



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أثر توريق الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية العقارية

- دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

إشراف الأستاذ الدكتور:

محمد العربي ساكر

إعداد الباحث:

عمر طالب

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ تعليم عالي	أ.د / عبد الحميد غوفي
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ تعليم عالي	أ.د / محمد العربي ساكر
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ تعليم عالي	أ.د / عبد الله غالم
ممتحنا	جامعة باتنة	أستاذ محاضر-أ-	د / لعلى حناشي
ممتحنا	جامعة الجزائر 3	أستاذ تعليم عالي	أ.د / محمد العربي طاري
ممتحنا	جامعة خنشلة	أستاذ تعليم عالي	أ.د / حسين بن طاهر

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ رَبِّ هَبْ لِي حُكْمًا وَأَلْحِقْنِي بِالصَّالِحِينَ (83) وَاجْعَلْ لِي لِسَانَ صِدْقٍ فِي الْآخِرِينَ (84) وَاجْعَلْنِي مِنْ وَرَثَةِ الْجَنَّةِ النَّعِيمِ ﴾

﴿ رَبِّ هَبْ لِي حُكْمًا وَأَلْحِقْنِي بِالصَّالِحِينَ (83) وَاجْعَلْ لِي لِسَانَ

صِدْقٍ فِي الْآخِرِينَ (84) وَاجْعَلْنِي مِنْ

﴿ وَرَثَةِ الْجَنَّةِ النَّعِيمِ ﴾

(سورة الشعراء الآيات 83-85)

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى أبي حفظه الله
الذي كان يشجعني على طلب العلم ولم يبخل علي بشيء

وإلى والدتي الحبيبة رعاها الله، من ذودتي بالحنان والمحبة
وغمرتني بدعائها الصالح

أقول لهم: أنتم وهبتموني الحياة والأمل والنشأة على شغف الاطلاع والمعرفة

إلى زوجتي العزيزة

إلى بسة الحاضر وأمل المستقبل

ولديَّ العزيزين محمد عدنان ومحمد الفاتح

إلى كل أفراد عائلتي الكريمة فردا فردا

أهدي هذا البحث.

شكر وتقدير

* أود في البداية أن أسجد لله رب العالمين شاكرًا ومقرًا بفضلِهِ عليّ، الحمد لله العليّ القدير الذي أعانني على إنجاز هذا العمل وأمدني بالصبر وذلك لي الصعاب وشمّلتني بتوفيقه منذ اختياري لموضوع هذا البحث إلى أن انتهيت من إعدادهِ، ولولا توفيق الله عز وجل ما خرج هذا البحث إلى النور.

* أسجل عظيم شكري وتقديري وامتناني لأستاذي / الأستاذ الدكتور محمد العربي ساكر لقبوله الإشراف على أطروحتي، وصبره عليّ طوال فترة البحث، والذي سوف أحفظ له هذا الجميل ما حييت فضلاً عن مواقفه البناءة في إزالة الكثير من الصعوبات التي واجهتني في سبيل إعداد هذه الرسالة حتى انتهيت منها.

* كما أتوجه بعميق الشكر والامتنان إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور بوعلام عليّوات على إعانتِهِ لي ومساهمته الفعالة من أجل إنجاز هذه الأطروحة.

* كما أتقدم بخالص عرفاني بالجميل وشكري الجزيل إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور عبد الحميد غوفي الذي غمرني بنصائحه وشرفني بقبوله رئاسة لجنة المناقشة والحكم على الأطروحة.

* كما أتوجه بأسمى عبارات الشكر إلى أستاذنا الفاضل، الدكتور لعلّى حناشي على موافقته بالاشتراك في لجنة المناقشة والحكم على الأطروحة.

* وأسجل عظيم شكري وامتناني إلى الأساتذة الأفاضل الأستاذ الدكتور عبد الله غالم والأستاذ الدكتور محمد العربي طاري والأستاذ الدكتور حسين بن طاهر على تشريفي بالموافقة على الاشتراك في لجنة المناقشة والحكم على الأطروحة، والذين سيكون لهم عظيم الأثر في إرشادي وتوجيهي.

* وأتقدم بخالص عرفاني بالجميل إلى أخي وصديقي العزيز الدكتور طارق خاطر الذي لم يبخل عليّ قط بمد يد المساعدة، وعلى مجهوداته المبذولة لإخراج هذا العمل في أحسن حلة، فجزاه الله عني خير الجزاء.

* وأخيراً أتقدم بخالص عرفاني بالجميل إلى كل أصدقائي الذين لم يبخلوا عليّ بمد يد المساعدة وبتوجيههم لي منذ بداية إنجاز هذه الرسالة وإلى غاية الانتهاء منها.

أثر توريق الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية العقارية

دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا

ملخص:

تشير النظرية الاقتصادية إلى أن التوريق يؤدي إلى خلق القيمة وذلك من خلال خفض تكاليف الوساطة المالية وزيادة الفرص المتاحة لتقاسم وتنوع المخاطر، حيث يعمل التوريق على خلق مورد سيولة جديد لمنشئي مختلف أصناف القروض عن طريق السماح لهم بتحويل القروض غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول. كما يسمح التوريق للمنشئين بجعل الأصول سائلة وبالتالي خفض حساسيتها تجاه التغيرات فيما يتعلق بمدى توافر مصادر التمويل الخارجية والحد من المخاطر من الأصل. إضافةً إلى ذلك فإن تحويل القروض إلى أصول سائلة يحفز طلب المستثمرين لأن المخاطر يجري تقاسمها من قبل مجموعة واسعة من المستثمرين.

ضمن نفس السياق، انصب بحثنا حول دراسة مدى مساهمة تقنية التوريق، التي تم تبنيها من قبل بلدان شمال إفريقيا كألية تمويل للسكن طويلة الأجل، في تنمية وتطوير السوق الثانوية العقارية لهذه البلدان، حيث يناقش هذا البحث إشكالية رئيسية تتناول قياس حجم الأثر الذي يمكن أن يحدثه توريق القروض الرهنية العقارية على مستوى السوق الثانوية العقارية، أي تلك السوق التي يتم فيها تداول منتجات توريق الديون الرهنية المتمثلة في الأوراق المالية المضمونة بأصول. وبشكل أكثر تحديداً، تبحث هذه الدراسة مدى مساهمة التوريق في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأسر وتيسير شروطه، وكذا الزيادة في عدد منشئي القروض العقارية، الكفيلة بتحقيق وفرة ائتمانية. كما تبحث الدراسة مدى مساهمة التوريق في تشتت المخاطر وزيادة سيولة الأسواق الثانوية من خلال رفع قدرة المستثمرين والمقرضين على إدارة المخاطر وإدارة رأس المال التنظيمي، وتحقيق تمويل خارج الميزانية.

