

التوريق ووقعه على الأزمات المالية

د.بن رجم محمد خميسي

المركز الجامعي سوق أهراس

الملخص:

من بين ما أفرزته الهندسة المالية تقنية التوريق أو ما يعرف بالتسديد الذي أحدث ثورة في أسواق المال العالمية في سبعينات القرن الماضي ، حيث قدم للبنوك والمؤسسات الاقتصادية والمالية حلا لمشكلة توفير السيولة بأقل تكلفة بالإضافة إلى التخلص من ديونها المتراكمة التي لطالما أثقلت كاهلها ، ولكن بعد حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 وجهت أصابع الاتهام نحو تقنية التوريق التي أصبحت نقمة بعد أن كانت نعمة ، وهذا بعد أن أفرطت البنوك والمؤسسات المالية في استعمالها .

Abstract:

Financial engineering technique had produced what is known by securitization or bounding which is revolutionized the international financial markets in the seventies of the last century, this technique presented for banks, financial and economic institutions solution to the liquidity problem at the lowest cost; in addition to eliminating the cumulated debt, become a heavy burdens, but after a mortgage crisis in the United States in 2008 the technique of securitization has accused and become a curse after that was a blessing, because banks and financial institutions exceeded in its use.

مقدمة:

شهدت الأسواق المالية العالمية عدة أزمات في أواخر القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسبابها وأثارها المستقبلية باعتبارها خطر حقيقي لا يتعلق بالماضي والحاضر بل ينتشر تأثيرها في المستقبل، ومن أبرز هذه الأزمات أزمة الكساد الكبير 1929، أزمة المكسيك التي وقعت في الفترة ما بين 1994-1995 والأزمة المالية التي ضربت مناطق جنوب شرق آسيا خلال الفترة الممتدة بين 1997-1998، وفي مطلع القرن الحادي والعشرين شهد العالم أزمة مالية عنيفة عرفت بأزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007 أين منيت البنوك والمؤسسات الأمريكية بخسارة فادحة هذه الأزمة تحولت في بداية 2008 وبسرعة مذهلة إلى أزمة مالية عالمية.

وبعد حدوث كل أزمة تتصاعد التحاليل والدراسات التي تعنى بأسباب حدوث الأزمات وذلك من أجل اتخاذ التدابير اللازمة للنهوض بالاقتصاد بالإضافة إلى ظهور ابتكارات جديدة تهدف إلى خلق طرق ووسائل لتجنب حدوث الأزمات ولعل أبرز الابتكارات كانت في إطار ما يعرف بالهندسة المالية والتي تهتم بخلق منتجات وأدوات جديدة تشكل اليوم حلقة الوصل بين جميع الفاعلين في الساحة المالية وهذا التنوع أدى إلى تحسين فرص المخاطر إلى جانب تلبية حاجات تمويلية جديدة.

ومن بين ما أفرزته الهندسة المالية تقنية التوريق أو ما يعرف بالتسديد الذي أحدث ثورة في أسواق المال العالمية في سبعينات القرن الماضي، حيث قدم للبنوك والمؤسسات الاقتصادية والمالية حلاً لمشكلة توفير السيولة بأقل تكلفة بالإضافة إلى التخلص من ديونها المتركمة التي لطالما أثقلت كاهلها، ولكن بعد حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 وجهت أصابع الاتهام نحو تقنية التوريق التي أصبحت نقمة بعد أن كانت نعمة، وهذا بعد أن أفرطت البنوك والمؤسسات المالية في استعمالها. ومما سبق ارتأينا طرح الإشكالية التالية :

كيف يتحول التوريق من أداة للتمويل ووسيلة لتسيير مخاطر القروض إلى سبب وقوع الأزمات المالية ؟

للإجابة على هذه الإشكالية، سوف نتناول في هذه المقالة العناصر الأساسية التالية:

- ماهية التوريق،
- التوريق كأداة لتجنب الأزمات،
- التوريق كسبب في حدوث الأزمات،

أولاً: ماهية التوريق

تعتبر تقنية التوريق أحد النواتج الأساسية لمجموعة من التطورات المالية العالمية والتي يأتي في مقدمتها التحرير المالي وتنامي ظاهرة الابتكار المالي إلى جانب التحول الموازي في نمط التمويل على المستوى الدولي من صيغة القرض البنكي إلى الأوراق المالية، الأمر الذي يدفعنا إلى تسليط الضوء على تقنية التوريق بكل أبعادها التعريفية والتقنية.

1- التوريق كمنتوج أو إجراء مالي

أصبح اللجوء إلى التوريق ضرورة تتطلبها المتطورات على الساحة المصرفية المحلية

والدولية ولذلك فإنه يمكن من التقدم الدولي والمتوقع في الصنف الأول من حيث التقنيات المالية رفيعة المستوى الأمر الذي يتطلب تحديدا دقيقا لمفهوم هذه التقنية ولكن قبل الغوص في المدلول الاقتصادي لتقنية التوريق يجب التطرق أولا إلى المفهوم اللغوي والقانوني لها. من الناحية اللغوية: كلمة التوريق هي ترجمة لمصطلح اقتصادي حديث هو **Sécouritization** الذي يعني: "جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في الفترة مابين ثبوته في الذمة وحلول أجله" - صكوك قابلة للتداول في سوق ثانوية - ¹.

أما البعد القانوني فيتمحور في بيان الطبيعة القانونية للتحويل ويمكن تحويل الموجودات باستبدال الدين وهي الطريقة الوحيدة التي يتم بموجبها التحويل الحقيقي لكل من الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة كما أنها الآلية ذاتها التي تستعمل في بيع الذمم المدنية الناتجة عن البطاقات الائتمانية المخصصة للبيع من المحلات وشركات الطيران والفنادق وسداد المبيعات لمخازن التجزئة وتكمن الصعوبة الرئيسية في هذا الأسلوب في أنه يتطلب الموافقة المسبقة لكل الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويلية كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية من أجل تمكين المشتري لاحقا من الاستفادة من خاصية التحويل هذه. ²

أما من الناحية الاقتصادية فنلاحظ أنه لم يتفق بعد على وضع مفهوم دقيق وشامل لتقنية التوريق إلا أنها تصب جميع في نفس المعنى مع اختلافات بسيطة لذا نرى من الضروري استعراض أهم التجارب التي وردت.

