لأن المقرضون ينظرون إلى قدرة الشركة المقترضة على تلبية شروط اتفاق الاقتراض.

يختلف التوريق عن هذه الأشكال التقليدية للتمويل في عدة أوجه مهمة، حيث يكمن جوهر عملية التوريق في إمكانية استخدام السيولة النقدية المتولدة بواسطة مجمع الأصول من أجل دعم ورقة مالية أو أكثر، قد تكون ذات جودة ائتمانية أعلى من الديون المضمونة للشركات. الجودة الائتمانية العالية لهذه الأوراق يتم تحقيقها بالاعتماد على التدفقات النقدية الناشئة بواسطة مجمع الأصول بدلاً من وعد الدفع لشركة الاقتراض، مثل التدفقات النقدية التي يتم عزلها في هيكل بعيد عن الإفلاس «Bankruptcy Remote Structure» و"الائتمان المعزز" باستعمال تقنيات متعددة لتعزيز الائتمان. لنقارن هذا مع الإقراض المضمون. في حالة التمويل عن طريق

الحسابات المدينة، أين ينظر المقرض أولاً إلى التدفق النقدي الناشئ بواسطة المستحقات فإن شركة الاقتراض تكون مسؤولة عن أي قصور أو عجز. في حالة الإقراض المضمون، أين يكون الضمان هو الملكية، يعول المقرض أساساً على قدرة شركة الاقتراض على السداد و فقط في المقام الثاني على القيمة التي من خلال الضمان يمكن تصفيتها عند الإفلاس. إضافة إلى ذلك، وبالاعتماد على قيمة التصفية للضمان فإن المقرض يفترض بأنه سيتم الاعتماد، عند إجراءات التصفية، على مبدأ الأولوية المطلقة في توزيع الأصول (أي أن المقرضين المضمونين يتم سدادهم (تعويضهم) قبل المقرضون غير المضمونين، والمكاتبون في رأس المال يتلقون أي عائد). مع ذلك، وعلى الرغم من أن هذه الحالة تكون عند تصفية الشركات إلا أن مبدأ الأولوية المطلقة عادة لا يؤخذ به في إعادة تنظيم الشركات.

عادةً ما يقارن التوريق ببيع الديون «Factoring» بسبب أن التوريق يقتضي بيع الأصول، فعلى عكس اتفاق الإقراض المضمون مثل التمويل عن طريق الحسابات المدينة، فإن الشركة العميلة تقوم ببيع الحسابات المدينة إلى العامل⁷ «The Factor». وتتوقف مخاطرات ائتمان العامل على طبيعة الاتفاق، حيث أن هناك ثلاث حالات للاتفاق: بيع ديون مع حق الرجوع وبيع ديون مع حق رجوع معدل وبيع ديون بدون حق الرجوع. في حالة الاتفاق الأول (بيع ديون مع حق الرجوع)، فإن العامل لا يتحمل مخاطرة الخسارة لحساب الزبون لكن بالأحرى يتحصل على سداد من الشركة العميلة. وفي حالة بيع الديون مع حق الرجوع المعدل، يتم الحصول على التأمين من قبل العامل ويمنح إلى الشركة العميلة، وبهذا تكون الشركة العميلة غير مسؤولة عن مخاطرة الخسارة لحساب الزبون. أما في الحالة الأخيرة (بيع الديون بدون حق الرجوع) فإن كل مخاطرات الائتمان يتم نقلها إلى العامل. من منظور التكلفة يعتبر بيع الديون مع حق الرجوع هو الأقل كلفة لأن العامل غير معرض لمخاطر ائتمان حسابات الزبون، وبيع الديون بدون حق الرجوع هو الأكثر كلفة لأن مخاطرات الائتمان يتم نقلها إلى العامل. إذن، على خلاف التمويل مع حق الرجوع، فإن التوريق يجزئ مخاطرات الائتمان إلى عدة شرائح، حيث قد يتم الاحتفاظ بالشريحة الأقل صغراً من قبل المقرض بينما يتم نقل الشرائح الأخرى إلى "المقرضون". حسب اختيار الشركة العميلة، يمكن للعامل تقديم قرض نقدي على جزء من الحسابات المدينة.

هناك ثلاث مزايا فقط للتوريق بالمقارنة مع عدم حق اللجوء وحق اللجوء المعدل هي أن:

- ✓ هناك عادةً تكلفة تمويل منخفضة عندما يتم استخدام التوريق؛
- ✓ المستحقات التي لن يشتريها العوامل «Factors» قد تكون مقبولة بالنسبة للتوريق؛
- ✓ حصيلة (عائد) البيع في التوريق يتم استلامها حالاً في حين أن الشركة قد تحصل أو لا تحصل على قرض نقدي «Cash Advance» من العامل.