وفقاً للنتائج التي خلصت إليها الدراسة النموذجية فإن التوسع المستمر الذي عرفه معدل توريق القروض الرهنية العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية قد أدى إلى تطور ونضج السوق الثانوية في هذا البلد بالنسبة لمختلف فئات الأصول الرهنية العقارية. فانعكس ذلك في شكل تكاليف تمويل منخفضة انتقلت مزاياها إلى المستهلكين. كما كان لمشتريات السوق الثانوية تأثير إيجابي ومعتبر على مبالغ القروض الرهنية العقارية للفرد، حيث يعتبر أثر مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية الأكثر بروزاً على زيادة توافر القروض الرهنية العقارية. وعملت مستويات التوريق العالية على توفير حماية ضد صدمات أسعار الفائدة غير الملائمة الناجمة عن التشديد في السياسة النقدية. في حين، ومع أن التوريق أدى إلى ظهور سوق ثانوية تتمتع بالعمق والسيولة، عرفت فيه القروض الرهنية العقارية المورقة نمواً معتبراً وارتفاعاً في عدد منتجات الرهن العقاري، إلا أن أثر التوريق على السيولة لا يزال مثيراً للجدل ويتطلب المزيد من البحث.

و تشير النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذا البحث إلى أن بلدان منطقة شمال إفريقيا لم تعرف أثراً مهماً لعمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية على أداء أسواقها الثانوية، وذلك مرده في الأساس إلى ضعف لجوء بنوك هذه البلدان إلى التوريق، هذه التقنية الحديثة التي ينبغي أن تشكل أساساً وحافزاً لظهور سوق رهن عقاري يتولى زمام تطوير الأسواق المالية المحلية وتوفير إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية الدولية، فلا يزال تطوير الأسواق الثانوية في المنطقة بطيئاً بسبب المرحلة الفتية للأسواق النقدية الأولية، مما يقف حاجزاً أمام دعم النمو الاقتصادي في دول هذه المنطقة.

وبناء على ما خلصت إليه هذه الدراسة من نتائج، تم وضع أهم السبل التي يجب سلكها من قبل دول المنطقة لنهوض بأسواقها الثانوية وتعزيز قدرتها على دعم النمو الاقتصادي، حيث تقوم هذه السبل على تعزيز البنى التحتية وإنشاء قواعد البيانات المتعلقة بالأسواق العقارية والإقراض الرهن العقاري، وعصرنة وتطوير الأطر التي تربط الرهن العقاري بالأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: التمويل المهيكل، التوريق، القروض الرهنية العقارية، السوق الثانوية، الأوراق المالية المضمونة بأصول.

The impact of mortgage securitization on the performance of real estate secondary market - A comparative study of North Africa countries

Abstract:

The Economic theory suggests that securitization leads to the creation of value by reducing the costs of financial intermediation and increasing the opportunities for risk sharing and diversification, as securitization creates a new liquidity source for different types of loans by allowing them to convert non-liquid loans into tradable securities. It also allows to originators to make assets liquid, thereby reducing their sensitivity to changes with respect to the availability of external funding sources and reducing the risk from its origin. In addition, converting loans into liquid assets stimulates demand from investors because the risk is being shared by a wide range of investors.

In the same context, our research is focused on the study of the extent of the securitization technique's contribution, which was adopted by the North African countries, as a long term housing finance mechanism, in the development of these secondary real estate markets. This research discusses an important issue on measuring the size of the impact that can be caused by the securitization of mortgage loans on the secondary market of real estate, i.e. the market in which mortgage debts securitization products are traded, and which are known as asset-backed securities. More specifically, this study examines the extent of the contribution of securitization in reducing the cost of credit granted to households and facilitating their conditions, as well as increasing the number of mortgage creators that can provide credit availability. The study also examines the contribution of securitization in the dispersion of risks and the increasing of secondary market liquidity by raising investors and lenders ability to manage risk and regulatory capital, and achieving off-balance sheet financing.

Based on the findings of the model study, the continuous expansion that mortgage securitization rate knew in the United States, led to the evolution and maturity of the secondary market in this country for different categories of mortgage assets, which was reflected in the form of low financing costs that passed its benefits to consumers. There was also a positive and significant impact of market purchases on mortgage loans per capita, as the impact of the purchases of companies that are outside the government care and sponsorship is the most prominent on increasing the availability of mortgage loans. High levels of securitization provided protection against interest rate shocks caused by tight monetary policies. And, although the securitization led to the emergence of a large secondary market characterized by liquidity and an important growth of securitized mortgage loans and mortgage products, the impact of securitization on liquidity is still controversial and requires further research.

The results of this research suggest that the North African region countries did not have a significant impact of housing mortgages securitization on the secondary market performance, and this is due mainly to the low recourse to securitization by the banks of these countries. This modern technique, which should serve as a basis and a catalyst for the emergence of a mortgage market, that takes the reins of development of local financial markets, and provide access to international financial markets. The development of secondary markets in the region is still slow because of primary stage monetary markets, which stands as a barrier to economic growth in this region.

Based on the findings of the study, we set some important paths that must be followed by countries in the region, to advance its secondary markets, and enhance its ability to support economic growth. These settings are based on Strengthening mortgage market infrastructures, establishing a database for the housing sector and the mortgage markets, developing and modernizing the framework where mortgage interconnect with securities.

Key words: Structured finance, Securitization, Mortgages, Secondary market, Asset-Backed Securities.

قائمة الاختصارات

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper	الأوراق التجارية المضمونة بالأصول
ABS	Asset-Backed Securities	الأوراق المالية المدعومة بأصول
CDOs	Collateralized Debt Obligations	الأوراق المالية المضمونة بسندات وديون
CDPC	Credit Derivative Product Companies	شركات منتج مشتقة الائتمان
CDSs	Credit Default Swaps	مبادلات مخاطر الائتمان الخالصة
CLOs	Collateralized Loan Obligations	الأوراق المالية المضمونة بقروض
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities	الأوراق المالية المضمونة برهن تجاري
CMOs	Collateralized Mortgage Obligations	الأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية
DFL	Default Risk	مخاطر التخلف عن السداد
FHFB	Federal Housing Finance Board	المجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان
GSEs	Government-Sponsored Enterprises	المؤسسات تحت الرعاية الحكومية
HMDA	Home Mortgage Disclosure Act	قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية
LIBOR	London InterBank offered Rate	سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن
MBS	Mortgage-Backed Securities	أوراق مالية مدعومة برهن عقاري أوراق مالية مدعومة برهن عقاري
MSA	Metropolitan Statistical Area	منطقة إحصائية حضرية
PRS	Prepayment Risk	مخاطر الدفع المسبق
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities	الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني
SEC	The Securitization Rate	معدل التوريق
SFOC	Structured Finance Operating Company	شركات تشغيل التمويل المنظم
SIV	Structured Investment Vehicle	أداة الاستثمار المهيكلة
SLV	Structured Lending Vehicle	أداة الإقراض المهيكلة
SMBS	Stripped Mortgage-Backed Securities	الأوراق المالية منزوعة القسيمة المدعومة برهن عقاري
SPC	Special Purpose Company	شركة ذات غرض خاص
SPE	Special Purpose Entity	منشأة ذات غرض خاص
SPV	Special Purpose Vehicle	أداة ذات غرض خاص
TPS	Trust Preferred Securities	الأوراق المالية الاستثمارية الممتازة
YSP	The Yield Spread	فرق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	الإهداء
II	شكر وتقدير
III	ملخص الدراسة باللغة العربية
IV	ملخص الدراسة باللغة الانجليزية
V	قائمة الاختصارات
XI-VII	قائمة المحتويات
XV-XIII	قائمة الجداول
XIX -XVI	قائمة الأشكال
XXI - XX	قائمة الملاحق
أ-ث	المقدمة العامة
أ	1/ تحديد إشكالية البحث
د	2/ فرضيات البحث
د	3/ اختيار الموضوع
هـ	4/ أهمية الموضوع
هـ	5/ أهداف الموضوع
هـ	6/ منهجية البحث
و	7/ حدود الدراسة
و	8/ أدبيات البحث
ت	9/ محتويات الدراسة
70-01	الفصل الأول: التمويل المهيكل كشكل من أشكال التمويل الحديث
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية التمويل المهيكل
03	المطلب الأول: مفهوم التمويل المهيكل
09	المطلب الثاني: الحالات البينية والحدود الفاصلة للتمويل المهيكل
14	المطلب الثالث: أدواته وتقنيات التمويل المهيكل وشركات تشغيله
19	المطلب الرابع: خصائص ومزايا معاملات التمويل المهيكل