يمكن النظر إلى تقنية التوريق في أبسط صورها على أنها عملية الحصول على الأموال بالاستناد على الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة وبذلك يضمن نظام التوريق تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى آخرين أو تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول ويجب أن تتمتع الديون المراد توريقها بدرجة من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين وهنا يتطلب توافر ميزات مهمة للديون المؤهلة للتوريق كالسجل التاريخي الجيد الذي يشهد بالانتظام في السداد مما يتطلب تحليل محفظة الديون للدائن الأصلي وتحديد المدينين الذين يقومون بالوفاء بالتزاماتهم لدى الدائن الأصلي بانتظام مما يبين أنه ليس من المتوقع أن يعانون من تعثر في السداد خلال فترة التوريق مع تخفيض دخل مستمر ومنتظم للديون حلول فترة البرنامج. ³

وبذلك فإن عملية التوريق هي تحويل الأصول إلى سيولة كبيرة وإعادة تصكيكها لتكون في شكل أدوات مالية، كما يمكن القول أن التوريق هو أداة مالية يتم من خلالها الافتراض الطويل الأجل من الأسواق المالية المحلية منها والعالمية التوريق اصطلاحاً هو عبارة عن تجميع موجودات متشابهة ذات طبيعة غير سائلة ونقل حيازتها إلى منشآت ذات غرض خاص تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية لها حق في هذه الموجودات بعد الحصول على ائتمان، أما اختصاراً فهي عملية تحويل تدفقات نقدية مستقبلية إلى تدفقات نقدية حالية ويرى أحد الباحثين أن التوريق هو أحد الأدوات المالية الحديثة الهامة وهي وسيلة لتوفير سيولة آلية للأصول غير السائلة تتمثل الغالبية منها في قروض متوسطة وطويلة الأجل .⁴

ومع الاتجاه إلى زيادة مدة التمويل وضخامة المشروعات الاستثمارية المطلوب تمويلها تزايدت أهمية عمليات التوريق كعلاج ناجح في زيادة قدرات شركات التمويل على سبيل القروض الممنوحة لعملائها المستثمرين خاصة وهي أنها ذات آجال طويلة من 20-40 سنة وذلك لاستخدامها في منح قروض جديدة لعملاء آخرين .⁵

مما سبق يمكن القول أن التوريق هو أداة من أدوات الهندسة المالية لمعالجة المديونيات المعترية وتشجيع الإقراض العقاري أو بمعنى آخر تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة قابلة للتداول.⁶

2 - تاريخ عملية التوريق:⁷

تم سن القانون الوطني للإسكان في 1934 بالولايات المتحدة الأمريكية مما ترتب عليه تأسيس الإدارة الفيدرالية للإسكان وقد سمح هذا القانون بالتأمين على الديون الرهن العقاري الصادرة عن المعارضين غير حكوميين ، كما سمح بتأسيس هيئات الرهن العقاري الوطنية وعليه فقد تم تأسيس الهيئة الوطنية للرهن العقاري بواشنطن 1938 الذي تغير اسمها لاحقاً إلى الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري FNMA وذلك عام 1954 .

وطبقاً للتعديلات التي تمت بالقانون في عام 1968 تم فصل الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري إلى هيئتين منفصلتين هما :

- الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري Ginnie Mae وذلك عام 1968 .

- الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري Fannie Mae .

وقد ظلت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري GNMA (جيني ماي) هيئة حكومية بينما تحولت الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري FNMA إلى هيئة خاصة بعدما بيعت

هيئة المال العام بها .

وقد بدأ يزداد نشاط التوريق في السبعينات من خلال شركة (جيني ماي) لقروض الرهن العقاري وجدير بالذكر أن مهمة شركة (جيني ماي) تقتصر على دعم التوسع في توفير الإسكان من خلال توفير أدوات مالية تضمنها الحكومة في السوق الثانوي مما يربط سوق المال بسوق الإسكان الفدرالية ، فشركة جيني ماي GNMA لا تقوم بإقراض المال من أجل استخدامه للرهن العقاري وإنما تقوم بدور الضامن ولا تقوم الشركة ببيع أو استثمار أو إصدار أوراق مالية مضمونة بالرهن أو شراء الديون الناتجة عن الرهن العقاري .

وتقتصر مسؤولية شركة جيني ماي على إدارة برنامج للأوراق المالية المضمونة بالرهن عن طريق القيام بدور الضامن للأوراق المالية المضمونة بمجموعة من الأصول العقارية المرهونة وتسمى هذه الأوراق المالية بالأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية التي تقوم بإصدارها بعض المؤسسات المالية الحاصلة على الموافقة من شركة جيني ماي بممارسة هذا النشاط وهذه الأصول العقارية المرهونة مؤمن عليها من قبل إدارة الإسكان الفدرالية أو هيئة الخدمات الإسكانية الريفية أو تكون مضمونة من قبل إدارة شؤون المحاربين القدامى . وبما أن الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية مضمونة من قبل شركة جيني ماي فتعتبر حاملة تصديق الحكومة الأمريكية ولذلك تمنح المستثمر إحساس بالثقة بأن الأقساط المستحقة الدفع على الرهن العقاري ستسوى في موعدها ، وتعتبر هذه الأقساط مضمونة الدفع حتى ولو لم يقيم المدين أو المصدر بدفعها وعن طريق الإستثمار في الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية يقوم المستثمرون في أمريكا بطريقة غير مباشرة بل لازم التوفير قرض إسكان للمواطن في أمريكا .

