

عملية توريق الديون (securitization) كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية

راتول محمد، أستاذ التعليم العالي، جامعة الشلف

ratoulmed@gmail.com

معزوز لقمان، أستاذ الاقتصاد، جامعة الشلف

loqmanma02@hotmail.fr

ملخص:

من المعروف أن الاقتصاد الحديث يعيش على الائتمان وعلى ما يسمى بالنقود الائتمانية، الأمر الذي أدى إلى تحول الاقتصاد العالمي في ظل الرأسمالية المعولمة من اقتصاد حقيقي إلى اقتصاد افتراضي قائم على المضاربة والمخاطرة في المشتقات والتحوطات والخيارات والمستقبلات وغيرها، وهذه كلها أدوات ابتكار الرأسمالية الجديدة، والملاحظ اليوم أن الاقتصاد الافتراضي يمثل ما يزيد عن أربعين مرة ضعف الاقتصاد الحقيقي وهذه كارثة حقيقية وهي ما أطلق عليها الخبراء الاقتصاديون بالفقاعات المالية التي تهدد الاقتصاد العالمي بالانفجار في أية لحظة.

ويعتبر التوريق أحد أشكال الأدوات المالية المستحدثة والتي لها صدى منذ انتشارها في ثمانينيات القرن العشرين، ولعل عملية توريق الديون قد ظهرت جذورها الأولى مع تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام 1982 في معظم الدول النامية وتداعي دول العالم إلى تدارس الحلول الملائمة لمشكلة المديونية هذه، كما أن عملية توريق الديون وُجدت كذلك في مسابرة التغيير الحاصل منذ الثمانينيات في أسلوب التمويل الدولي حيث تم التحول وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية لا سيما السندات منها.

وقد كانت بداية عمليات التوريق في البورصات المالية الأمريكية وكان غرضها حل مشكلة القروض الإسكانية العقارية ثم تحولت أداة للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال، لتنتشر عملية التوريق في ما بعد إلى أوروبا وبخاصة في بريطانيا وفرنسا ثم إلى كندا وأستراليا والسويد وغيرها من الدول، وقد نتج عن هذه العملية زيادة في معدلات عدم الوفاء بالديون لرداءة العديد من تلك الديون مما أدى إلى انخفاض قيمة هذه السندات المدعومة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية بأكثر من 70%.

وتبلور ذلك كله في ولادة أزمة مالية بدأت منذ عام 2007 وانتشرت وانفجرت عام 2008، سميت بأزمة الرهن العقاري لأن التزايد والتوسع في منح القروض قد خلق طلباً متزايداً على العقارات، الأمر الذي ترتب عليه تشبع السوق بها فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد وكانت هذه البنوك قد باعت هذه القروض إلى شركات التي أصدرت سندات وطرحتها للاكتتاب

العام وبالتالي ترتب على الرهن العقاري كم هائل من الديون مما ساعد على زيادة المخاطر وحدوث المشكلة. وهنا تتجلى إشكالية الدراسة بوضوح وهي ما دور عملية توريق الديون في انتشار الأزمات المالية وكيف تم ذلك؟.

كما تهدف الورقة البحثية هذه إلى الكشف عن دور عملية توريق الديون كأحد الأدوات المالية المستحدثة في ظهور الأزمات المالية وانتشارها عالمياً، وذلك من خلال المحاور التالية:

المحور الأول: الأزمات المالية الدولية مفهومها، أسبابها وأنواعها

المحور الثاني: مفهوم التوريق عناصره أنواعه وأهدافه

المحور الثالث: عملية التوريق مراحلها، أساليبه ومتطلبات نجاحه

المحور الرابع: دور عملية توريق الدين في ظهور الأزمة المالية العالمية 2008

المحور الأول: الأزمات المالية الدولية مفهومها، أسبابها وأنواعها

أولاً: مفهوم الأزمات المالية الدولية

تعرف الأزمة المالية على أنها اضطراب مفاجئ يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما، وقد تأخذ الأزمة المالية صورة انهيار مفاجئ يحدث في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، وهذه الأصول إما أن تكون في صورة رأسمال مادي وإما في صورة أصول مالية¹.

يعرّف السيد عليوة الأزمة بصفة عامة من الناحية الاجتماعية على أنها "توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة، واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة"². ويعرفها محسن أحمد الخضيرى على أنها "لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها مشكلة بذلك صعوبة أمام القرار تجعله في حيرة بالغة، وبذلك فهي تتعلق ببعدين هما: التهديد الخطير للمصالح والأهداف الحالية والمستقبلية والوقت المحدد المتاح لاتخاذ القرار المناسب لحل الأزمة"³.

من الناحية الاقتصادية يقصد بالأزمة بأنها ظاهرة تعرف بنتائجها، ومن مظاهرها انهيار البورصة وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، وبطالة دائمة⁴. كما تعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها "انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي"⁵.

من مجمل المفاهيم المقدمة نستخلص التعريف التالي للأزمة المالية:

هي تلك الاضطرابات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية (أسعار السندات والأسهم، الودائع وأسعار الصرف) والتي تؤثر على هشاشة وسوء أداء النظام المالي كونها تمثل اختلالاً عميقاً وإضطراباً حاداً ومفاجئاً في بعض التوازنات المالية، يتبعها انهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها.