كما تم الإشارة إليه سابقاً، فإن التوريق عموماً هو شكل من أشكال التمويل المنظم، فهذا الأخير يشمل إضافةً إلى ذلك تمويل المشروع «Project Finance» والتمويل لبعض أنواع المعدات وبعض الأصناف الأخرى للتمويل المضمون. الخاصية المشتركة لكل أنواع معاملات التمويل المنظم تكمن في كون المعاملة مهيكلتة لتعديل أو إعادة توزيع مخاطر الضمان ما بين مختلف فئات المستثمرين باستعمال هيكل ما. تشمل مخاطر الضمان كل ما يرتبط بالضمان من مخاطر ائتمان ومخاطر معدلات الفائدة ومخاطر السداد المبكر ومخاطر السيولة. والتوريق معني في المقام الأول بتقيد (تسييل) الأصول المالية على نحو ما تكون فيه المخاطرة مرتبطة أساساً بسدادها (الأصول المالية) بدلاً من ارتباطها بأداء مشروع أو كيان معين.

الأصول التي يمكن بيعها من قبل منشئ ما واستعمالها بعد ذلك كضمان في عملية توريق أصول تنقسم إلى

نوعين اثنين:

✓ أصول قائمة أو مستحقات (ذمم) قائمة؛

✓ أصول أو مستحقات ستنشأ في المستقبل.

من الأمثلة عن الأصول التي تقع في الصنف الأول: القروض الرهنية السكنية والقروض الرهنية التجارية والقروض للشركات وقروض السيارات والقروض للطلبة. يشار إلى معاملات الأصول أو المستحقات التي تنشأ في المستقبل بتوريق التدفقات المستقبلية، ومن الأمثلة عليها: مستحقات تذاكر شركات الطيران ورسوم امتياز النفط والغاز ومستحقات الإيرادات الضريبية⁸.

ثانياً: الانشغالات المتعلقة بآثار التوريق على الأسواق المالية والاقتصاد

سنتناول بالتحليل في هذا المحور أهم الانشغالات المتصلة بآثار التوريق، خاصةً تلك التي تم استشعارها

وتحديدها من قبل المنظمين والاقتصاديين، والتي تتركز في النقاط التالية:

✓ التقليل من فعالية السياسة النقدية؛

✓ التأثير السلبي على البنوك؛

✓ التساهل في معايير الاكتتاب والأوراق المالية سيئة التصميم؛

✓ ازدياد غموض مخاطر البنوك؛

✓ تخفيض تأثيرات السياسة النقدية.

منذ منتصف السبعينات عرفت الولايات المتحدة الأمريكية انخفاض حاد في نسبة الائتمان المصرفي إلى إجمالي الائتمان المتاح، واستمرت حصة البنك من إجمالي الائتمان في الانخفاض. في منتصف السبعينات كانت حصة البنوك من إجمالي الائتمان تقدر بـ55%، وبحلول 2006 انخفضت هذه النسبة إلى 25%. أهم العوامل

الرئيسية التي ساهمت في تدني حصة البنوك من إجمالي الائتمان كانت تتركز في التوريق، إضافةً إلى عولة موارد الائتمان وابتكار المنتجات المالية. والنتيجة كانت حصة متزايدة للائتمان المقدم مباشرةً عبر أسواق رأس المال إلى المستهلكين والشركات.⁹

سيطرت ظاهرة التوريق، في الولايات المتحدة الأمريكية، في بداية الأمر على أسواق القروض الرهنية العقارية السكنية، أين تم توريق نسبة لا يستهان بها من القروض العقارية السكنية بحلول أواخر السبعينات، وتعزز هذا الاتجاه في الثمانينات وأخذت هذه النسبة في التنامي بمرور السنوات. مع نهاية الربع الثاني لسنة 2000 تم توريق 46% من إجمالي القروض الرهنية العقارية السكنية. ومنذ عام 1980 لوحظ نمواً كبيراً في عدد الداخلين الجدد إلى أسواق التوريق، متضمناً هذا النمو عدد أكثر من المشاركين المنتمون إلى القطاع الخاص، كما لوحظ تعدد أكبر للأصول التي يجري توريقها واتساع اتجاهات التوريق دولياً.¹⁰