23	المبحث الثاني: التمويل المهيكل والمنشآت ذات الغرض الخاص
23	المطلب الأول: مفهوم المنشآت ذات الغرض الخاص
27	المطلب الثاني: تشكيل «SPV» والدوافع الاقتصادية الأساسية من استخدامها
30	المطلب الثالث: الأشكال الأخرى لهياكل منشآت الغرض الخاص
34	المطلب الرابع: المنشآت ذات الغرض الخاص «SPES» وشركات تشغيل التمويل المنظم «SFOCs»
37	المبحث الثالث: مشتقات معدلات الفائدة
37	المطلب الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية على أسعار الفائدة
41	المطلب الثاني: مبادلات أسعار الفائدة «Interest Rate Swaps»
46	المطلب الثالث: خيارات أسعار الفائدة «Interest Rate Options»
51	المطلب الرابع: عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير «Caps» و«Floors»
57	المبحث الرابع: مشتقات الائتمان «Credit derivatives»
57	المطلب الأول: مشتقات الائتمان، مفهومها توثيقها وشروطها
60	المطلب الثاني: مبادلات الائتمان المعيبة ومبادلات مؤشرات الائتمان المعيبة
64	المطلب الثالث: مبادلات السلة المعيبة «Basket Default Swaps»
66	المطلب الرابع: مبادلات العائد الكلي «Total Return Swaps (TRS)»
70	خلاصة الفصل الأول
130-71	الفصل الثاني: توريق الديون الرهنية العقارية
72	تمهيد
73	المبحث الأول: ماهية التوريق
73	المطلب الأول: مفهوم التوريق
78	المطلب الثاني: متطلبات التوريق
83	المطلب الثالث: دوافع توريق الأصول
88	المطلب الرابع: أهداف الهيكلية
92	المبحث الثاني: هياكل التوريق
92	المطلب الأول: استعمال مشتقات أسعار الفائدة في معاملات التوريق
96	المطلب الثاني: هيكلية معاملات الوكالة المدعومة بواسطة «MBS»
100	المطلب الثالث: هيكلية المعاملات خارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية

104	المطلب الرابع: تعزيز الائتمان
111	المبحث الثالث: مزايا التوريق بالنسبة للأسواق المالية والاقتصاد
111	المطلب الأول: التوريق وتكاليف التمويل
114	المطلب الثاني: التوريق والوساطة المالية
117	المطلب الثالث: فوائد التوريق في الاقتصاد
121	المبحث الرابع: الانشغالات المتعلقة بآثار التوريق على الأسواق المالية والاقتصاد
121	المطلب الأول: تخفيض تأثيرات السياسة النقدية
123	المطلب الثاني: الأثر السلبي على البنوك
125	المطلب الثالث: تساهل معايير الاكتتاب ورداءة تصميم الأوراق المالية
128	المطلب الرابع: ازدياد غموض المخاطر المصرفية
130	خلاصة الفصل الثاني
253-131	الفصل الثالث: أثر التوريق على أداء أسواق الائتمان العقاري - الولايات المتحدة الأمريكية نموذجاً
132	تمهيد
133	المبحث الأول: مدخل إلى أسواق رأس المال وإلى سوق الرهن العقاري
133	المطلب الأول: ماهية أسواق رأس المال
148	المطلب الثاني: أسواق رأس المال الدولية
153	المطلب الثالث: سوق الرهن العقاري
163	المطلب الرابع: الطلب على التمويل الرهني العقاري
169	المبحث الثاني: أثر التوريق على تكلفة الائتمان
170	المطلب الأول: وصف البيانات والمتغيرات
177	المطلب الثاني: التحليل الإحصائي لأثر التوريق على تكلفة الائتمان
183	المطلب الثالث: النتائج التجريبية لأثر التوريق على تكلفة الائتمان
191	المطلب الرابع: النتائج التجريبية وأزمة الرهن العقاري
196	المبحث الثالث: أثر التوريق على توافر الائتمان
197	المطلب الأول: وصف البيانات والمنهجية المتبعة
202	المطلب الثاني: نماذج الانحدار لتحديد أثر التوريق على توافر الائتمان
204	المطلب الثالث: النتائج التجريبية لأثر التوريق على توافر الائتمان

211	المطلب الرابع: إنشاءات القروض ومشتريات السوق الثانوية في المناطق المحرومة
215	المبحث الرابع: أثر التوريق على تشتت المخاطر
216	المطلب الأول: وصف البيانات والمنهجية المتبعة
222	المطلب الثاني: التحليل القياسي لأثر التوريق على تشتت المخاطر
224	المطلب الثالث: النتائج التجريبية لأثر التوريق على تشتت المخاطر
232	المطلب الرابع: النتائج التجريبية لأثر التوريق على تشتت المخاطر في ظل الأزمة المالية
234	المبحث الخامس: أثر التوريق على السيولة
235	المطلب الأول: النمو في إنشاءات القروض وإدارتها
238	المطلب الثاني: أداء القروض الرهنية العقارية
243	المطلب الثالث: السيولة وتقلبات فروق العائد للأوراق المالية «MBS/CMBS»
250	المطلب الرابع: النتائج التجريبية والأزمة الائتمانية الأخيرة
253	خلاصة الفصل
397-254	الفصل الرابع: تحليل تباين أثر التوريق على أداء الأسواق الثانوية العقارية لبلدان شمال إفريقيا
255	تمهيد
256	المبحث الأول: نشأة وتنظيم أسواق رأس المال في بلدان شمال إفريقيا
256	المطلب الأول: نشأة وتنظيم أسواق رأس المال في مصر
261	المطلب الثاني: نشأة وتنظيم سوق رأس المال في المغرب
268	المطلب الثالث: نشأة وتنظيم سوق رأس المال في تونس
275	المطلب الرابع: نشأة وتنظيم سوق رأس المال في الجزائر
281	المبحث الثاني: التمويل العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا
281	المطلب الأول: نظرة عامة على الأسواق العقارية في بلدان شمال إفريقيا
291	المطلب الثاني: المكونات الأساسية للأسواق العقارية في منطقة شمال إفريقيا
297	المطلب الثالث: هيكل التمويل الرهني العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا
302	المطلب الرابع: عوائق التمويل والمسائل المرتبطة بالأصول والخصوم في تمويل الإسكان
305	المبحث الثالث: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية

306	المطلب الأول: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة الجزائر
318	المطلب الثاني: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة المغرب
343	المطلب الثالث: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة مصر
363	المطلب الرابع: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة تونس
379	المبحث الرابع: أثر توريق الديون الرهنية على أداء الأسواق الثانوية في منطقة شمال إفريقيا
379	المطلب الأول: أثر التوريق على تكلفة الائتمان
388	المطلب الثاني: أثر التوريق على توافر الائتمان
394	المطلب الثالث: أثر التوريق على تشتت المخاطر
395	المطلب الرابع: أثر التوريق على السيولة
397	خلاصة الفصل الرابع
407-398	الخاتمة العامة
399	الخلاصة العامة
401	نتائج اختبار الفرضيات
403	نتائج البحث
406	الاقتراحات
407	آفاق البحث
423-408	قائمة المراجع
452-425	ملاحق البحث

قائمة الجداول والأشكال والملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
35	الاختلافات ما بين «SFOCs» وأدوات التوصيل المدعومة بأصول	1
36	الاختلافات ما بين «SFOCs» و«CDOs»	2
184	اختبارات جذر الوحدة «ADF» و«PP» واختبار الاستقرار «KPSS»: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر	3
184	إختبار «Johansen» للتكامل المشترك: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر	4
185	معاملات «Johansen» المعدلة للتكامل المشترك: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر	5
185	انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية «OLS» مع أسلوب «Newey-West» لتصحيح الخطأ المعياري: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر	6
186	تحليل مكونات تباين الخطأ المتنبأ به لفرق العائد «YSP»: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر	7
187	اختبار توقعات «Granger» للسببية	8
203	عدد المناطق الإحصائية الحضرية بالنسبة لكل سنة	9
206	نتائج انحدار السلاسل الزمنية المقطعية ذو الآثار الثابتة	10
208-207	انحدار السلاسل الزمنية المقطعية ذو الآثار الثابتة: نتائج المربعات الصغرى ذات المرحلتين	11
209	مجموع إنشاءات القروض ومشتريات السوق الثانوية	12
210	نسبة التغير في مبلغ القرض للفرد من 2006 إلى 2007 - المتنبأ به مقابل الفعلي	13
227	ملخص نتائج الانحدار بالنسبة لنمو إجمالي القروض من 1990 إلى 2006	14
231	ملخص نتائج انحدار السلاسل الزمنية المتغير التابع: نسبة رأس المال الأساسي	15
242	اختبارات التوزيع لجميع القروض وللقروض المورقة فقط حسب نوع القرض	16

249-248	ملخص انحدارات «OLS» و«Newey-West» لتقلب الفروق ما بين مؤشرات ¹ «Merrill Lynch MBS and CMBS» والمؤشر المرجعي لسندات الخزانة	17
314	الإصدار الأول لشركة إعادة التمويل الرهني «SRH»	18
330	الإصدار الأول «FPCT CREDILOG I»	19
332	الإصدار الثاني «FPCT CREDILOG II»	20
333	الإصدار الثالث «FPCT CREDILOG III»	21
336	الإصدار الرابع «FPCT SAKANE»	22
339	الإصدار الخامس «FPCT CREDILOG IV»	23
352	الإصدار الأول 2005 – 2010 «Sarwa Securitization Company»	24
353	الإصدار الثاني 2006 – 2011 «Sarwa Securitization Company»	25
353	الإصدار الثالث 2007 – 2012 «Sarwa Securitization Company»	26
354	الإصدار الرابع 2008 – 2013 «Sarwa Securitization Company»	27
354	الإصدار الخامس 2009 – 2014 Sarwa Securitization Company	28
355	الإصدار السادس 2010 – 2015 Sarwa Securitization Company	29
355	الإصدار السابع 2010 – 2015 «Sarwa Securitization Company»	30
356	الإصدار الثامن 2011 – 2016 «Sarwa Securitization Company»	31
356	الإصدار التاسع 2012 – 2017 «Sarwa Securitization Company»	32
357	الإصدار العاشر 2013 – 2018 Sarwa Securitization Company	33
357	الإصدار الأول 2008 – 2012 Egyptian Securitization Company (ESC)	34
358	الإصدار الثاني 2009 – 2014 Egyptian Securitization Company (ESC)	35
358	الإصدار الثالث 2010 – 2017 Egyptian Securitization Company (ESC)	36
359	الإصدار الأول 2012 – 2016 Al Rehab Securitization Company	37
359	الإصدار الأول 2009 – 2017 El Taamir for Securitization Company (TSC)	38
360	الإصدار الأول 2010 – 2015 Al-Tawfeek for Securitization Company	39

361	الإصدار الأول 2006 – 2013 « Egyptian Arab Land Bank » «(EALB	40
362	الإصدار الثاني 2007 – 2017 « Egyptian Arab Land Bank » «(EALB	41
373	خصائص حصص «FCC BIAT- CREDIMMO 1»	42
376	خصائص حصص «FCC BIAT- CREDIMMO 2»	43
391	الزيادة السنوية في مبالغ القروض الرهنية العقاري السكنية الممنوحة عند نهاية كل سنة بملايين الدولارات الأمريكية	44