وفي الثمانيات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصل عقاري لسبب العمليات المنفذة من قبل شركة فريدي ماك وشركة FNMA تقوم شركتي فريدي ماك وفاني ماي شراء قروض الرهن العقاري والمقرضين الأوليين ثم تقوم بحفظ هذه القروض في محافظها الخاصة وبيعه للمستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية .

يلعب السوق الثانوي للرهن العقاري دورا مهما في توفير الأموال اللازمة للإقراض للأشخاص الذين ينوون شراء منازل خاصة بهم وبمرور الوقت ومع تطور أسواق المال ظهرت الحاجة لأدوات مالية أكثر حداثة تقدا لإرضاء طلبات المستثمرين مما أدى إلى

ظهور أدوات مالية جديدة للرهن العقاري مثل التزامات الرهن العقاري المضمونة لأوراق مالية المضمونة بأصول ، هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائنا بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالبا مقترضين وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة **SPV** تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراق مالية تكون غالبا سندات بعلاوة إصدار وقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق (**LBO**) **Leveraged Buyout** وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحيانا إسم "المصدر" وغالبا ما تلجأ الـ **SPV** للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي .

المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد دون أن يعني كثيرا بانتман البنك لسندات المديونية.

الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته ويطلق عليه اصطلاح البادئ لمديونياته لدى المدينين الأصليين (**المقترضين غالبا**) زيادة قدراته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره **SPV** من أوراق مالية أكثر مما لو كان البنك الذي أصدر هذه الأوراق المالية وتحمل إصدارها وما يرتبط بذلك الإصدار من عمليات الترويج والدعاية والاكنتاب ... الخ .

يجب أن يحرض أطراف صفقة الترويج على التوفيق ما بين قيم الفوائد المقررة على البنوك الأصلية وقيم الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين.

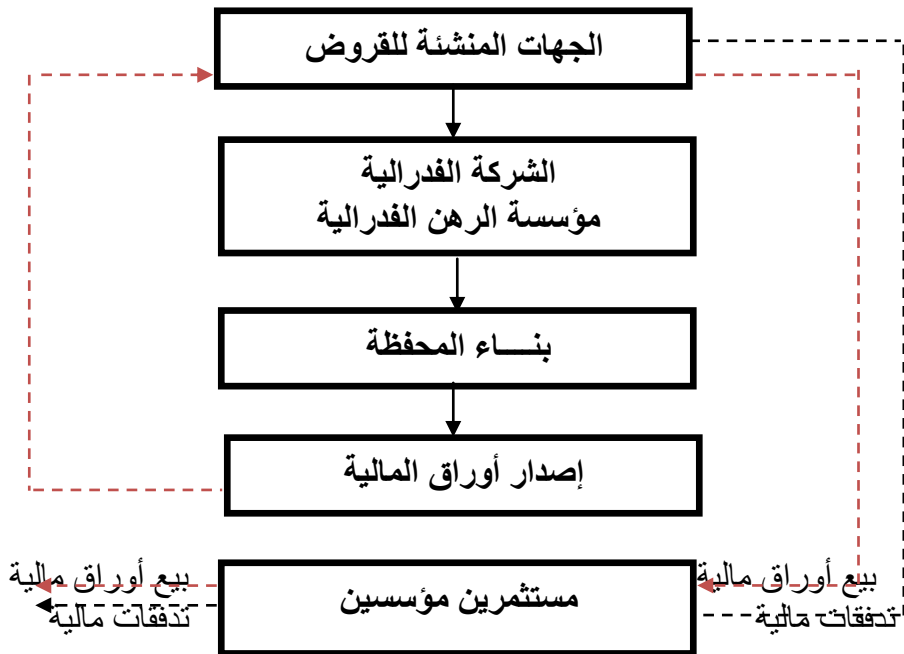
3- الأطراف المتداخلة في التوريق

تتطلب تقنية التوريق توافر عدة أطراف حتى يتم إنجازها وتتلخص هذه الأطراف في النقاط التالية :⁸

- **الممول (المنشئ) :** ويطلق عليه مصطلح البادئ أو المقرض الأصلي وهو الذي يكون له قروض أو الديون أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين أو مالكا للأصول محل التوريق ودوره في عملية التوريق تملكه للأصل ثم يبيعه أو نقله لشركة التوريق وأحيانا يقوم بخدمة الأوراق المالية بتحصيل المستحقات نيابة عن شركة التوريق

- **شركة التوريق** : تعرف أيضا بالشركة ذات الغرض الخاص وهي شركة تنشأ لتحويل إليها الحقوق المالية المضمونة بأصول وتقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية وأصول الضامنة لها وهي بهذا تعتبر الشركة القائمة بعملية توريق الديون كما يطلق عليها أيضا المصدر ودوره تمثل في الالتزام سداد قيمة الأصل المنشئ بمبلغ أقل من القيمة الأصلية له وإصدار الأوراق بالقيمة الكاملة للأصل وكسب الفرق ثم خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية .
- **شركة خدمة الدين**: تتطلب عملية التوريق أن تتولى جهة معينة عملية خدمة الدين حيث تقوم باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الأوراق التجارية في تواريخ استحقاقها وتسليمها إلى شركة التوريق لتقوم سداد حقوق المستثمرين في مواعيدها وفي كثير من الحالات يكون الممول هو نفسه الجهة المسئولة عن خدمة الدين .
- **شركة التصنيف الائتماني**: تستطيع شركة التصنيف الائتماني حماسة المستثمرين من مشاكل عدم المعرفة بالمخاطر الائتمانية المرتبطة باستثمار في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة التوريق وذلك عن طريق جمع المعلومات وإعداد الدراسات والتحليلات اللازمة وتحديد التصنيف الائتماني المناسب لهذا الإصدار ويؤدي التصنيف الائتماني الجيد إلى توسيع قاعدة المستثمرين من خلال زيادة حجم الطلب على الأوراق المالية المصدرة ويساعد في تحديد الوافرات المالية للمصدر الذي يستطيع الحصول على الأموال بتكلفة أقل .
- **شركات الترويج وتغطية الاكتتاب**: تقوم هذه الشركات بعمليات الطرح العام أو الخاص من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسات المستقلة للممول بهدف توفير الإفصاح الكامل والشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار .
- وتأسيسا على ما سبق نجد أن تقنية التوريق تعتبر منتج وإجراء ماليا في آن واحد فهي بذلك حالة نوعية من الإبداع المالي ، فهي تقنية تسمح بخلق أدوات مالية تكمن من تحويل الديون إلى أدوات مالية قابلة للتفاوض ومطروحة للمستثمرين وتستخدم خاصة من قبل البنوك والمؤسسات المالية من أجل تسويق جزء من أصولها .⁹
- إذن يمكن القول أن التوريق أداة مالية كونه يعطي ميلادا لسلسلة من الأدوات المالية الجديدة ، وقد انطلق التطور المعقد لهذه التقنية بطريقة غير محدودة حيث بدأ بسوق القروض العقارية ليمس فيما بعد أصول أخرى مثل : قروض المؤسسات ، السيارات ، وقد شهدت تقنية التوريق تطورا حقيقيا في الولايات المتحدة الأمريكية بعد عشرين سنة من الممارسة حيث يبرز القرض المنظم أو الورق كمنتوج جديد .