في 1992، في الحين الذي اعترف فيه بنك التسويات الدولية (BIS) بالمزايا المتوقعة للتوريق، أعرب هذا الأخير كذلك عن المخاوف التي يمكن أن تكون مقابل تلك المزايا. إلا أن هذه المخاوف أو الانشغالات هي أبعد ما تكون وأعمق من تلك التي تم تحديدها من قبل بنك التسويات الدولية التي لم تعدوا كونها انشغالات تنظيمية. الانشغال الكبير كان يتمثل في أن جعل الائتمان متاح، من خلال السماح للمقترضين بوصول مباشر للائتمان لإزالة مقرضي الأموال، يمكن أن يقود إلى تقليص دور البنوك في عملية الوساطة المالية وإلى الاحتفاظ بأصول مالية وخصوم أقل لدى البنوك، حيث أن هذا الأمر يمكن أن يجعل من تنفيذ السياسة النقدية من قبل السلطات النقدية أكثر صعوبة وتعقيداً. وعليه، فإنه خلال فترات متشددة لسياسة نقدية ما تستطيع البنوك، على سبيل المثال، إنشاء قروض ومن ثم توريقها عوض الاحتفاظ بها ضمن محافظها، مما يجنب البنوك الحاجة إلى تمويل القروض المنشأة.

على المستوى النظري هناك العديد من النظريات التي من خلالها قدم الاقتصاديون شرحاً لتأثير التوريق على السياسة النقدية، حيث حدد كل من Gertler & Bernanke, 1995 قناتين يمكن من خلالهما للتوريق التأثير على السياسة النقدية هما: قناة الإقراض المصرفي وقناة الميزانية العمومية، حيث تقوم كلا النظريتين على أثر التغيرات الدورية على عارضي وطالبي الائتمان. تستند قناة الإقراض المصرفي على التغيرات الدورية في قدرة البنوك على الائتمان متوسط الأجل، في حين تقوم نظرية قناة الميزانية على التغيرات الدورية في الوضع المالي للمقترضين. الصلة الأكثر وضوحاً واتصالاً بالتوريق هي نظرية قناة الإقراض المصرفي.¹¹

توفر العديد من الدراسات التجريبية الدعم لأطروحة أن التوريق قد أضعف السياسة النقدية، حيث يبين Loutskina & Strahan, 2006 كيف أضعف التوريق الارتباط من شروط التمويل المصرفي إلى عرض الائتمان

ككل، وبالنتيجة أدى إلى تخفيف الأثر الفعلي للسياسة النقدية. وأظهر كل من Frame & White, 2004 وبنك التسويات الدولية (BIS) في تقريره لسنة 2003 بأن أنشطة التغطية الوقائية (التحوط) للقروض الرهنية العقارية بالنسبة للكيانين اللذين ترعاهما الحكومة Freddie Mac و Fannie Mae أدت في بعض الأحيان إلى تحريك معدلات الخزانة¹². وفي نفس الاتجاه، هناك دراستان تجريبيتان لاقتصاديين من البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تدعم الرأي الذي يستند على أن التوريق القروض الرهنية العقارية كان له أثر بارز على السياسة النقدية¹³.

إذا كانت المراقبة التنظيمية لهيئة الرقابة معتمدة على الأصول التي تم الاحتفاظ بها ضمن الميزانية العمومية للمؤسسات المنظمة، فإن هكذا مراقبة أصبحت غير فعالة للغاية حيث أن البنوك والوسطاء الماليون اليوم في جميع أنحاء العالم يشتغلون على نموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر «originate and distribute model»، ينشؤون بذلك الأصول التي لا تعتمد بالضرورة على الميزانية العمومية للمنشئ، حيث يتم توزيع الأصول بطرق مختلفة، أين يعتبر التوريق واحد منها. عدة مراقبات للنظرية النقدية التقليدية تعتمد على الأصول المحتفظ بها ضمن الميزانية العمومية - على سبيل المثال، نسب السيولة المفروضة على البنوك. لذا، ينبغي على النماذج الحالية للوسطاء الماليين والمشرّفون الماليون أخذ هذا الجانب بعين الاعتبار لفرض تنظيمات لا تميز الأصول استناداً إلى أين تتركز في النهاية.

1. الأثر السلبي على البنوك

أعرب بنك التسويات الدولية في تقريره لسنة 1992 عن قلقه إزاء إعفاء المؤسسات المالية غير البنكية من متطلبات رأس المال، مما سيكسبها ميزة تنافسية في الاستثمار في الأصول المورقة، الأمر الذي قد يؤدي إلى بعض الضغط على ربحية البنوك.