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
28	المعاملات المتضمنة في تشكيل «SPV» نموذجية	1
44	ملخص حول كيفية تغير قيمة المبادلة بالنسبة لكل طرف مقابل عندما تتغير أسعار الفائدة	2
49-48	العائد من مراكز الخيار الأساسية إذا ما تم الاحتفاظ بها إلى تاريخ انتهاء المدة	3
55	حاسبة بلومبرغ «Bloomberg» لعقود «cap» و«Floor» وعقد الخيار المختلط «Collar»	4
63	آلية مبادلة الائتمان المعيبة	5
68	مبادلة العائد الكلي	6
81	هيكل قاعدي للتوريق	7
82	سير عملية التوريق	8
160	تحليل الدفع الشهري على قرض بـ \$ 100.000 عند معدل 6.0% وأجل 30 سنة	9
173	الاختبار 1.2 القروض السكنية الضخمة (فترة كاملة) - معامل الارتباط -0.274	10
176-175	المتغيرات الأساسية (YSP و SEC) المستخدمة في الدراسة	11
187	استجابة فرق العائد «YSP» لصدمات معدلات التوريق «SEC»: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر	12
192	القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر - معدل التوريق وفرق العائد	13
193	القروض الرهنية العقارية الضخمة - معدل التوريق وفرق العائد	14
194	القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية - معدل التوريق وفرق العائد	15
198	مبلغ القرض للفرد الواحد سنوياً (المتوسط عبر كافة «MSAs») خلال الفترة 2000-2006	16
212	القروض الصادرة من المناطق المحرومة كنسبة من جميع الإنشاءات خلال الفترة 2000-2006	17

213	القروض المباعة للسوق الثانوية من المناطق المحرومة كنسبة من جميع القروض المباعة خلال الفترة 2000-2006	18
219	معدلات التوريق لمختلف فئات القروض استناداً إلى بيانات حسابات تدفق الأموال للولايات المتحدة الأمريكية من 1990 إلى 2006	19
220	المتوسط المرجح لنسب رأس المال	20
225	التركيبية الجغرافية للقروض المشتراة في السوق الثانوية من قبل المؤسسات خارج الرعاية الحكومية والمؤسسات غير البنكية	21
226	النسب المئوية للقروض المشتراة في السوق الثانوية من قبل مؤسسات من غير الوكالات الحكومية وغير المؤسسات البنكية	22
228	المستويات العليا لتوريق الأصول تزيد من معدل النمو الحقيقي للقروض	23
229	المستويات العليا لتوريق الأصول تحد من أثر صدمات أسعار الفائدة	24
230	المستويات العليا للتوريق لها أثر أكثر وضوحاً على البنوك ذات الأصول في أسفل المئين الخامس والسبعون من البنوك ذات الأصول في أعلى المئين الخامس	25
236	الإنشاءات بحسب نوع المقرض - من 1990 إلى 2006	26
237	حجم إنشاءات القروض الرهنية العقارية لأفضل 100 منشئ خلال الفترة 2000-2007	27
238	حجم القروض الرهنية العقارية المدارة من قبل أكبر 100 مؤسسة مديرة لقروض الرهن العقاري خلال الفترة 2001-2007	28
239	معدلات التأخر لجميع القروض الضخمة «Jumbo Loans» وللقروض الضخمة المورقة «Securitized Jumbo Loans»، أبريل 1997 - مارس 2007	29
240	معدلات التأخر لجميع القروض البديلة من الفئة «أ» «Alt-A Loans» وللقروض البديلة من الفئة «أ» المورقة، أبريل 1997 - مارس 2007	30
241	معدلات التأخر لجميع القروض عالية المخاطر «Subprime Loans» وللقروض عالية المخاطر المورقة، أبريل 1997 - مارس 2007	31
244	الإنشاءات حسب نوع المنتج خلال الفترة 1990-2006	32

246	تقلب فروق العائد اليومية لمؤشر «Merrill Lynch» للأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS» ذات تصنيف ثابت AAA وسندات الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات خلال الفترة جانفي 1998 - ديسمبر 2006	33
246	تقلب فروق العائد اليومية لمؤشر «Merrill Lynch» للأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS» ذات تصنيف ثابت بأجل استحقاق "10+" سنوات وسندات الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات خلال الفترة جانفي 1998 - ديسمبر 2006	34
250	معدلات التأخر وفقاً لعام النشأة: القروض المطابقة التقليدية	35
251	معدلات التأخر وفقاً لعام النشأة: القروض الضخمة	36
252	معدلات التأخر وفقاً لعام النشأة: القروض عالية المخاطر	37
282	نسبة القروض السكنية إلى الناتج المحلي الخام	38
283	نسبة القروض السكنية إلى إجمالي القروض	39
284	القروض العقارية السكنية المستحقة عند نهاية السنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الخام	40
285	القروض العقارية السكنية المستحقة عند نهاية السنة كنسبة مئوية من إجمالي القروض البنكية الممنوحة	41
286	القروض السكنية إلى الناتج المحلي الخام الفعلي	42
287	القروض السكنية إلى إجمالي القروض الفعلية	43
290	الحجم النسبي للتمويل العقاري السكني والتجاري ضمن إجمالي الإقراض البنكي	44
317	مخطط عملية التوريد في الجزائر	45
342	مخطط عملية التوريد في المغرب	46
372	خصائص الصندوق المشترك للديون « FCC BIAT- CREDIMMO 1» عند الإصدار	47
375	خصائص الصندوق المشترك للديون « FCC BIAT- CREDIMMO 2» عند الإصدار	48
378	مخطط عملية التوريد في تونس	49
382	تطور إصدارات التوريد خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014	50

383	تطور معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014	51
385	تطور فرق العائد «YSP» على أسعار فائدة السوق الأولية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014	52
390	تطور المبلغ الإجمالي للقروض الرهنية العقارية السكنية القائمة عند نهاية كل سنة بملايين الدولارات في الجزائر والمغرب وتونس	53
392	تطور إجمالي القروض العقارية السكنية القائمة عند نهاية السنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الخام في الجزائر والمغرب وتونس	54
393	محافظ القروض السكنية لبنك «BDL» المعاد تمويلها من قبل شركة «SRH» خلال فترة الدراسة 2000-2014	55

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان
425	الملحق رقم 1: الأشكال البيانية لتكلفة متغيرات الائتمان الدراسة النموذجية - الولايات المتحدة الأمريكية
425	• الاختبار 1: القروض السكنية عالية المخاطر، معامل الارتباط:-.655
426	• الاختبار 1: القروض السكنية عالية المخاطر، معامل الارتباط:-.449
427	• الاختبار 1: القروض السكنية عالية المخاطر، معامل الارتباط: .590
428	• الاختبار 2.1: القروض السكنية الضخمة (فترة كاملة)، معامل الارتباط:-.274
429	• الاختبار 2.2: القروض السكنية الضخمة (فترة فرعية)، معامل الارتباط:-.202
430	• الاختبار 3: القروض السكنية المطابقة التقليدية (تكرار Kolari)، معامل الارتباط: .195
431	• الاختبار 4: القروض السكنية المطابقة التقليدية، معامل الارتباط: .122 -
432	• الاختبار 5: فرق سعر الفائدة المتغير للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo)، معامل الارتباط: .163
433	• الاختبار 6: فرق سعر الفائدة الثابت للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo)، معامل الارتباط: .213 -
434	الملحق رقم 2: نتائج الاختبارات الإحصائية لتكلفة الائتمان الدراسة النموذجية - الولايات المتحدة الأمريكية
434	• الاختبار 1: القروض السكنية عالية المخاطر الفترة: من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006، عدد المشاهدات: 96 مشاهدة شهرياً
437	• الاختبار 2.1: القروض السكنية الضخمة (فترة كاملة) الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006، عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً
440	• الاختبار 2.2: القروض السكنية الضخمة (فترة فرعية) الفترة: من جانفي 2003 إلى جوان 2006، عدد المشاهدات: 42 مشاهدة شهرياً
443	• الاختبار 3: القروض السكنية المطابقة التقليدية (تكرار Kolari) الفترة: من جانفي 1986 إلى ديسمبر 1997، عدد المشاهدات: 144 مشاهدة شهرياً
446	• الاختبار 4: القروض السكنية المطابقة التقليدية (إمتداد Kolari) الفترة: من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006، عدد المشاهدات: 96 مشاهدة شهرياً
447	• الاختبار 4: القروض السكنية المطابقة التقليدية (إمتداد Kolari)