ثانياً: أسباب حدوث الأزمات المالية

لا يمكن حصر الأسباب التي أدت للأزمات المالية في سبب أو سببين، وإنما تتضافر جملة من الأسباب تؤدي بمجموعها إلى إحداث أزمة مالية ومنها⁶:

- أن النظام الرأسمالي بطبيعته غير مستقر ومن ثم يجب التعامل معه على هذا الأساس، ومن الذين اشتهروا بهذا التفسير فيما يخص الأزمات المالية الاقتصادي الأمريكي هيمان منسكي الذي كرس جل أعماله لفهم الأزمات المالية؛

- ما دام أن تسيير النشاط الاقتصادي والمالي مرتبط بالإنسان فلا مفر من وقوع هذه الأزمات، ومن الذين استخدموا هذا الطرح للتنبؤ بزمان وقوع الأزمة القادمة عقب أزمة الرهن العقاري 2008 محافظ بنك إنجلترا مرفين كينغ، حيث توقع أن تحدث في غضون السنوات الخمس (2013) أو العشر (2018) القادمة؛

- في دراسة دولية معمقة شملت 102 أزمة مالية لعشرين بلد خلال العشرين عام الماضية (استخدم مؤشر مزدوج يتكون من درجة انخفاض قيمة العملة ونسبة الخسارة في الاحتياطات)، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للأزمات المالية هي التي شهدت تحريراً في أسواقها المالية، وأزمات مصرفية والتي أدت بدورها إلى أزمة عملات نظراً للعلاقة السببية بين الأزمة المصرفية وأزمة العملات مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات للبلد المعني⁷.

وبصفة عامة يمكن إرجاع أسباب الأزمات المالية إلى ما يلي⁸:

- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية؛
- المتغيرات المحلية في معدل التضخم (أسواق السندات) وأسعار الصرف (أسواق العملات الحرة)، وأسعار الأسهم وتغير أسعار الفائدة؛
- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهيكل محفظة الاستثمار؛
- التقلبات في شروط التبادل الدولي فعادة ما يصعب على زبائن البنوك الوفاء بالتزاماتهم (خدمة الدين) عندما تختل شروط التبادل الدولي والتي تؤدي إلى اضطراب المشتغلين بنشاطات التصدير والاستيراد؛
- عدم الاستقرار السياسي والقلق والنزاعات الأهلية في بعض الحالات؛
- تعود كثير من الأزمات المالية المصرفية إلى أصحاب البنوك والإدارات القائمة على تسييرها، فكثيراً ما يقدم البنك على تحمل مخاطر زائدة على قدرته، كما أن الإدارات العليا لدى البنوك كثيراً ما كانت تخفي الديون المعدومة للبنك لعدة سنوات يرجع ذلك إلى ضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف الأنظمة المحاسبية أو قلة الكفاءة في القائمين على محاسبة المصرف.

ثالثاً: تصنيف الأزمات المالية الدولية

نرى أنه من الضروري الإشارة بنوع من التفصيل إلى مختلف التقسيمات التي وضعها الاقتصاديون للأزمات المالية، حيث تصنف إلى:

1 - أزمة سعر الصرف:

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات⁹، ويرجع أسباب حدوث هذه الأزمة إلى¹⁰: تعرض عملة بلد ما لهجوم مضاربي عنيف تؤدي لانخفاض قيمتها انخفاضاً شديداً، أيضاً إرغام البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، بالإضافة إلى ذلك رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.

ويمكن التمييز بين نوعين من أزمات العملة¹¹:

-أزمات ذات الطابع القديم "الحركة البطيئة" تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري، غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة؛

-أزمات ذات الطابع الحديث: إن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم في الاقتصاد سواء كان عاماً أو خاصاً بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحرراً وتكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف.

2 -الأزمات المصرفية:

يمكن تعريفها بأنها ارتفاع مفاجئ وكبير في سحب الودائع من البنوك التجارية، وينبع ذلك أساساً من الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية¹²، ويظهر هذا النوع من الأزمات عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات تحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة الائتمان¹³.

3 -أزمة الدين:

هي أزمات تعني أن بلداً أو مجموعة بلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية، وتعني كذلك زيادة حجم الديون بمعدلات كبيرة بحيث تصبح الدولة عاجزة عن السداد¹⁴، ويرجع أسباب حدوث هذه الأزمة إلى: توقف المقرض عن السداد، واعتقاد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة¹⁵، وكذا

الإفراط في الطلب الكلي الناجم عن أخطاء في السياسة الاقتصادية الداخلية والذي ينعكس في وجود اختلال داخلي.

وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري خاص أو دين سيادي كأزمة الديون السيادية الأوروبية 2010، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في سعر الصرف.

4 - أزمة الأسواق المالية "حالة الفقاعات":

هي أزمات تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة¹⁶، كما تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعة، حيث تتكون هذه الأخيرة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهًا قويًا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار في نفس هذا القطاع أو القطاعات الأخرى¹⁷، وهو ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008.

المحور الثاني: مفهوم التوريق عناصره أنواعه وأهدافه

أولاً: مفهوم عملية التوريق

التوريق لغة هو إخراج الأوراق واصطلاحاً هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى الأوراق المالية السائلة (الأسهم والسندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين¹⁸.