إضافةً إلى ذلك، وبسبب أن توريق الأصول يسمح للبنوك بالإقراض دون التقيد بقاعدة رأس المال للنظام البنكي، فإن هناك احتمال حدوث انخفاض في إجمالي رأس المال المستخدم في النظام البنكي. وهذا من شأنه زيادة الهشاشة المالية ليس للنظام المالي للبلد فحسب، ولكن الهشاشة المالية للنظام المالي العالمي لأن قاعدة رأس مال الأصغر حجماً لا يمكن لها استيعاب خسائر ائتمان معتبرة من جانب النظام البنكي. على الرغم من أن هذا الانشغال قد لا يكون متواجداً في جميع البلدان، إلا أنه أمر وارد خاصةً في البلدان التي تكون فيها البنوك عادةً هي الوسيط المالي المهيمن.

كانت هناك العديد من الدراسات التي بحثت أثر نقل المخاطر الذي يحصل كنتيجة للتوريق من قبل البنك، إلا أن النتائج كانت مختلطة، فبينما يجد بعض الباحثين بأن المخاطر تم تقليصها (على غرار Greenbaum &

(Thakor, 1987) يجد آخرون أنه بسبب أن الأصول تبقى داخل الميزانية العمومية للبنك فإنها قد تكون أقل جودة بعد عملية التوريق ويزيد حجم المخاطر (أنظر على سبيل المثال: Wolfe, 2000 و Murray, 2005). تم تقديم استدلال من قبل Cantor و Rouyer على أن البنك المستخدم للتوريق بنجاح ينقل مخاطر الائتمان إلى المستثمرين في الأوراق المالية المدعومة بأصول على أساس صاف عندما تفوق درجة المخاطرة لفئات السند المباعة درجة المخاطرة لجهة الإصدار قبل عملية التوريق. إذا لم يستوفى هذا الشرط فإن معاملة التوريق قد تزيد صافي التعرض¹⁴ للبنك إلى مخاطر ائتمان أصوله.

تم الرد على الانشغالات بشأن كفاية رأس المال المخاطر للبنوك إلى حد كبير من خلال المعايير الجديدة لرأس المال لـ بازل II، حيث يعتبر معيار رأس المال لبازل II حساس للمخاطر، فهو يحسب رأس المال على أساس درجة المخاطرة لمجمعات الأصول، سواء كانت هذه المجمعات داخل أو خارج الميزانية.

قدم مجموعة من الباحثين (Sarkisyan, Casu, Clare and Thomas, 2009) دراسة تحليلية حول آثار التوريق على أداء البنوك، أين تذهب التنبؤات النظرية إلى أن البنوك المستخدمة للتوريق ينبغي أن تتميز بمجموعة من الخصائص عن البنوك التي لا تورق الأصول، حيث تتمثل هذه الخصائص في: تكلفة تمويل منخفضة وأقل عرضة لمخاطر الائتمان وربحية أعلى. باستخدام معطيات البنوك التجارية للولايات المتحدة للفترة من 2001 إلى 2008، وجدوا أولاً في التحليل الموحد أن البنوك المستخدمة للتوريق تميل إلى أن تكون مؤسسات أكثر ربحية ولكن مع تعرض عال لمخاطر الائتمان وتكلفة تمويل أعلى مقارنة بالبنوك غير المستخدمة للتوريق. ولفصل تأثير التوريق، قاموا بتقدير ما يمكن حدوثه للبنوك المستخدمة للتوريق والتي لم تقم بالتوريق، وذلك من خلال تطبيق مقارنة مطابقة درجة الميل «Propensity Score Matching (PSM)» وتقدير الآثار السلبية للتوريق من خلال مقارنة أداء المورقون «Securitized» لأول مرة مع أداء البنوك التي كان لها في ضوء التجارب السابقة احتمال توريق مماثل لكنها ظلت غير مستخدمة للتوريق، فوجدوا بأن المورقون لأول مرة سيكون لديهم تكلفة تمويل ومخاطر ائتمان وربحية مماثلة إن لم يقوموا بالتوريق، وبالتالي خلصوا إلى أن التوريق باعتباره تقنية تمويل وإدارة مخاطر وتحسين ربحية لا يبدو أنه يفوق أداء الوسائل البديلة الممكن استخدامها بشكل ملائم ومطابق من قبل البنوك التي لا تستخدم التوريق. هذه الأدلة المتحصلة عليها تشير أسئلة مهمة حول الدوافع لزيادة أنشطة التوريق للبنوك على مدى العقد الماضي وآثارها المترتبة بالنسبة للنظام البنكي¹⁵.