	الفترة: من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006، عدد المشاهدات: 96 مشاهدة شهرياً
448	<ul style="list-style-type: none"> الاختبار 5: فرق سعر الفائدة المتغير للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo) الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006، عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً
449	<ul style="list-style-type: none"> الاختبار 5: فرق سعر الفائدة المتغير للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo) الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006، عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً
450	<ul style="list-style-type: none"> الاختبار 6: فرق سعر الفائدة الثابت للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo) الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006، عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً
451	<ul style="list-style-type: none"> الاختبار 6: فرق سعر الفائدة الثابت للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo) الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006، عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً
452	<p>الملحق رقم 3: اختبار هوسمان للمنشأ الداخلي « Hausman Test of Endogeneity »</p> <p>الدراسة النموذجية - الولايات المتحدة الأمريكية</p>

المقدمة العامة

1/ تحديد إشكالية البحث:

تشكل تقنية التوريق «La titrisation» واحدة من المبتكرات المالية العالمية الأكثر أهمية التي عرفتها العشرينية الأخيرة من القرن الماضي، حيث تعرف بأنها تقنية تتنازل بموجبها مؤسسة ائتمان، تسمى بالمؤسسة المتنازلة، عن الديون المالية التي بحوزتها والمتواجدة ضمن ميزانيتها لصالح مؤسسة مالية متخصصة بغية تحويلها إلى سندات قابلة للتنازل تطرح للتداول في السوق العمومية.

ولتحديد مصطلح التوريق منذ البداية، تجدر الإشارة إلى أن هذا المصطلح انطوى استخدامه على معنيين مختلفين، ألا وهما:

التوريق "داخل الميزانية"، وهو تطور للوساطة المالية الذي يكمن في استبدال القروض البنكية التقليدية من خلال إصدار سندات قيم منقولة؛ أما المعنى الثاني فهو التوريق "خارج الميزانية" والذي يكمن في إصدار سندات مسندة أو مدعومة بديون رهنية وبأصول.

يتمتع التوريق خارج الميزانية بكفاءة في الأداء لسبب كون الأصول التي تعطي ضمان للسندات هي معزولة ومبعدة نهائياً من ميزانية المؤسسة المتنازلة. هذا النوع الأخير من التوريق هو الذي سنتناوله بالدراسة في هذا البحث.

لقد نشأت تقنية التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة ضغط في سوق السكن، ففي الحقيقة جاء تطور القرض الرهني في الولايات المتحدة الأمريكية كمحصلة لسوق سكنية فعالة، أين تم وضع، بصفة تدريجية، نظام تمويل طويل الأجل لتشجيع اقتناء السكن.

خلال سنوات السبعينيات، واجه نظام تمويل السكن صعوبات متفاقمة مردها إلى ظاهرتين: مستوى مرتفع لمعدلات الفائدة من جهة، وارتفاع سقف مستحقات الودائع من جهة أخرى. فضلاً عن ذلك، فإن تقلب معدلات الفائدة يجعل من إعادة تمويل القروض الرهنية بمعدلات ثابتة أكثر خطراً باللجوء إلى موارد قصيرة الأجل، خاصة أن مدة استحقاق القروض الرهنية تساوي أو تفوق خمسة عشرة سنة. في نفس الوقت، أصبحت السوق الثانوية للديون الرهنية جد ضيقة من أجل الاستجابة لاحتياجات تمويل مؤسسات الادخار والإقراض «Savings and Loan Associations».

إن أزمة السيولة هذه والمضاف إليها مخاطرة معدل الفائدة، أخلت بتوازن نظام التمويل الأمريكي للسكن، الأمر الذي أدى بالسلطات العمومية إلى تشجيع التوريق، الذي يعتبر كتقنية جديدة لإعادة تمويل الديون الرهنية. يشكل اللجوء إلى التوريق بالنسبة لغالبية مؤسسات الإيداع حلاً لمشاكلها، ذلك أنه يسمح لها بإخماد هذه الأزمة من خلال توفير طريقة جد فعالة كفيلاً برفع رؤوس الأموال وخلق النقود السائلة.

إن الهدف من التوريق هو جعل الديون التي تظهر في أصول ميزانية مؤسسات الإيداع سائلة وقابلة للتداول من جهة، والتسيير الأفضل لمخاطر الائتمان المرتبطة بالديون، من جهة أخرى. في الواقع، إذا كانت القروض بمعدلات متغيرة ومبيعات القروض التساهمية تسمح للمقرض باقتسام المخاطر مع المقرض، فإن توريق الديون يسمح له باستخراج الدين المورق من ميزانيته، ويخفض كذلك الاستحقاق المتوسط لمحفظه الديون ويتيح أيضاً التخلص من خطر التغير في معدلات الفائدة المرتبطة.

إنه لمن المجدي والمثير للاهتمام كذلك بالنسبة للمؤسسات المستثمرة والمسيرين، على حد سواء، تطور السوق الثانوية الذي هو نتاج لمتانة وسلامة سوق توظيف رؤوس الأموال، حيث يشكل تطوير السوق الثانوية واحدة من العلامات الأساسية لنمو السوق ونضجها.

تتمثل وظيفة السوق الثانوية في توفير السيولة التي توظف في منح القروض العقارية، فالسوق الثانوية تساهم في تدفق الأموال من الجهات التي لها فائض (المستثمرون) إلى الجهات التي هي في حاجة إلى أموال (المستهلكون). ويكون الطلب على رؤوس الأموال عادة في المناطق التي يكون الطلب فيها على السكن بصورة أكبر مع كونها غير مغطاة بادخار المواطنين في المنطقة. كما تعمل كذلك السوق الثانوية على التقليل من مشكلة التقلبات في معدلات الفائدة والسماح بالتنوع في محافظ القروض العقارية، ويكون هذا بطبيعة الحال، خاصة في البلدان المتطورة.

ويكون التعامل في السوق الثانوية محفوف بجملة من المخاطر لا بد من أخذها بعين الاعتبار عند كل عملية بيع وشراء للمحافظ العقارية. من هذه المخاطر يمكن أن نذكر على الأخص:

- مخاطر أسعار الفائدة.
- مخاطر المنتج.
- مخاطر الائتمان.
- مخاطر عدم الوفاء.
- المخاطر القاعدية.