الشكل رقم 01 : برنامج المبادلة بين الأطراف المتدخلة في عملية التوريق



المصدر : منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات " ، الجزء الأول ، التوريق ، ص 438 .

4 - أهداف التوريق

يتلخص السبب الرئيسي للجوء المؤسسات إلى تبني تقنية التوريق في سماح هذه الأخيرة بتعظيم أهم الأهداف الإستراتيجية والمتمثل في تدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصولها غير السائلة إلا أن ذلك لا ينفى وجود مجموعة أساسية من الأهداف وأخرى رقابية .¹⁰

أ/ أهداف اقتصادية

- خفض مخاطر التمويل ويتم ذلك عن طريق القيام التوريق بعزل هذه المخاطر من خلال قيام الممولون بشراء مجموعة من الديون في قطاع معين للبيع بالتجزئة .
- خفض تكلفة الاقتراض بالتوريق يوفر تمويل أقل تكلفة وبالتالي عائد ومردود أعلى قياسا بطرق التمويل التقليدية .
- مقابلة حاجة المؤسسات المالية والشركات لتحسين ميزانياتها العمومية وربحياتها ، ويتم ذلك من

خلال عمليات بيع الديون والتوسع في العمليات خارج الميزانية والتي لا تؤثر على بنود داخل الميزانية وتحقق ربحية أعلى من الأنشطة العادية وكذلك لا تحتاج من الناحية العملية إلى زيادة في مصادر التمويل .

- التوريق يتيح للبنوك والمؤسسات المالية المختلفة إمكانية منح القروض ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها خلال فترة قصيرة وبالتالي تخليصها من الحاجة إلى تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها .

- مقابلة توجه العديد من الدول إلى برامج خصخصة في كل القطاع العام وذلك من أجل توفير مصادر جديدة لتمويل هذه المشروعات، فقد سمحت تلك الدول لمؤسساتها التي تعاني من عجز مالي مزمن بتحويل تلك القروض إلى دين .

- تأمين استمرار حصول البنك على التدفقات النقدية المطلوبة ، وكذلك تأمين نسبة معينة من موجوداته على شكل ديون وذلك يتم من خلال تسديد الديون والزم المدنية كأسلوب استراتيجي دون أن يستخدم البنك الأسلوب التقليدي في الوساطة المالية والقيام بدلا عنها بأعمال السمسرة والإسناد مباشرة إلى مجهزي الأموال ومقترضيهها .

- مسابرة التبدل الجذري الحاصل منذ الثمانينات في أسلوب التمويل في أسواق المال العالمية ، فقد تم التحول من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية لاسيما السندات ، وهكذا أصبحت القروض المصرفية مجرد "تمويلات جسرية" **Bridging Finance** مؤقتة إلى حين أن تسمح ظروف السوق للمقترض من تأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات الدولية .

ب/ أهداف رقابية

- تعزيز إمكانات البنوك على الوفاء بمتطلبات معايير كفاية رأس المال وفقا لاتفاقية بازل 1998 والمعدلة في مارس 2000 ، وذلك من خلال التخلص من الأصول غير السائلة وذات الأوزان العالية المخاطر واستبدالها بأصول أخرى سائلة وذات أوزان منخفضة المخاطر بمعنى أن التوريق يساعد على إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية للبنوك .

- إتاحة المجال أمام المؤسسات المالية متوسطة الحجم باستخدام التوريق بديلا عن الحساب الجاري للمدين أو الحساب المكشوف أو خط ائتماني وبالتالي تخفيض الضغوط التي قد تنشأ عن تصنيف الائتمان في إطار السياسة النقدية للمصارف المركزية .¹¹

5 - أساليب التوريق

تقوم صفقات التوريق بالضرورة على أطر أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية للتوريق التي تبنتها الممارسة لكفالة حقوق كافة أطراف عملية التوريق .
ويتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية¹²

أ - استبدال الدين Novation

وهو الأسلوب الحقيقي لعملية التوريق ذلك لأنه يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة كما أنها الآلية ذاتها التي تستعمل في بيع الذمم المدنية الناشئة عن البطاقات الائتمانية لمخازن التجزئة ، غير أن هذا الأسلوب يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية من أجل تمكين المشتري لاحقاً من الاستفادة من خاصية التحويل هذه .