كما ركزت بعض الدراسات على العلاقة ما بين توريق الأصول والتدابير المتخذة للحد من المخاطر، حيث قام كل من Battaglia & Gallo, 2013 بدراسة تجريبية على بنوك إيطالية خلال الأزمة، فتوصلوا إلى أن التوريق يزيد من سلوك المخاطرة لدى البنوك فيما يتعلق بكل من المخاطر المتطرفة (مخاطر طرف المنحنى)¹⁶ «Tail risk»

والمخاطر النظامية¹⁷ «Systemic risk»، ولهذا السبب فإن البنوك المورقة مرجحة للمساهمة أكثر في حالات الأزمات النظامية. من خلال تحليلهما للنظام البنكي الإيطالي تبين أنه في حالة الأزمات النظامية «Systemic Crisis» ستساهم البنوك المستخدمة للتوريق في هذا السوق أكثر في خسائر السوق. وفي ضوء هذه النتيجة الثانية، تم كذلك ملاحظة بأن البنوك تواجه مخاطر متطرفة ونظامية أعلى في كلا المرحلتين، ما قبل وبعد الأزمة المالية لسنة 2007، وبالتالي فإن التوريق قد يساهم كذلك في المخاطرة النظامية بنفس الطريقة التي كانت عليها قبل الأزمة.

2. تساهل معايير الائتتاب و رداءة تصميم الأوراق المالية

يكمن مصدر القلق الرئيسي مع المقرضون القادرون على إزالة الأصول التي أنشئوها من ميزانياتهم العمومية، ومنه تحويل مخاطر الائتتاب عن طريق التوريق، في أن هذه العملية أدت إلى تحفيز المقرضين على إنشاء قروض باعتمادات رديئة. ونظراً لقدرة المقرضين على تمرير القروض إلى سوق رأس المال عبر تعزيز الائتتاب، فإنه ينظر إلى المقرضين من قبل نفاذ التوريق على أنهم يتخلون عن مسؤولياتهم المتعلقة بتقييم الجدارة الائتمانية للمقرضين المحتملين.

تم إتباع هذه الممارسات من قبل البنوك التي قامت بتوريق حافظات الإقراض عالية المخاطر لديها. على سبيل المثال، في مقال في النسخة الإلكترونية لـ 7 أكتوبر في إصدار 2002 لمجلة "Business Week" تحت عنوان "انهيار الخدمات المصرفية" (The Breakdown in Banking) جاء ما يلي:

من خلال التنازل عن قروضها، كانت البنوك لا تزال قادرة على إقراض المزيد من المقرضين لأنه بمقدورها إعادة استخدام رؤوس أموالها أكثر فأكثر، لكن يعني ذلك أيضاً أنها اتخذت قرارات الإقراض بناءً على ما أراده السوق وليس استناداً إلى أحكام الائتتاب الخاصة بها. إن التفريغ بالجملة للمخاطر جعل النظام البنكي أقل من واقى وأكثر من مرسل جد نشط لنزوات السوق.

المنظمون المصرفيون يعون جيداً هذه المسألة، ففي 11 جويلية 1997 أرسلت دائرة الرقابة على البنوك وتنظيم مجلس محافظي النظام الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة رسالة تحذير إلى المسؤولين المكلفين بالإشراف لدى كل بنك احتياطي فيدرالي، مفادها:

أن الحاجة المتزايدة للاهتمام بإدارة هذه المخاطر هي مشددة من خلال التقارير الواردة من المدققين، واستطلاعات كبار مسؤولي الإقراض والنقاشات مع المجموعات التجارية والاستشارية التي تشير إلى أن الظروف التنافسية على مدى السنوات القليلة الماضية قد شجعت على تخفيف بنود وشروط الائتتاب في كل من الإقراض التجاري والاستهلاكي.