أما عن أهمية السوق الثانوية فتكمن في كونها تسمح للمقرض (البنك) باسترجاع الأموال التي منحها للأفراد بهدف شراء مسكن عن طريق بيع هذه القروض في شكل محفظة عقارية في السوق الثانوية. ولهذه العملية عدة مزايا تعود على البنك يتمثل أهمها في عدم اللجوء إلى اكتتاب رأس مال مرتفع، وتوفير السيولة، والحصول على هامش ربح ثابت، مع تجنب كل مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة في السوق، وكذلك عدم التقيد بتطبيق القواعد الاحترازية المفروضة من قبل السلطات العمومية.

وتكمن أهمية السوق الثانوية بالنسبة للجهات الاستثمارية المؤسسية، كشرركات التأمين وصناديق التقاعد، وصناديق الاستثمار والمؤسسات المالية الأخرى التي تستثمر فائض أموالها في شراء سندات وأوراق مالية مضمونة بمرهونات عقارية عوض سندات مضمونة عن طريق مؤسسات، في خلق تدفقات مالية ذات نوعية عالية وعائد ثابت.

ويمكن القول عن سوق ثانوية أنها ذات كفاءة عالية، إذا كانت توجه رؤوس الأموال للتوظيف في المشاريع الأكثر إنتاجية والأكثر ربحية في المجتمع. ولا شك أن التمويل العقاري طويل الأجل هو واحد من هذه المشاريع إن لم نقل أهمها، فهو يعد من أهم العناصر التي يعتمد عليها الناتج المحلي الخام في أغلب بلدان العالم، كما يعتبر العنصر المحرك للنمو الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي.

يعتبر إنشاء مؤسسات إعادة التمويل الرهني، أو ما يعرف بكيانات الغرض الخاص، من بين الآليات والأساليب الحديثة التي تم التوصل إليها في البلدان المتطورة كحل لمشكلة تمويل قطاع السكن، إلا أن إدخال هذه الأنظمة الحديثة للتمويل العقاري طويل الأجل في منطقة شمال إفريقيا يعتبر حديثاً نسبياً، إذ يعود تاريخ أول ظهور لمؤسسة مالية متخصصة في هذا المجال إلى سنة 1997 في الجزائر، ليتوالى إنشاء هذا النوع من المؤسسات المالية في كل من المغرب ومصر سنة 2001 و2006 تبعاً. أما فيما يتعلق بوضع الإطار القانوني لتوريق الديون الرهنية فلقد كان بدايةً في المغرب سنة 1999، تلتها تونس ومصر سنة 2001، ثم الجزائر في 2006. وبالتالي فإن أسواق التمويل العقاري في منطقة شمال إفريقيا لا تزال في طورها الابتدائي خاصة بالنسبة للجزائر حيث لم يتم تطويرها بعد بالشكل الذي هي عليه في الولايات المتحدة الأمريكية أو الدول الأوروبية أو حتى بعض الدول النامية.

ضمن هذا السياق تبرز معالم إشكالية بحثنا التي قمنا بصياغتها في السؤال الرئيسي التالي:

- ما هو أثر توريق الديون الرهنية على أداء الأسواق الثانوية العقارية لبلدان شمال إفريقيا؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية العامة، الأسئلة الفرعية التالية التي سنحاول الإجابة عنها من خلال دراستنا هذه:

- ◀ ما هو أثر توريق الديون الرهنية على تكلفة القروض الممنوحة في دول شمال إفريقيا؟
- ◀ ما هو أثر توريق الديون الرهنية على توافر الائتمان في بلدان شمال إفريقيا؟
- ◀ ما هو أثر توريق الديون الرهنية على تشتت المخاطر في بلدان شمال إفريقيا؟
- ◀ ما هو أثر توريق الديون الرهنية على سيولة أسواق دول شمال إفريقيا؟

2/ فرضيات البحث:

تقوم دراستنا هذه على الفرضيات الرئيسية التالية:

1. إن توريق الديون الرهنية في دول شمال إفريقيا يؤدي إلى زيادة عرض القروض الرهنية المتاحة بالنسبة للمقرضين مما ينجر عنه انخفاض في معدلات الفائدة للقروض الرهنية المعروضة للمستهلكين.
2. إن توريق الديون الرهنية بطرح إصداره للتداول على مستوى الأسواق العقارية الثانوية لبلدان شمال إفريقيا يعمل على تنويع موارد التمويل بالنسبة للبنوك، كما يؤدي إلى خلق حركية جديدة على مستوى الأسواق العقارية الثانوية لهذه البلدان من حيث سرعة وحجم التداول على حد سواء.
3. يعتبر التوريق تقنية لتحويل المخاطر، تساهم في الفعالية المتنامية للأسواق الثانوية وللأنظمة المالية لبلدان شمال إفريقيا ككل.
4. إن توريق الديون الرهنية يؤمن درجة عالية من السيولة على مستوى الأسواق الثانوية لدول شمال إفريقيا، باعتبارها أسواقاً مستمرة لتداول الأوراق المالية.

3/ أسباب اختيار الموضوع:

لعل من أهم الأسباب التي أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع هو الوثيرة البطيئة التي تطبع تطور الأسواق الثانوية العقارية لدول شمال إفريقيا وذلك من خلال ملاحظتنا وتأملاتنا بخصوص مسيرة تطور هذه الدول في عدة مجالات من بينها: الأسواق المالية، المسيرة التنموية، سوق السكن، الطلب الكبير المعبر عنه فيما يخص عدد الوحدات السكنية...إلخ. وبالإضافة إلى ذلك فقد اجتمعت لدينا العديد من المؤشرات التي حفزتنا على تناول هذا الموضوع أهمها:

أولاً: تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة (بداية من شهر أوت 2007 تحديداً) بأزمة التمويل الرهني العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وما سببته من تداعيات ونكسات على البورصات الأمريكية ومنها إلى البورصات الأوروبية والآسيوية حتى وصلت تداعياتها إلى البورصات الناشئة ومنها إلى البورصات العربية.

ثانياً: محاولة معرفة هذه السوق (الثانوية العقارية) من حيث أبعادها وأشكالها ومؤثراتها.

ثالثاً: التأكد من وجود نقص وفراغ كبيرين فيما يتعلق بالدراسات الأكاديمية الجادة والبحوث التطبيقية التي تتناول هذه الموضوع بالشرح والتحليل.

رابعاً: إشكالية الدور الذي يمكن أن توطر به هذه السوق في بلدان شمال إفريقيا وبالتالي تصحيح الاختلالات والثغرات التي أوجدتها النظم المالية والقانونية.