يقصد بعملية التوريق Securitization استحداث أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق غير منظمة، خلقتها بعض بيوت السمسرة وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق نظراً لعدم وجود سوق تتداول فيه ومن الأمثلة على تلك الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية قروض الإسكان، وهي تمثل اتفاق يبرم بين أحد الأفراد الراغبين في شراء منزل وبين مؤسسة مالية للإقراض وبمقتضى هذا الاتفاق يحصل الطرف الأول على قرض لشراء المنزل على أن تسدد قيمته على أقساط شهرية وأن يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعينة ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوك قابلة للتداول ومضمونة بتلك القروض وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها¹⁹.

كما يعرف على أنه عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية²⁰.
لذا نجد أن أهم النقاط التي اتفقت عليها هذه التعاريف:
- أن التوريق بيع الديون بشكل منظم في صورة السندات؛
- أن هذه السندات قابلة للتداول والمراد بالتداول قابليتها لانتقال ملكيتها من شخص لآخر؛
- أن الغاية من التوريق السيولة النقدية.

ثانياً: عناصر عملية التوريق

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية²¹:

1 -المقترض: سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، وقد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالي أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها وإحلال دين القرض طويل الأجل محل هذه الديون.

2 -الأصول موضوع التوريق: يتجسد الدين في صورة سندات مديونية والأصول الضامنة للدين محل التوريق دائماً ما تكون أصول ذات قيمة مرتفعة، لذلك غالباً ما تكون حقوق رهن رسمي للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين للبنك.

3 -الخطوات السابقة لعملية التوريق: يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك الذي يريد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول، وتتمثل الخطوات التمهيدية لذلك في قيام البنك أو المؤسسة المالية باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونه وفي حالة موافقتهم فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدين والدائن الجديد.

هناك أيضاً العديد من المهام التي تتم في إطار عمليات التوريق والتي تحتاج لعناية وتخصص وفي مقدمتها: التقييم الواقعي لقيمة الأصول، تحديد السعر الملائم للأوراق المالية المزمع طرحها للاكتتاب وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية وغيرها.

4 -إدارة الأصول: على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العملية أثبتت أنه في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول و ضماناتها أثناء إنجاز أو تنفيذ عمليات التوريق.

ثالثاً: أنواع عملية التوريق

تتحدد أنواع التوريق من خلال المعايير التالية²²:

وفقاً لنوع الضمان وينقسم إلى:

- التوريق بضمان أصول ثابتة: هو إصدار أوراق مالية مضمونة بالتدفقات المالية الناتجة عن حزمة من الأصول الثابتة مثل الرهن العقاري.
- التوريق بضمان متحصلات مستقبلية "أجلة": هي الأصول التي تضمن أن تدر عائدا مستقبليا لفترات طويلة و منتظمة مثل بيع عقود النفط²³.
- ووفقا لطبيعة التوريق ينقسم بدوره إلى:
 - أوراق مالية مشتركة أو صكوك مشاركة: هو انتقال للأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية، لإعادة بيعها وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق هذا الهدف.
 - هيكل الدين أو هيكل انتقال المدفوعات: هو انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية وإصدار أوراق مالية سندتات تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة²⁴.

ووفقا لنوع الأوراق المالية المصدرة من قبل شركات التوريق:

- التوريق من خلال إصدار سندتات مضمونة بالعقار؛
 - التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء؛
 - التوريق من خلال إصدار أوراق مالية ناقلة للتدفقات النقدية لمحفظه القروض؛
 - التوريق من خلال إصدار سندتات قصيرة الأجل.
- أنواع أخرى للتوريق: يمكن إضافة أنواع أخرى للتوريق منها:
- التوريق المزدوج: ويقصد به توريق ورقة مالية سبق توريقها من أصل مالي آخر.
 - التوريق المركب: يقوم المنشئ فيه بتحويل المخاطر الائتمانية لطرف ثالث، وتتم هذه العملية من خلال المشتقات الائتمانية عكس الأسلوب المباشر الذي يتم من خلاله بيع ملكية الأصول لطرف ثالث.
 - التمويل المهيكل: يعتبر من أكثر التوريق تعقيدا حيث يتم فيه إصدار مشتقات ائتمانية قسمة إلى شرائح مختلفة وقد ساهم هذا النوع في تطوير التوريق بشكل كبير وأدخل المزيد من الابتكارات فيه.

رابعاً: أهداف عملية التوريق وفوائده

1- أهداف عملية التوريق

تعتبر عملية التوريق بمثابة دمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال لأنها تزيل الحدود بين القروض المصرفية والأوراق المالية وهنا يبرز هدفها وأهميتها، حيث يمكن إجمال أهداف التوريق في²⁵:

- رغبة البنك في مباشرة أنشطة مربحة خارج الميزانية، بمعنى أنها لا تسجل في قوائم الميزانية ولا تستخدم رأس مال البنك كنشاط استبدال العملات أو صفقات الصرف الآجلة؛

- الحاجة إلى السيولة النقدية لمواجهة عمليات إقراض جديدة أو الوفاء بالتزامات مالية اتجاه الغير أو حتى مجرد الرغبة في زيادة رأس المال دون اللجوء إلى فتح رأس مال المؤسسة أو دون الاقتراض قصد المحافظة على الجدارة الائتمانية²⁶؛

- رفع كفاءة الدورة الاقتصادية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير سائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها؛

- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان رهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول؛

- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات و السيارات؛

- تتيح عملية التوريق للمستثمر الفرصة في أن يطبق القواعد المحاسبية ويعتمد بصورة متزايدة على الرافعة التمويلية عن طريق العمليات خارج الميزانية*؛

- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج أو بطاقات الائتمان وغيرها؛

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

2 - الفوائد المرجوة من عملية التوريق:

يمكن تلخيص هذه الفوائد في النقاط التالية:

- تحويل الحقوق المالية غير قابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول، مما يساهم في زيادة السيولة لدى الشركات أو المؤسسات؛

- مساعدة الشركات ذات العجز المالي على تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى متوسطة و طويلة الأجل؛

- تخفيض أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول؛

- زيادة كفاءة التمويل الداخلي عن طريق استخدام حقوق المساهمين في تمويل الأصول الأخرى بعد أن يتم التصرف في الأصول المدينة لتحويلها إلى شركة التوريق؛

- انخفاض احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية وإنعاش سوق الديون الراكدة؛

- يعتبر وسيلة جديدة لخصخصة شركات قطاع الأعمال حيث يتم إعادة تحسين هيكلها المالي قبل البيع من خلال الطرح العام²⁷.

المحور الثالث: عملية التوريق مراحلها، أساليبه ومتطلبات نجاحه

رغم تعدد مراحل عملية التوريق وأساليبه إلا أن المصارف العالمية تجد نفسها تتعامل به كتكنولوجيا مستحدثة ومبتكرة وسريعة.

أولاً: مراحل عملية توريق الديون

من أهم المراحل التي مرت بها عملية التوريق علمياً نذكر منها²⁸:

- عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لآخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا طريق من ثلاثة: فإما أن يطرح أسهماً لزيادة رأس المال للاكتتاب العام، أو يلجأ للاقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو أخيراً بطرح سندات مديونية للاكتتاب العام وهو ما يعد قرصاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة ولآجال طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطريق الأول، أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية.

- في حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح حق الدائنين حق امتياز أو اختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، وفي كل الأحوال فإن الدائنين سيعولون بالدرجة الأولى في شأن الوفاء بديونهم على البنك، فإذا ما تعرض لاضطراب يخل بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس فإن الوفاء بقيمة السندات يصبح معرضاً لخطر العجز عن الوفاء أو على الأقل الوفاء المتأخر لآجال غير معلومة أو منضبطة.

- أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن يثور التساؤل حول كيفية تنفيذ ذلك.

- إجابة السؤال السابق تتلخص في بيع البيع بعض أصوله المضمونة بسعر مخفض لمنشأة متخصصة غالباً ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط يطلق عليها "وسيلة ذات غرض خاص"، من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق.

- هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك يكون دائناً بها لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالباً مقترضين وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة.

- تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقاً مالية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية.

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

يجب أن يحرص أطراف صفة التوريق على التوفيق ما بين أسعار الفوائد المقررة على الديون الأصلية وأسعار الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين.

ثانياً: أساليب عملية 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 أطرافه. حيث يتم التوريق بأحد الأساليب التالية²⁹:

1- استبدال الدين: يسمح تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

2- التنازل: يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المالية أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

3- المشاركة الجزئية: يتضمن بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بعدها بائع الدين أي مسؤولية لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرق عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

ثالثاً: متطلبات نجاح عملية التوريق

إن نجاح عملية التوريق في تحقيق أهدافها وإنعاش حركة التداول بالبورصة يتطلب ما يلي:

- إيجاد كيانات لتوريق الديون والتمويل العقاري ذات ملاءة ائتمانية متميزة؛

- تشجيع البنوك على القيام بدور صانع السوق للسندات؛

- إيجاد كيانات قادرة على تقديم الأصول العقارية التي تمثل مديونيات بالبنوك التجارية والعقارية

حيث يتطلب الأمر خبراء تقييم متميزين قد لا يتوفر العدد المناسب منهم بالسوق المحلي؛

- إعطاء المزيد من الاهتمام لدعم و تنظيم سوق الأوراق المالية؛

- تكوين مخصصات مناسبة لدى البنوك للقروض العقارية قبل إعادة بيع بعضها إلى شركات

التوريق؛

- إصدار السندات بقيمة متحفظة وبعائد مناسب حيث يمثل هذا عاملاً حاكماً لنجاح التجربة بالإضافة

إلى الضمانات العقارية للأصول؛

-إيجاد علاقة إرتباطية بين دخل أموال الناتج عن عملية التوريق وإعادة استثمار الأموال في أنشطة عقارية لتحقيق معدلات ربحية أعلى؛

-ضرورة بناء الإطار التنظيمي المؤسسي اللازم لنجاح عملية التوريق من خلال منظومة متكاملة من المؤسسات مثل شركات الاستعلام عن العملاء، مؤسسات التصنيف الائتماني وشركات الوكيل العقاري؛

-وأخيرا يرى البعض أن هناك بعض الحقوق الناشئة عن اتفاقات التمويل العقاري لا يجب أن تكون موضوعا للحوالة إلى شركات التوريق وهي الحقوق المشكوك في تحصيلها كليا أو جزئيا أو التي توقف العمل عن سدادها، وتلك المتنازع عليها قضائيا حتى لا يصبح نظام التوريق وسيلة للتخلص من الديون المتعثرة، وهو ما يعني نقل عبء مخاطر سداد هذه الديون لحاملي السندات مما يهدد نجاح نشاط التوريق في تنشيط الاستثمار العقاري³⁰.