الهاجس أن القروض عالية المخاطر التي كان يجري تعبئتها وشحنها إلى أسواق رأس المال عبر التوريق زادت في 2004 و2005، كما صممت البنوك قروض رهنية عقارية بميزات معينة مثل قابلية التعديل الاختياري، والاستهلاك السالب (لأصل القرض)، ودفع الفائدة فقط، التي رفعت مخاطر الائتمان لحامل مثل هذه القروض. في سنة 2006، أين بلغ نشاط الإقراض عالي المخاطرة مستوى جديد، كانت هناك أحجام قياسية لتوريق القروض بضمانات عقارية. وبالدخول إلى 2007، مع انخفاض مؤشر أسعار المساكن وتدهور الائتمان الاستهلاكي عموماً، شهدت القروض الرهنية العقارية المنشئة والمورقة في 2006 معدلات عجز أعلى بكثير مما كان مقدراً في وقت إصدار الأوراق المالية.

وفي تقريره للاستقرار المالي لأفريل 2007، علق بنك إنجلترا كذلك على المخاطر، بأنه في نموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر الذي يعمل عليه معظم كبار الوسطاء الماليين قد يكون هناك معايير اكتتاب متساهلة وعموماً دافع متضائل للحفاظ على جودة الائتمان. لقد كانت هناك العديد من المزايع الرامية إلى أن نموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر قد أضعف نوعية الاعتمادات التي تم إنشاؤها.

لكن يمكن مجابهة هذه الحجة بسهولة، والحجة المضادة الأولى هي أن إنشاء القروض وتوزيع المخاطر هو الأساس نفسه للنظام الاقتصادي الأمريكي. فعلى سبيل المثال، إذا كان الإسكاف يخطط الحذاء ذو النوعية الرديئة بسبب جعله للتوزيع وليس للاحتفاظ به، فإن كل حذاء في السوق سيكون ذو نوعية رديئة. القضية الأساسية أنه إذا تم تجاهل المواد التجميلية للمحاسبة فإن كل مصرفي يقوم بإنشاء قرض سيفعل نفس الشيء بأموال أشخاص آخرين وليس بأمواله. فالبنك سواءً يعيد تمويل نفسه بالقروض أو السندات المغطاة أو الودائع أو الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري أو القروض المشتركة «Loan syndications»، فإنه دائماً يقوم بعملية وساطة بحتة. كما أن إنشاء القروض وتوزيع المخاطر هو ما يفترض على الوسيط المالي القيام به، وليس معالجة الميزانية العمومية لنمط التمويل هو الذي يصنع أو يفسد معايير الاكتتاب.

تجدد الإشارة كذلك إلى أنه إذا تم إنشاء القرض من قبل البنك فإن مكتب الإنشاء ومكتب التمويل المنظم ليس لديهما أي صلة عملية، فمنشئ القرض لا يعرف، حتى في وقت الإنشاء، ما إذا كان القرض سيبقى داخل الميزانية العمومية للبنك أو لا.

واحدة من بين الحجج الشائعة المقدمة هي أن التوريق هو المسؤول عن الإقراض عالي المخاطر بسبب أن المنشئون لديهم مخاطر خسارة أولى محدودة¹⁸ «First-loss risk». لا أحد يستطيع تجاهل حقيقة أنه بغض النظر عن مخاطر الخسارة الأولى، فإن المنشئون لديهم كذلك شيء ما أكثر قيمة بكثير معرض للخطر، ألا وهو

سمعتهم. الوثائق التقنية ربما تجعل عملية التوريق تبدو وكأنها توظيف لأداة غرض خاص (SPV) غامضة، لكن المستثمرون في السوق عادةً ما يلقون باللوم جراء المعاملة الرديئة على المنشئ.

ليس هناك ما يثبت أنه إذا لم تكن أسواق التوريق موجودة فلن يكون هناك مراحل في القطاع المصرفي أين ستتخذ البنوك مخاطر أكثر مما يتعين عليها. واحدة من القواعد الأساسية للاستمرارية هي التقلبات الدورية، فالرغبة في المخاطرة وما ينجر عنها من علاوات المخاطرة تثبت كذلك السلوك الدوري، فالنظر إلى فروق أسعار الفائدة من سنة 1970 إلى مارس 2008 يعطي دلالة واضحة لهذه التقلبات الدورية. الفترات المطولة للاتئمان الحميد غير الخطر يحجب رؤيتنا عن المخاطر، والكل ينظم إلى المجموعة، من المنشئون إلى المستثمرون وإلى المحللون ووكالات التصنيف، والأدهى من ذلك أن متوسط العمر للأشخاص الذين يسهرون على عالم المال (الدوائر المالية) هو باستمرار في تراجع.