ب - التنازل Assigment

وهي الطريقة التي تستخدم في توريق الذمم المدنية الناشئة عن بيع السيارات وما شابهها ويتم بموجبها التنازل عن الموجودات للدائنين بينما يواصل المؤجر في إطار عقد الإيجار والشراء في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي بدوره إما يقوم بتحويلها إلى مشتري الذمم المدنية أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق ومقابل ذلك يقوم باسترداد المبالغ من المؤجرين ، ويكون التنازل عن طريق نوعين إما ضمن إشعار Nitice يوجه إلى المقترضين - المدين - أو عدم وجود إشعار ضمن عملية التنازل إلى الغير .

ج - المشاركة الجزئية Sub-participation

ويتم لبيع الذمم المدنية من قبل الدائن الأصلي إلى البنك أو إلى بنك قاعد متخصص في شراء تلك الذمم وتمويلها Factoring وهنا لا يتحمل بائع الدين أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد ويتم إعادة إشعار المقترض - المدين - بأن حسابه قد تم بيعه إلى المصرف وعليه التسديد له مباشرة .

ونظراً لانعدام حق الرجوع Recourse فإن على مشتري الدين التأكد من الجدارة الائتمانية للمدين، وغالباً ما يعطي هذا الحق قبل إتمام عملية البيع على الحساب ذاتها ويلزم تخصيص لمواجهة حالات عدم الدفع .

ثانيا: التوريق كأداة لتجنب الأزمات

1- أثر التوريق على المستوى الكلي

يعتبر استخدام الأدوات الحديثة لتسيير مخاطر القروض تحولا كبيرا للهيكل البنكي التقليدي، فهو ليس مجرد عملية إصدار أوراق مالية تتداول في السوق المالي فحسب ، بل هي عبارة عن إعادة تنظيم شاملة للنظام التقليدي للقروض على اعتبار أنه :

- نهاية للبنوك الشاملة لتخصص الخدمات البنكية : إن توريق القروض فتح مجالات أخرى للوساطة، 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 Brayah** فإن البنوك يمكن أن تعمل في هذه المهام باستحداث فروع جديدة لها متخصصة في مجموعة متجانسة من المهام .¹³

- يزيد من فاعلية السياسة النقدية : إن استعمال التوريق من شأنه أن يؤثر على السياسات النقدية من خلال تأثيره على:

- الأثر على الكتلة النقدية : 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 .

- الأثر على أسعار الفائدة : كما سبق ذكره فإن الأدوات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض من شأنها أن توفر وسائل جديدة للتمويل، وبالتالي تدخل في المنافسة مع وسائل التمويل الأخرى مما يؤثر على أسعار الفائدة بالانخفاض.

2- دور التوريق في تفعيل جانب التمويل

للتوريق دور كبير في تفعيل جانب التمويل، سواء للجهة المقرضة (البنوك، أسواق مالية ...)، أو الجهة المقرضة (شركات مدنية، مؤسسات صغيرة ومتوسطة...) ويمكن توضيح هذا الدور إجمالاً فيما يلي:

أ- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة للإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال المنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق ملكية .¹⁴

ب- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول .

ت- تنشيط سوق أوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتوزيع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات وخلق علاقات إرتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن وسوق أوراق المالية .

ث- رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أن التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات (تعتبر جزء من رأس المال) بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المثأنية من عمليات التوريق .

ج-أداة تمويلية جد تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME)، حيث أن تكلفة التوريق بالنسبة لها تتراوح ما بين 3.3% و 5% وهي أقل بكثير من تكلفة الاقتراض المصرفي .¹⁵

ح-توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر حدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في خارج أو بطاقات الائتمان وغيرها.

خ- تقليل مخاطر الائتمان للأصول من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة .

د- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة .

ذ-تخفيض وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال .

ر- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات مثل العقارات، السيارات، وبطاقات الائتمان، كما أن انخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفر مناخا مناسباً للقيام بنشاط التوريق .¹⁶

ز- التوريق أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

3- التوريق وأزمة المديونية

ظهرت في السنوات القليلة الماضية وسائل حديثة لتخفيض أعباء الديون الخارجية على الدول المدينة، حيث عرضت هذه الدول مثلاً شراء دينها بخصم أو تحويله إلى أصول أخرى مثل السندات أو الأسهم، وقد اتخذت هذه الوسائل أبعاد أكثر جاذبية منذ بداية التسعينات . وتتمثل عملية تحويل الدين باستبدال الدين بدين آخر أو بأداة مالية محددة وتضم هذه العملية تغيير الدين بالعملة الأجنبية إلى التزامات مالية محددة بالعملة محلية

وبسعر خصم، وبذلك يعتبر الدين مسدداً وتتحول الذمم المالية إلى شكل آخر.¹⁷ وتأخذ عملية تحويل الدين صوراً عديدة نوجزها فيما يلي:

1 - **مقايضة الدين بالأسهم**: وتقتضي قيام البلد المقرض الأصلي، بتحمل دين مقابل حوصلة على العملة المحلية للبلد المدين بقيمتها الاسمية الكاملة وسعر الصرف الرسمي شريطة أن تستخدم هذه العملية في شراء أسهم محلية وإعادة الإقراض وما إلى ذلك.