المحور الرابع: دور عملية توريق الدين في ظهور الأزمة المالية العالمية 2008

يعد سوق الرهن العقاري الأمريكي أبرز صور التوريق ازدهاراً، إذ بلغ حجم السندات المورقة فيه عشرات التريليونات من دولارات أمريكية.

أولاً: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

نورد فيما يلي شرحاً مبسطاً لعمل الأزمة المالية العالمية:

1 -أزمة "السابرايم" في الولايات المتحدة الأمريكية:

لقد بدأت الأزمة أول الأمر في الولايات المتحدة في آب / أغسطس 2007، وذلك بسبب نظام القروض الجديد المعروف باسم "السابرايم"، وبسبب الرهون العقارية الأمريكية المقدمة أساساً إلى الطبقة المتوسطة، وفي الواقع أنه في ظل الظروف العادية يستطيع الفرد الذي يرغب في الحصول على شقة أن يقترض على أساس راتبه وقدرته على السداد لاحقاً، وعليه يركز هذا النظام الجديد على مقياس تناسب الأجر مع القرض وبالتالي إذا كان دخل الفرد متواضعاً، فإنه لا يستطيع الاقتراض بما فيه الكفاية لشراء الشقة ولكن ما الحل بالنسبة إلى هذه الفئة؟.

اعتبر بعض البنكيين مقياس تناسب القرض مع الدخل الشهري عيباً في حد ذاته، ولتخطي هذا العائق وتلبية طلب كثيرين ممن يرغبون في الحصول على قروض، اخترع أصحاب البنوك الأمريكيون نظام "السابرايم" وهو النظام الذي يسمح لكل طالب قرض أن يحصل على المبلغ الذي يريد حتى ولو كان المرتب غير مرتفع جداً شرط أن تبقى الشقة أو البيت هو الضمان أي رهن المقرض.

من الواضح إذاً أنه إذا كان الشخص المقترض لا يستطيع التسديد فإن البنك سيحصل على الرهن منزلاً كان أم شقة ويبيعه، ولكن الذي حصل هو أن أسعار العقارات تراجعت، وعليه ستخسر

البنوك جزءا من قيمة العقارات والممتلكات أي من قيمة القرض المقدم نفسه إن هي عرضت للبيع، إنها أزمة نظام "السبرايم"، نظام القروض الممنوحة لذوي الدخل المنخفضة³¹.

في هذا النظام تؤمن القروض العقارية على الممتلكات نفسها، ومن الطبيعي إذن أنه يمكن شراء منزل عن طريق الائتمان وفي حال استحالة تسديد القرض يحصل البنك على المنزل، ومنه على حق بيعه ويتم ضمان القرض عن قيمة المنزل بينما في الأوقات العادية يتم ضمان القروض عن طريق الخصم من راتب الفرد المستدين، لذا فقد أظهرت أزمة الرهن العقاري في الاقتصاد الأمريكي أن المقترضين من أجل شراء البيوت كانوا ضحية لمسئولي الائتمان في بنوك ومؤسسات الرهن العقاري الذين استحثوهم على الاقتراض مع عدم جدارتهم الائتمانية³².

2- التوريق وأسباب تضرر المصارف:

وجدت معظم المصارف التي انتهجت هذا الأسلوب في تقديم القروض نفسها في وضع حرج ووضع مالي متأزم وعرضة للإفلاس، وبالمقابل أيضا وجد ما يقارب المليونيين من المقترضين في الولايات المتحدة الأمريكية أنفسهم مفلسين مدمرين ماديا والسبب هو أنهم لا يقدرّون على تسديد الديون، وفي محاولة منها الحد من مخاطر هذه الائتمانات الجديدة استخدمت المصارف نظم "التوريق" أي التعامل بالأوراق المالية، وعلى رأسها أكبر مصرف في الولايات المتحدة وهو " بنك أوف أمريكا"³³، ورابع أكبر بنك استثماري أمريكي وهو "بنك ليمان براذرز"³⁴ - هذا الأخير الذي تكبد خسائر مالية فادحة خصوصا في الربع الثالث من عام 2008 - إذ حاول تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية لبيعها في أسواق الأسهم، ويعني ذلك بالتحديد أنه إذا كان الفرد قد اقترض 1000 دولار فإنه يجب عليه أن يسدد للبنك 1000 دولار، مع إضافة متوجبات الفائدة ولكسب المزيد من المال وبسرعة أصدرت المصارف سندات دين، أي أوراقا مالية تخول المستفيد الحق في الحصول على 1200 دولار وبسرعة أيضا دخلت هذه الأوراق المالية الجديدة سوق التداول في أروقة البورصات.

وبخصوص الفائدة التي سيطمع مشتري هذه الأوراق في جنيها فهي كسبه 100 دولار مقابل بيعه كل ورقة مالية يشتريها بمبلغ 1100 دولار، لأنه سيتلقى 1200 دولار كسعر لكل ورقة مبيعة ولكن الذي حصل هو أن المقترض المدين لم يعد قادرا على تسديد الدين الذي على عاتقه، أي لم يعد في استطاعته شراء منزله وبالتالي لم يعد للأوراق المالية الصادرة أية قيمة³⁵، ومن هنا نلاحظ أن كل هذه الترتيبات المالية المعقدة كانت وراء سقوط سوق الأسهم لأن جميع البنوك الأجنبية بما فيها الأوروبية أدركت أنها تملك أوراقا مالية "سبرايم" لا تساوي شيئا، فالكل كان في حوزته مثل هذه الأوراق ولكن لا أحد يعرف بالضبط كم عددها.