هناك انشغال آخر عند الانتقال من إنشاء القروض إلى توريقها، ويكمن في كون الأوراق المالية المصدرة للجمهور ستكون مصممة بشكل رديء ومعقدة جداً بحيث لا يمكن فهمها من قبل المستثمرين. وبسبب تعقيد مثل هذه الأوراق فإن الانشغال المطروح إذن هو أنه سيكون هناك اعتماد مفرط على التقييمات المرصودة من قبل وكالات التصنيف. بدورها توظف وكالات التصنيف نماذج يمكن أن تكون الأفضل في وقت التحليل، لكن كما هو الحال مع جميع النماذج فقد تكون هذه النماذج معيبة. هذا على وجه الخصوص هو الحال عندما تستخدم مثل هذه النماذج بيانات فترات زمنية إضافية لا تعكس مجموعة كاملة من النتائج الممكنة في ظل مختلف السيناريوهات الاقتصادية وسيناريوهات معدلات الفائدة. على سبيل المثال، في حالة الأوراق المالية المدعومة بقروض سيارات هناك قواعد بيانات تاريخية واسعة حول أداء مثل هذه القروض في ظل سيناريوهات اقتصادية ومعدلات فائدة مختلفة، بينما لا يمكن أن يقال الشيء نفسه بالنسبة لقواعد البيانات التاريخية المستخدمة في رصد التقييمات لأجل الأوراق المالية المدعومة بقروض رهنية عقارية عالية المخاطر¹⁹.

3. ازدياد غموض المخاطر المصرفية

إضافةً إلى الانشغالات السابقة المتعلقة بالتوريق، هناك انشغال آخر مهم يكمن في حجب المخاطر التي يتعرض لها البنك عندما يتم توريق الأصول، مع أن هناك مخاطر مهمة محتجزة. لا يتم تحديد المخاطر المحتجزة بسهولة عن طريق فحص الميزانية العمومية للبنك، فبالأحرى تنعكس هذه المخاطر المحتجزة في القيمة الاقتصادية للفوائد المتبقية²⁰ «Residual Interests». أو المحتجزة في معاملات توريق البنك.

بعد الانتهاء من عملية التوريق، يحتفظ البنك بصورة الأرباح إلى المخاطر «the risk/reward profile» المرتبطة بالتدفق النقدي المتبقي (أي التدفق النقدي بعد القيام بمدفوعات إلى المستثمرين في الأوراق المالية المدعومة بأصول

والرسوم الجارية المرتبطة بعملية التوريق). تظهر الفائدة المتبقية على الميزانية العمومية للمورق «Securitizer» لكن ينبغي أن تكون مدرجة في السوق بحيث ليس هناك سوق أين يمكن الحصول على قيمة الفائدة المتبقية، بل يتم تقدير قيمتها سواءً قبل عملية التوريق أو بعد ذلك، باستخدام معيار تحليل التدفق النقدي المخصوم «The Standard Discounted Cash Flow Analysis» المعتمد على عدة افتراضات. وهذا يمكن أن يؤدي إلى فروقات جوهرية في قيمة الفائدة المتبقية اعتماداً على الافتراضات المستخدمة.

إن إفلاس ثلاث بنوك على الأقل في الولايات المتحدة الأمريكية (Superior Bank و First National Bank و Pacific Thrift and Loan of Keystone) كان بسبب التقييم غير الصحيح للفوائد المتبقية، أو بشكل مكافئ، التقدير غير السليم للمخاطر على الأصول المورقة²¹.

الخاتمة:

على الرغم من الآثار الإيجابية التي يحدثها التوريق على مستوى الأسواق المالية والاقتصاد، من تخفيض لتكاليف الإقراض و من مزايا اقتصادية متولدة عن اللاموساطة المالية ومن تحسين السيولة للحقوق المالية الأساسية مما يقلل من مخاطر السيولة في النظام المالي، إلى غير ذلك من الفوائد، إلا أن ذلك لا ينفي المشاكل التي تم توثيقها فيما يتعلق بتوريق فئة واحدة من الأصول، ألا وهي القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر، حيث ترك هذا الأمر عدة انشغالات وهواجس، تمثل أهمها في تقليص دور البنوك في عملية الوساطة المالية مما صعب على السلطات النقدية تنفيذ سياساتها النقدية، إضافة إلى الضغط الذي على ربحية المؤسسات البنكية بسبب الميزة التنافسية التي يكسبها التوريق للمؤسسات المالية، إضافة إلى احتمال حدوث انخفاض في إجمالي رأس المال المستخدم في النظام المصرفي الذي من شأنه زيادة الهشاشة المالية ليس فقط للنظام المالي للبلد فحسب بل للنظام المالي العالمي ككل.