2 - **مقايضة الدين بالسندات**: من خلال هذا النموذج تتم مبادلة الديون الحالية مقابل سندات بمبلغ أصلي مخفض (**مبادلات خصم**) أو بأسعار فائدة أقل من سعر السوق وتكون مقدرة سلفاً.¹⁸

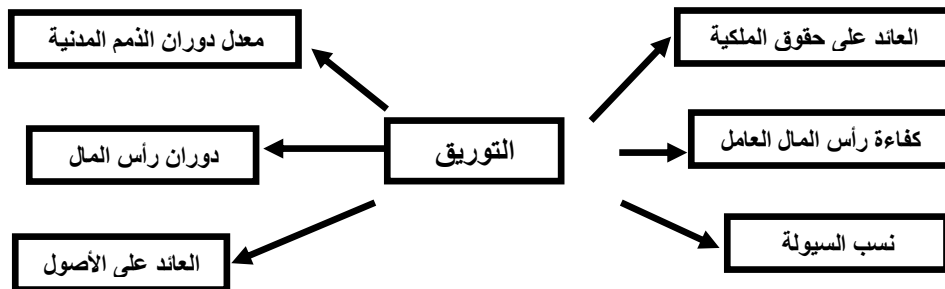
كما أن للتوريق دوراً هاماً في معالجة مشكلة ديون الشركات والمؤسسات الاقتصادية التي تعتبر القلب النابض لاقتصاد أي دولة، فتعتبر الأولى وإفلاسها يعتبر الاقتصاد ويتعرض إلى أزمات تؤدي في معظمها إلى وقوعه في أزمة المديونية إن لم يتدارك الأمر سريعاً وهذا فعلاً ما حدث في الفترة الأخيرة حيث تعرضت بعض الشركات العالمية موجات من الإفلاس أو التعثر ويعود السبب الرئيسي وراء ذلك إلى تراكم الديون المتعثرة فيها ففي أمريكا فقد أعتبر تراكم الديون هو السبب في إفلاس الشركات عام 2001، حيث بلغ عدد الشركات التي أعلنت إفلاسها 186 شركة تمتلك أرصدة بقيمة 259 مليار دولار.¹⁹

ويعتبر التوريق الملجأ الأساسي للتخلص من الديون المتركمة في هذه الشركات، حيث يقدم لها ستة ميزات أساسية وهي:

- زيادة نسبة السيولة .
- تسريع دوران رأس المال .
- رفع كفاءة رأس المال العامل .
- زيادة معدل دوران الذمم المدنية .
- زيادة العائد على حقوق الملكية .
- زيادة العائد على الأصول .

ويمكن تلخيص ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم 02 : أثر التوريق على النسب الرئيسية للشركات



المصدر: محمد أساريا ، التطور في سوق عمليات التوريق في الشرق الأوسط ، الملتقى الأول لعمليات التوريق ، مارس 2007 من الموقع : www.rasameel.com

ثالثا : التوريق كسبب في حدوث الأزمات

1- التوريق سبب وراء حالة عدم استقرار الأسواق المالية

إن تنامي وتعدد الحاجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية (خاصة تلك العاملة في حقل الابتكار والتكنولوجيا المتقدمة)، وقصور الطرق التمويلية على تلبيةها، دفع الأمر بعض المؤسسات المالية المتخصصة إلى ابتكار وسائل تمويلية معقدة سميت بتقنيات الهندسة المالية من بينها التمويلات المتخصصة، عمليات الاندماج والاستيلاء، رأس المال المخاطر²⁰، عمليات التوريق ... الخ .

وتكتسي تقنية التوريق أهمية خاصة من بين التقنيات السابقة إذ يعتبرها المتخصصون عاملا أساسيا في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في (الأسواق المالية ابتداء) من مطلع تسعينات القرن الماضي، والتوريق عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها المالية (القروض أساسا) غير القابلة للتداول من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية منشأة أساسا لهذا الغرض تسمى بمؤسسات أو صناديق التوريق (SPV, SPC) هدفها من ذلك الحصول على المزيد من السيولة والتقليل من المخاطر الحاجة للأموال الخاصة، فبواسطة هذه العملية يستطيع البنك، أو المؤسسة المالية بشكل عام من تسويق أصول مالية (القروض) كانت من قبل غير قابلة للتداول، وذلك بتحويلها إلى أوراق (سندات) مسندة بأصول مالية (قروض + ضمانات) يتم تداولها في الأسواق المالية الثانوية تعرف ب ABS .²¹

ونظرا للطبيعة الخاصة والمعقدة لهذا النوع من العمليات فإن التنظيمات في كافة الأسواق المالية تفرض تدخل مؤسسات مالية أخرى لضمان حسن سيرها أهمها وكالات التقييم أو تقييم الجدارة الائتمانية **Agences de Notation**، التي تضع خبرتها تحت تصرف البنوك خاصة ما تعلق بالتكفل بتقييم محفظة الأصول المورقة وجودة الأوراق المالية المسندة لها، يستفيد منها مختلف المتدخلون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وهذه المعلومات تكون عادة عبارة عن نقطة (AAA,AA,A,BBB,BB,B...) يستدل من خلالها وبسهولة على مستوى الخطر الذي تمثله هذه الأصول المالية ومعدل العائد المطلوب عليها، وبفضل الدور الحيوي الذي تلعبه، أصبحت هذه الوكالات حاليا معلما من معالم الأسواق المالية العالمية، وعددها لا يتجاوز ست وكالات تحتكر هذا النشاط على المستوى العالمي.²²

وقد ساهم التوريق في تعميق وتكريس الاتجاه العام الذي انتهجته المؤسسات المالية وبالأخص البنوك التجارية في نشاطها وهو الاتجاه نحو السوق، فعملية التوريق تعني بالنسبة لها إنشاء أصول مالية (قروض) ضمن نشاط التوريق تعني بالنسبة لها إنشاء أصول إلى السوق عن طريق تقنية التوريق لتصبح أوراق مالية متداولة تسمح للبنوك حرية كبيرة كون الضوابط القانونية التي تحكم السوق المالية أقل صرامة من تلك التي تحكم النشاط البنكي والنتيجة هي إعادة هيكلة النشاط المصرفي ضمن ثالث مجموعات من المهن أملتتها الأهمية المتزايدة لتقنية التوريق هي :

- منح القروض ضمن مهنة بنك التجزئة. **Distribution de crédit.**
- توريق القروض باللجوء إلى الهندسة المالية من خلال مهنة بنك الإستثمار **Mantage Financier.**
- التكفل بتوزيع الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق والاحتفاظ ببعضها من خلال مهنة إدارة الأصول **Le Placement .**

2 - التوريق والأزمة المالية العالمية 2008

ولدت الأزمة الأخيرة نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض والاقتراض فالحلم الأمريكي لكل مواطن هو أن يملك بيته ولذلك فهو يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار والأزمة بدأت فيما عرف بالرهون العقارية الأقل جودة، حيث أن المواطن يشتري بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار ثم ترتفع قيمة هذا العقار، فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد نتيجة إرتفاع في أسعار العقار وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية وبالتالي فإنها معرضة أكثر

للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات ولكن البنوك لم تكتفي بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي التوسع في الإقراض، أي عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يفترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة وهو ما يطلق عليه بالتوريق.