3- نقص السيولة وإفلاس البنوك:

لفهم كيف أفلست البنوك في عام 2007 يجب شرح كيفية عمل النظام المصرفي، فعندما تقترض مئة ألف دولار من "سوسبيتي جنرال" مثلا فإن هذا الأخير سيزيد من كمية النقود المعروضة لديه

بمقدار مئة ألف دولار، معناه أن هذا يخلق مئة ألف دولار ولتجنب تعطيل آلة طباعة الأوراق النقدية (إصدار النقود دون مراقبة) يجب على الشركة أن تودع جزءاً من المبلغ النقدي المطبوع في واحد من حسابات البنك الفدرالي الأمريكي وهو ما يسمى "الاحتياطي الإلزامي".

فإذا كانت نسبة الاحتياطي المطلوب 1% فإنه ينبغي على "سوسيتي جنرال" أن يودع 1000 دولار باسم البنك الفدرالي ومثل هذا النظام يتيح لهذا البنك مراقبة إصدار النقود.

وفي كثير من الأوقات تشتغل البنوك دون أن يكون لديها السيولة اللازمة لتقديم القروض، وحيث إن تدفق النقود المودعة من قبل المستثمرين (الموفرين) والأموال التي يقرضها البنك للآخرين لا يعرف التوازن أبداً في اللحظة (t)، فإن البنوك تقوم بإقراض الأموال من مصرف آخر أو الاقتراض منه لدفع الاحتياطي الإلزامي إلى البنك الفدرالي، وذلك من أجل تقديم القروض إلى الزبائن.

هذه العملية هي من الممارسات الشائعة، فالبنوك تدعم بعضها البعض وتتداول الأموال في ما بينها ولكن عندما تكون هناك أزمة ثقة ينهار النظام كله ولتفادي الانهيار العام وإفلاس يعقبه إفلاس، يعتمد البنك الفدرالي إلى "حقن" المليارات وهذا يسمح للبنوك بالحصول على السيولة النقدية واسترجاعها بتكلفة منخفضة جداً، وبالرغم من ذلك لم تستطع بعض البنوك مواجهة الاختناق فانهار بصورة سريعة جداً، لأنه خسر مبالغ ضخمة في ظل نظام السبرايم، ولم تتمكن من مواصلة نشاطاتها وعافيتها بسبب امتناع أو رفض البنوك الأخرى إقرضه السيولة الكاملة لمواجهة المعضلة وفي ظل هذه الظروف السائدة وجدت عدد كبير من البنوك نفسها تواجه ظروفًا صعبة لا تستطيع مجابهتها³⁶، ففي بريطانيا العظمى مثلاً تم تأميم بنك "توتلر نروك" تفادياً لإفلاسه ثم انقراضه.

وعليه فإن التوسع في منح القروض يؤدي إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها معدلات الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من معدلات الفائدة المحلية، وخير مثال على ظاهرة عدم التلاؤم والمطابقة بين الأصول والخصوم هو الأزمة المالية في المكسيك³⁷، وبالإضافة إلى الأسباب السابقة هناك سبب يكاد يقترن في كل أزمة مالية تقريباً يتمثل في الممارسات غير الأخلاقية في المعاملات الاقتصادية والمالية ومنها الغرر والجهالة والتدليس والكذب، الإشاعات، الجشع، الاحتكار والتكتلات والرشوة³⁸.

ثانياً: التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية

بدأت الأزمة المالية منذ عام 2007 وانتشرت وانفجرت عام 2008 بسبب أن المؤسسات المالية قدمت قروضاً ضخمة بلغت حوالي 13 تريليون دولار لشراء العقارات للمتعاملين بها، وكذلك قدمت قروضاً على هيئة بطاقات ائتمان، وبعد أن أصبحت لديها كميات من القروض الهائلة قامت ببيعها لشركات التوريق ثم قامت شركات التوريق بإصدار مستندات بقيمة هذه القروض وطرحتها في السوق

ببيعها لمستفيدين آخرين بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية بسبب الفوائد التي تم احتسابها على أصل القرض.

وهذه الفوائد التي تبدأ تدريجياً تم احتسابها على أصل القرض، وهذه الفوائد تبدأ تدريجياً على المقترض فيدفع المقترض الفوائد لمدة سنتين أو ثلاثة قبل أن يصل إلى أصل المبلغ المقترض، ثم قام أصحاب المنازل برهن عقاراتهم للحصول على قروض أخرى ثم قامت المؤسسات التي أعطت قروضاً في هذه المرحلة برهن العقارات رهن ثاني ثم باعت القروض لشركات توريق ثم قامت شركات التوريق ببيع هذه القروض لمؤسسات عالمية ولصناديق سيادية على هيئة سندات عبر المشتقات المالية، فأصبح المنزل الذي تم شراؤه بمليون دولار (قرض) في القرض الأول ب 20 مليون دولار بعد أن بيع دينه مرات عديدة وفي خطة احترازية قامت شركات التمويل العقاري بالتأمين على قروض العقارات³⁹.