الهوامش والإحالات:

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. (2008) Introduction to Securitization. New Jersey (USA): John Wiley & Sons. From Kendall and Fishman, 1996. p.3.

² Choudhry, Moorad. (2005) Fixed income securities and derivatives handbook: Analysis and Valuation. New Jersey (USA): Bloomberg Press. , p. 241.

³ Kendall, Leon T. (1998) Securitization: A New Era in American Finance, in Leon T. Kendall and Michael J. Fishman (Ed), A Primer on Securitization. England: The MIT Press. , pp. 1-2.

⁴ Deacon, John. (2004) Global Securitisation and CDOs. England: John Wiley & Sons. , p. 1.

⁵ Tavakoli, Janet M. (2008) Structured Finance and Collateralized Debt Obligations: New Developments in Cash and Synthetic Securitization. 2nd ed. New Jersey (USA): John Wiley & Sons. , p. 15.

⁶ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. op. Cit., p.4

⁷ العامل أو العنصر «the factor» هو مؤسسة مالية تشتري حسابات شركة مدينة (ذمم مالية) و تحصل الحسابات.

⁸ Fabozzi, Frank J. Kothari Vinod, op. Cit., pp. 5-8

⁹ Jones, David M., Rachlin, Ellen J. (2008) Monetary Policy: How the Fed Sets, Implements, and Measures Policy Choices, in Fabozzi, Frank J. (ed.) Handbook of Finance, Volume I : Financial Markets and Instruments. New Jersey: John Wiley & Sons. , p. 34

¹⁰ Estrella, Arturo, Securitization and the Efficacy of Monetary Policy. Economic Policy Review, Vol. 8, No. 1, May 2002. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=831926> , p. 3

¹¹ Fabozzi Frank J and Kothari Vinod, op. Cit., pp. 291-292.

¹² «Treasury rates» أي المعدلات المفروضة على سندات الخزنة.

¹³ (Estrella Arturo, op. Cit., pp. 1-13) AND (Fabozzi Frank J and Kothari Vinod, op. Cit., p. 292)

¹⁴ صا في التعرض «Net Exposure» هو مقياس مدى تعرض حافظة تداول البنك لتقلبات السوق.

¹⁵ Sarkisyan, Anna and Casu, Barbara and Clare, Andrew and Thomas, Steve, Securitization and Bank Performance (October 19, 2009).

¹⁶ Tail risk (المخاطر المتطرفة/الهامشية: أو ما يعرف كذلك بالمخاطر قليلة الاحتمال ذات التأثير القوي) هي مخاطر أصل أو حافظة أصول تتحرك أكثر من ثلاث انحرافات معيارية من سعرها الأصلي. على وجه الخصوص، أغلب مديري الأصول هم فقط مهتمون بمخاطرة الهبوط، أي التحرك أكثر من ثلاث انحرافات معيارية أدنى من سعرها الحالي.

¹⁷ Systemic risk (مخاطر النظام أو مخاطر تهدد النظام) هي المخاطر التي يمكن أن تهدد بقاء النظام. يقدم بنك التسويات الدولية التعريف التالي لمخاطر النظام: «هو حدث بسبب خسائر اقتصادية مهمة أو فقدان ثقة، مما يثير مخاوف حول جزء مهم للنظام المالي بما يكفي ليكون لها آثار سلبية على الاقتصاد الحقيقي».

¹⁸ في التمويل المنظم، الخسائر على المعاملة أو الحافظة يتم توزيعها على مختلف الأطراف في هيكل معين. الخسائر إلى غاية حد معين سيتم تحملها أولاً (عن طريق استهلاك رأس المال أو الفائدة السابقة أو غير ذلك) من قبل فئة معينة. هذا ما يسمى بمخاطرة الخسارة الأولى، أما المخاطر اللاحقة فيمكن توزيعها أبعد.

¹⁹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. (2008) Introduction to Securitization. New Jersey (USA): John Wiley & Sons.

²⁰ هي دفعة فائدة تعطى للمستثمرين في استثمارات الرهن العقاري، حيث أن طريقة عمل الفائدة المتبقية هي نفسها طريقة عمل الأسهم العادية. وفي ذلك،

يتلقى مساهموها الممتازون حصص أرباحهم و الأموال المتبقية يتم توزيعها ما بين المساهمون العاديون.

²¹ Fabozzi Frank J and Kothari Vinod, op. Cit., pp. 294-300 .