وبانخفاض أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تراجع أسعار السكنات حتى الجديدة منها **23.5%** أما القيم المادية كالأراضي فقد انخفضت أسعارها بنسبة **13%** مع العلم أن هذا القطاع يغطي النفقات الاستهلاكية بنسبة **70%**.

ومما زاد الأمر سوءا لجوء البنوك إلى استخدام محفظة الرهون العقارية كضمان للحصول على مصادر للتمويل جديدة من مؤسسات مالية أخرى عن طريق إصدار سندات وأوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية مما أدى إلى تفاقم الخطر وامتداد تأثيره إلى شبكة التعاملات المالية بين المؤسسات ولتعزيز مكانة الأدوات المالية الضامنة للقروض لجأت البنوك للتأمين في شركاتها الكبرى للحماية من إفلاس الشركات المصدرة للسندات وإفلاس أصحاب المنازل للتأمين في شركاتها الكبرى للحماية من إفلاس الشركات المصدرة للسندات وإفلاس أصحاب المنازل مما زاد في تكاليف القروض وأدى إلى توسيع في إصدار السندات.²³

رابعا: الأسباب الحقيقية الكامنة وراء وقوع الأزمة المالية

يبدو من الوهلة الأولى أن التوريق هو السبب الرئيسي في حدوث الأزمة المالية العالمية ولكن التساؤل يبقى مطروحا حول العوامل التي جعلت منه أداة سامة بعد أن كان منتجا ماليا موجها لحل مشكلات التمويل .

1 - نظرية الوكالة والأزمات المالية

مما سبق يمكن القول أن المشكل لا يكمن في التوريق كآلية وإنما في جشع البنوك والمدراء الذين يسيرون تلك البنوك حتى يسبقون مصالحهم الخاصة على مصلحة الملاك، ويعود ظهور نظرية الوكالة أولا للأمريكيين **Berls & Means** سنة **1932**، الذين لاحظوا أن هناك فصل بين ملكية رأس مال الشركة وعملية الرقابة والإشراف داخل الشركات المسيرة وهذا الفصل له آثاره على مستوى أداء الشركة، ثم بعد ذلك جاء دور الأمريكيين أصحاب جائزة

نوبل للاقتصاد **Jensen & Meckling** سنة 1976 حين قدما تعريفا لهذه النظرية الشهيرة (نحن نعرف نظرية الوكالة كعلاقة بموجبها يلجأ شخص الرئيس « **Principal** » صاحب الرأسمال لخدمات شخص آخر العامل « **Agent** » لكي يقوم بدله ببعض المهام هذه المهمة (العلاقة) تستوجب نيابته في السلطة) .²⁴

إن نظرية الوكالة أثارَت مسألة مهمة تتعلق بالفصل بين ملكية الرأسمال التي تعود للمساهمين ومهمة اتخاذ القرار والتسيير الموكلة للمسيرين الذين تربطهم بالشركة عقود تفرض عليهم العمل الصالح المساهمين من أجل زيادة ثروتهم وخلق القيمة مقابل أجور يتقاضونها، غير أنه حسب فرضيات هذه النظرية فإن اختلاف الطبيعة السلوكية والتكوينية وكذا الأهداف بين المسيرين والمساهمين تؤدي إلى خلق منفعة في البداية بين هذين الاثنين لتتعداه فيما بعد لباقي الأطراف الأخرى .

يلجأ المسير حسب هذه النظرية لوضع إستراتيجيات تحميه وتحفظ له حقوقه أو ما يعرف بتعذر المسيرين **Enracinement** عن طريق استغلال نفوذه، شبكة العلاقات بالموردين والعملاء ... وكذا حجم المعلومات التي يستقبلها المسير قبل غيره وبذلك فهو يفضل تحقيق مصالحه وأهدافه الشخصية أو لا قبل مصالح المؤسسة²⁵ ففي البنوك من أجل الحصول على أكبر نتيجة للحصول على أكبر مكافأة ممكنة يقدم المدراء إلى التماذي في منح القروض حتى إلى أشخاص لا يملكون ملاءة مالية جيدة، من ثمة تحويل هذه القروض ومخاطرها إلى الأسواق المالية عن طريق إصدار أوراق مالية رديئة **Sub prime**. هذا أدى إلى حدوث فارق كبير بين الاقتصاد العيني أو الحقيقي وبين الاقتصاد المالي ومنه ففي حالة تعثر عدد من أصحاب القروض الرديئة عن سداد أقساط الديون تبدأ الأزمة في الظهور.²⁶

2 - عدم تماثل المعلومات والأزمة المالية **Asymetrie de l'information**

إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة من المقترض أن يكون للبنك كل المعلومات عن العميل عند إتمام عقد

القرض لكن في الواقع هذا غير صحيح، فعند منح قرض عقاري مثلا فالبنك لا يعلم مسبقا إن كان الشخص طالب القرض لديه فعلا النية لتسديد الأقساط كما لا يعلم هل له علاقة سابقا مع البنوك أم لا، كما أن هناك العديد من المعلومات الهامة التي يجعلها البنك مثل هل له مشكلة في العمل يمكن أن يؤدي به للإقالة أو الاستقالة .²⁷ كما يترتب على هذا تزايد المخاطر المعنوية **Moral Hazards**، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني **Free Rider** حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي والمصرفي، وانتشار ما يسمى سلوك القطيع وانتشار العدوى أو نقشيها (سريان الإشاعات)، مما يؤدي إلى الوقوع في الاختيار الخاطئ فحسب **Mishkan** " الأزمة المالية عبارة عن أسواق المال والذي يكون فيه سوء الاختيار والمخاطر المعنوية سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية " .

وبالتالي يمكن القول أن السبب في وقوع الأزمات المالية العالمية بصفة عامة هو جشع النظام الرأسمالي ولمواجهة الانحراف الذي تعتبره نظرية الوكالة إخلالا بشروط العقد الذي يربط المسير بالشركة يلجأ المساهمون لتعديل سلوك المسير السلبي وللحفاظ على مصالحهم باتخاذ تدابير تقويمية ورقابية عن طريق إنشاء نظام حكومة الشركات الذي يملك آليات وأدوات رقابية وإشرافية داخلية تعتمد على (مجالس الإدارة، الرقابة التبادلية بين المسيرين، السوق المالي، البنوك ...). كما يجب تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم ومنع دفع تعويضات تشجيع على مجازفات لا فائدة منها، وتحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بمبلغ، بالإضافة إلى استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تحقق بعد .

الخاتمة:

يمكن القول أن الهندسة المالية ساهمت بإبداعاتها المالية في إيجاد حلول مبتكرة للعديد من المشاكل التي واجهت المؤسسات المالية بصفة عامة والبنوك بصفة خاصة ولعل أكبر هذه المشاكل مشكل قروض الرهن العقاري التي كانت سببا في إفلاس العديد من البنوك العالمية، حيث مكنت من ابتكار تقنيات تعد قفزة نوعية هامة ساعدت وبشكل كبير على التسيير الفعال لأخطار القروض ، من هذه التقنيات مشتقات القرض وتوريق القروض .

نتج عن هذه التقنيات أوراق مالية ساهمت في إنعاش المناخ المالي العالمي من خلال توفير فرص استثمار جديدة ومجزية من جهة أخرى سمح للبنوك تحويل جزء من المخاطر إلى السوق المالي، مما يساهم في تحسين الهيكل المالي للبنك.

هذه الميزات أدت إلى جشع مدراء البنوك فمزيد من الإقراض والاقتراض يعني مزيداً من الأرباح ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك وهكذا أدى إلى الاهتمام بالربح في المدى القصير إلى تعريض النظام المالي للمخاطر في المدى الطويل وأصبح بذلك التوريق احد أهم المسببات التي أدت إلى وقوع الأزمات .

الهوامش

- 1- عادل محمد رزق ، الإستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية ، دار طيبة ، مصر ، ص 124 .
- 2 - محمد عبد البطاني ، توريق الأصول ، رؤى من موقع : www.22sep.net
- 3 - فلاح خلف أكريبيعي ، التوريق وديون المصارف المتعكرة في العراق من الموقع www.ashargalawsat.com تاريخ الإطلاع : 2010/10/08 .
- 4 - فلاح خلف أكريبيعي ، التوريق وديون المصارف المتعكرة في العراق من الموقع www.ashargalawsat.com تاريخ الإطلاع : 2010/10/08 .
- 5 - لاحم الناصر ، التوريق ، ماي 2007 من الموقع www.aawsat.com
- 6 - المرجع نفسه
- 7 - لاحم الناصر ، التوريق ، ماي 2007 من الموقع www.aawsat.com .
- 8 - محمد صالح الحناوي ، الأساسيات الاستثمارية في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، الطبعة الثانية ، 1997 ، ص 200 .
- 9 - التوريق أداة مالية حديثة من الموقع : www.alwatan.com
- 10 - عادل محمد رزق ، مرجع سبق ذكره ، ص 128 .
- 11 - منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 426 .
- 12 - فلاح خلف الربيعي ، التوريق وديون المصارف المتعكرة في العراق ، من الموقع www.alwatan.com تاريخ الإطلاع 2010/10/08 .
- 13- Thierry Granier , Corynne Jaffeux ,La Titrisation Aspects Juridique Et Financier , Paris , Economica , 1997 , P 20 .
- 14 - د. سعيد عبد الخالق ، توريق الحقوق المالية ، دليل المحاسبين من الموقع : www.JPS-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=24268PN=48GET=Last=Luuk .
Resultat Complémentaire Consulté Le 18/09/2006
- 15- Les PNE, Nouvel enjeu de la titrisation de créances commercial , les échos , 25/04/2005 , P 34
- 16- منال فايز ، كفاءة التوريق أمل البورصة للانتعاش ، البورصة المصرية ، عدد 272 ، جويلية 2002 ، ص 10
- 17- بلقاسم العباس ، إدارة الديون الخارجية من الموقع : www.arab-api.org
- 18- مجدي محمود شهاب ، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 1988 ، ص 95.
- 19- الشركات الأمريكية المفلسة حققت رقماً قياسياً من الموقع : www.news.bbc.co.uk
- 20- Monder Chérif : « Ingénierie Financière Et Private Equity » , Preuve Banque Edition , Paris , 2003 , P 27-32 .

21- Thierry Garnier , Op , Cit , Page 13-35

22- <http://fr.wikipedia.org/wiki/notation-financi3%A8re>

23- حازم الببلاوي : الأزمة المالية العالمية الحالية ، 2009/01/24 ، من الموقع : www.iid-alraid.com

24 - خاسف جمال الدين ، فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية ، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية ، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي المنعقد خلال الفترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف، منشورات مخبر (ش أم ف أم) 2009 ، ص 137 .

25 - بن حبشي بشير ، دبلّة فاتح ، حكومة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق من الموقع : www.is/amfin.go-forum.net .

26 -خاسف جمال الدين ، فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية ، مرجع سابق ص 138 .

27- J-M. Rousseau , T.Blayac , N.oulmane , Introduction a la Theorie de l'assurance, Edition DUNOD , Paris 2001 , P 95 .