وعلى ضوء ما سبق ذكره، فقد كان لزيادة عمليات التوريق وهو ببساطة شديدة قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهذه الأخيرة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهكذا نجد أننا أصبحنا أمام بناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا انهار أي طابق منه وقد عززت هذه العملية بصورة كبيرة السوق الثانوية للقروض مما منح البنوك مرونة أكبر في الميزانية ومنح المستثمرين قدرة أكبر على الوصول إلى المحافظ الائتمانية⁴⁰.

والأهم من هذه السياسة قد فتحت الطريق أمام البنوك فلم تعد هذه البنوك تعتمد على عمليات جذب الودائع بل توسعت في عمليات التوريق، ومما أسهم في ذلك إلغاء قانون GLASS STEAGLL عام 1999 والذي كان يفصل بين العمليات المصرفية التجارية والعمليات الاستثمارية في السوق الأمريكية، وبحلول عام 2006 بلغ حجم القروض المحولة إلى أوراق مالية غير مدفوعة نحو 28 تريليون دولار وفي العام 2007 تم تجميع ثلاثة أخماس القروض العقارية في الولايات المتحدة وربح الديون الاستهلاكية وبيعها⁴¹.

وعليه فالحديث عن المشتقات المالية وأثرها والغرض من تصميمها يطول، لكن يكفي أن أشير إلى أن جدلاً كبيراً قائماً بشأنها خاصة بعد أن تحولت إلى مصدر كبير للمراهنة أو المجازفة وتطورت بشكل كبير جداً، فحجم هذه المشتقات تضاعف بأكثر من ثلاث مرات في السنوات القليلة الماضية وهو نمو لا يوازيه نمو أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي وهذا النمو بفعل المراهنات.

النتائج وأهم التوصيات:

من خلال الاستعراض البسيط السابق تم التوصل إلى جملة من النتائج أهمها:

النتائج:

- الانقسام المتزايد بين الاقتصاد العيني المتمثل في تدفقات السلع والخدمات والاقتصاد المالي والنقدي المتمثل في تدفقات النقود والائتمان، وقد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي أي بين الاقتصاد الحقيقي وما يسمى بالاقتصاد الوهمي، وأضحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج وأيضاً بين المضاربة والاستثمار، وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطفيلي للرأسمالية المعاصرة؛

- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية مما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومات وقدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمات؛

- وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية الملائمة خاصة إذا تزامن ذلك مع انعدام الشفافية والفساد والتلاعب في البيانات والقوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب؛

- قيام البنوك بالإفراط في الإقراض بدون ضمانات كافية.

التوصيات:

بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج يمكن طرح توصيات بهذا الشأن أهمها:

- ضرورة إعادة النظر ببعض المعاملات المالية التي درجت عليها بعض البنوك الإسلامية، مما يؤدي إلى البعد بالتمويل عن السوق الحقيقية وتراكم معاملات وهمية في السوق المالية عن طريق عقود مركبة لا تكتشف هوية التمويل ولا غرضه مما لا يمكن التمويل الإسلامي من المحافظة على نفاذه الأخلاقي أو تطبيق المعيار الأخلاقي في إجراءاته وأخص بذلك معاملات التورق والعينة والسلع الدولية والمحلية؛

- لا بد من اعتماد المزيد من الشفافية والوضوح في إبراز حقيقة الذي حدث وتوضيح حقائق ومدلول الأدوات المالية التي تستحدث كل يوم لأنها حولت الاقتصاد على طلاس يصعب فهمها وإدراكها على حقيقتها ناهيك عن مراقبتها أو الاستفادة منها، فالواقع الذي عليه النظام المالي العالمي اليوم كما عبر عنه البعض بأن قلة قليلة تفهم الأمر وتخطط له؛

- إن النظام المالي العالمي الحالي يحتاج إلى إعادة بناء لكي يتواءم مع التطورات الحديثة التي طرأت على المؤسسات والآليات والممارسات المالية في ظل العولمة التي أخذت تهدد النظام المالي العالمي في أساسياته، وتندر بأزمة شاملة وعميقة لمجمل الاقتصاد العالمي على النحو الذي حدث في الأزمة المالية 2008 والتي رافقها اعترافاً متزايداً بأن القواعد التنظيمية المالية الحالية ليست على مستوى تحديات العولمة، وأن هناك حاجة ملحة إلى نظام مالي عالمي جديد أكثر انضباطاً وتوافقاً ومراعاة لمصالح جميع الدول المتقدمة والنامية على السواء؛

- إن الرأسمالية بحاجة إلى إعادة النظر في نموذج التحرير المتوحش الراهن لمصلحة إعادة الاعتبار للنموذج الذي يعطي الدولة دوراً مهماً في تحقيق التوازن الاقتصادي الكلي، وهو ما صرح به الرئيس

الفرنسي ساركوزي "نحن في حاجة لإعادة بناء النظام المالي والنقدي من جذوره، ففكرة وجود أسواق
بصلاحية مطلقة بدون قيود وتدخل من الحكومة هي فكرة مجنونة"؛
الهوامش والمراجع:

- 1 - جيهان جمال، بركان الأزمة المالية العالمية - إلى متى؟، دون ذكر دار النشر، القاهرة، مصر، 2009، ص ص 34-35.
- 2 - السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث - مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مركز القرار للاستشارات، الطبعة 03، القاهرة، 2004، ص 13.
- 3 - محمد أحسن الخضيري، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، الإسكندرية، سنة النشر مجهولة، ص 54.
- 4 - دنيال أرنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، بيروت، 1992، ص ص 11-12.
- 5 - السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية - نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 39.
- 6 - أحمد مهدي بلوفاي، أزمة عقار.. أم أزمة عقار، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، ص 03.
- 7 - فرانسواز نيكولا، الأزمة الآسيوية، ترجمة حليم طوسون، مجلة الثقافة العالمية، الكويت المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، العدد 94.
- 8 - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسات شباب الجامعة، 1998، ص 207.
- 9 - جيهان جمال، بركان الأزمة العالمية إلى متى، مرجع سبق ذكره، ص 42.
- 10 - كريستيان ملدر، تقييم المخاطر " تحديد مكامن التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات"، مجلة التمويل والتنمية، العدد 04، 2002، ص 06.
- 11 - نفس المرجع السابق، ص 06.
- 12 - هيل عجمي جمال، الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق، المجلد 19، العدد 01، 2003، ص 282.
- 13 - جيهان جمال، بركان الأزمة العالمية إلى متى، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-42.
- 14 - أوكيل نسيمية، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات المالية، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 01، الجزائر، جوان 2007، ص 112.
- 15 - كريستيان ملدر، تقييم المخاطر " تحديد مكامن التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات"، مرجع سبق ذكره، ص 06.
- 16 - محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006، ص 192.
- 17 - جيهان جمال، بركان الأزمة العالمية إلى متى، مرجع سبق ذكره، ص 43.
- 18 - عبيد أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 10.
- 19 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 2002 ص 87.
- 20 - عبد المطلب عبد المجيد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 55.
- 21 - العناصر الرئيسية للتوريق، منتدى كلية الاقتصاد بجامعة حلب، شوهده على الموقع بتاريخ 2012/02/04: <http://ibnkhalidun.wordpress.com>
- 22 - عز الدين خوجة، التوريق، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2003.
- 23 - عزة شلباية، نشاط التوريق وأهميته للاقتصاد المصرفي، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر حول: مفهوم نشاط التوريق و التحديات المستقبلية بمصر، جمعية شباب المصرفيين المصريين، أكتوبر 2003 ص 6.
- 24 - منال فايز، كفاءة التوريق أمل البورصة للانتعاش، مجلة البورصة المصرية، نشر الأهرام الاقتصادي، 29 يوليو 2002، العدد 272، ص 11.
- 25 - فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة رؤية فقهية معالجة، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الثالث عشر حول: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق بجامعة المنصورة، مصر، 02/01 أبريل 2009، ص 07.
- 26 - عبيد أحمد الحجازي، مرجع سبق ذكره، ص 15.
- * - الرفع التمويلية: تعني تمويل المؤسسة لأصولها عن طريق الاقتراض بقصد تحقيق ربح أكبر مما لو اعتمدت على أموالها الخاصة.

- 27 - عدنان الهندي وآخرون، التوريق كأداة مالية حديثة، إتحاد المصارف العربية، 1995، ص 40.
- 28 - حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، الدليل الالكتروني للقانون العربي، ص 05، شوهد على الموقع بتاريخ 2012/02/04: www.arablawinfo.com
- 29 - يوسفات علي وبوزيان رحمانى، التوريق والأزمة المالية العالمية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بالخميس، يومي 05 و06 ماي 2009، ص 04.
- 30 - بنك الإسكندرية، التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التمويل العقاري، النشرة الإقتصادية، مجلد35، 2003، ص ص 95-97.
- 31 - أحمد عامر عامر، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأوضاع الإقتصادية والاجتماعية في الجزائر، مجلة بحوث إقتصادية عربية، العددان 48-49، مصر، خريف 2009 - شتاء 2010، ص 79.
- (32) - جورج كوبر، الأزمة المالية العالمية وخرافة السوق الكفاء، ترجمة محمود محي الدين، دار نهضة، مصر، 2009، ص ي.
- 33 - أحمد يوسف وآخرون، حال الأمة العربية 2008-2009 أمة في خطر، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى، بيروت، أفريل 2009، ص ص 26-27.
- 34 - صلاح الدين السيسى، الأزمات المالية والاقتصادية العالمية (الأسباب - التداعيات - سبل المواجهة)، دار أبناء وهبة محمد حسان، الطبعة الأولى، مصر، 2009، ص 14.
- 35 - أحمد عامر عامر، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأوضاع الإقتصادية والاجتماعية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 80.
- 36 - وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، سلسلة أوراق عمل، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 22.
- 37 - ناجي التونسي، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، ج3، الكويت المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص 29.
- 38 - حسين حسين شحاتة، الأزمة المالية: آثارها والدروس المستفادة منها، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الإقتصادي الإسلامي، دار المشورة، سنة النشر مجهولة، القاهرة، ص ص 9-10.
- 39 - فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة رؤية فقهية معالجة، مرجع سبق ذكره، ص 12.
- 40 - يوسفات علي وبوزيان رحمانى، التوريق والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 12.
- 41 - عبد الفتاح الجبالي، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، العدد 193، نوفمبر 2008، ص 13.