4/ أهمية الموضوع:

تتبع أهمية هذا الموضوع من أهمية تطوير السوق الثانوية الرهنية وما لها من آثار إيجابية سواءً على المستوى الاقتصادي أو الاجتماعي، ومن أهمية التمويل العقاري الذي يعد من أهم العناصر التي يعتمد عليها الناتج المحلي الخام في أغلب بلدان العالم، وكونه العنصر المحرك للنمو الاقتصادي. بالإضافة إلى دور الأنظمة المفتوحة القائمة على آليات السوق في تعبئة الادخار طويل الأجل من أجل التمويل الرهني العقاري. كما تكتسي عملية توريق الديون الرهنية أهمية كبرى، كونها أداة مبتكرة حديثة عرفت انتشاراً واسعاً على الصعيد المصرفي الدولي.

5/ أهداف الدراسة:

بالنظر إلى كل ما سبق ذكره وبالنظر إلى أهمية تطوير الأسواق الثانوية العقارية، فإننا نصبو من خلال هاته الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. دراسة مدى مساهمة توريق الديون الرهنية في توفير السيولة على مستوى السوق الثانوية.
2. دراسة مدى أهمية توريق الديون الرهنية في تقليص المخاطر وزيادة حجم التعاملات في السوق الثانوية.
3. دراسة العلاقة بين اعتماد آلية توريق الديون الرهنية وتطوير السوق الثانوية.
4. دراسة مدى نجاعة آلية توريق الديون الرهنية في خلق تدفقات مالية ذات نوعية مرتفعة وثابتة على مستوى السوق الثانوية.
5. دراسة أثر توريق الديون الرهنية على تقلبات معدلات الفائدة على مستوى السوق الثانوية.
6. دراسة انعكاس عملية توريق الديون الرهنية على الأسواق الثانوية العقارية لبلدان شمال إفريقيا.

6/ منهجية البحث:

بغية الإجابة عن الإشكالية العامة للبحث فإن المنهج العلمي المتبع في هذا البحث يكمن في الملاحظة والوصف وكذا قياس الظواهر المالية وذلك من خلال التعرض بالتفصيل لكل المراحل والتطورات التي مرت بها الأسواق الثانوية العقارية، من جهة، ودراسة أهم الآثار التي أحدثتها عملية توريق الديون الرهنية على أداء تلك الأسواق من جهة أخرى، واللجوء إلى استخدام الاستقراء والاستنباط والاستنتاج بعد إجراء مقارنة بين هذه الأسواق لتحديد حجم التفاوت في الأداء لهذه الأخيرة في مختلف الدول محل الدراسة.

7/ حدود الدراسة:

فيما يتعلق بالحدود المكانية، اقتصرَت الدراسة على أربع دول، ممثلةً في: الجزائر وتونس والمغرب ومصر، لتحليل ومقارنة تباين أثر توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على أداء الأسواق الثانوية لمنطقة شمال إفريقيا، ولقد تم استبعاد ليبيا من الدراسة بسبب غياب البيانات الخاصة بهذا البلد سواءً فيما تعلق بالقطاع المالي، على وجه خاص، أو القطاع الاقتصادي بشكل عام. أما فيما يتعلق بالحدود الزمانية فلقد تم تحديد الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014 بغية دراسة أثر جميع عمليات التوريق التي تمت في بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة دون استثناء لأي إصدار. ولقد تم استخدام بيانات للفترة من 2005 إلى 2014 فقط فيما يخص القروض الرهنية العقارية السكنية الممنوحة والناجح المحلي الخام وبعض المتغيرات الأخرى لغياب البيانات أو تضاربها قبل هذه الفترة في البلدان محل الدراسة.

8/ أدبيات البحث:

يقدم هذا القسم لمحة عامة عن الأدبيات الموجودة من دراسات اقتصادية ومالية وكذا أبحاث أكاديمية تطرقت إلى أثر التوريق على المستهلكين والشركات والاقتصاد. معظم الدراسات والأبحاث التي تمكنا من الاطلاع عليها تناولت آثار التوريق على مستوى الاقتصاد والنظام المالي الأمريكي، والقلة قليلة منها فقط من تناول هذا الجانب من الدراسة بالنسبة لبعض الدول الأوروبية أو أستراليا أو بعض الدول النامية؛ وهذا مرده بطبيعة الحال إلى مستوى التطور الكبير الذي عرفته الهندسة المالية وابتكاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية، إضافة إلى الحجم الهائل لصفقات التوريق وما انجر عنها من آثار لدى هذه الأخيرة.

بصفة عامة، ركزت الأبحاث الأكاديمية في الأساس على أثر التوريق على الأسواق الرهنية السكنية، وهذا الأمر يبدو منطقياً على اعتبار أن القروض الرهنية السكنية تشكل الجزء الأكبر من إجمالي سوق التوريق، كما أن معطيات الرهن العقاري متاحة للجمهور من خلال قواعد البيانات، مثل قانون الإفصاح للقروض السكنية في الولايات المتحدة الأمريكية «The Home Mortgage Disclosure Act (HMDA)» والمسح الشهري لأسعار الفائدة «Monthly Interest Rate Survey (MIRS)».

في إطار استعراضنا هذا للأدبيات، نجد بأن العديد من الدراسات التطبيقية (التجريبية) تركز على أنشطة التوريق في سوق التمويل العقاري السكني لكل من «Fannie Mae» و«Freddie Mac». كما أن هناك العديد من الدراسات التي تم نشرها في السنوات الماضية والتي تعلقت بتوريق أنواع أخرى من الأصول (مثل القروض عالية المخاطر «Subprime» وقروض بطاقات الائتمان).

تورد الأدبيات عدداً من الأسباب التي من أجلها يمكن أن تختار المؤسسات توريق أصولها، حيث يعتبر التوريق كأداة مبتكرة تعمل على تخفيض تكاليف التمويل وتنويع مصادر الائتمان المتاحة للمؤسسات المالية. كما أن التوريق يساهم بفاعلية في توزيع المخاطر ما بين العديد من المستثمرين وتقليل تباين المعلومات الذي ينشأ عندما يكون طرف لديه معلومات أفضل أو أكثر من طرف آخر. سنحاول أن نلخص أدناه أهم الورقات البحثية، النظرية منها والعملية، التي عالجت بمزيد من التفصيل آثار التوريق.

جاء في دراسة "Greenbaum & Thakor, 1987"¹ إعطاء إطار نظري لفهم دور التوريق في الحد من تباين المعلومات، أين قام الباحثان بفحص الظروف التي في ظلها سيكون التوريق محفزاً للمودعين ليصبح كوسيلة تمويل بالنسبة للبنوك. ويدعمان قولهما بأنه عندما يكون للبنك معلومات أكثر أو أفضل عن المودعين أو المستثمرين فإن التوريق يمكن أن يحل أي تباين معلومات سامحاً بذلك للبنوك بالإبلاغ عن نوعية أصولها من خلال مستوى تعزيز الائتمان.

وفي دراسة "Hill, 1996"²، تم مناقشة فوائد التوريق من خلال نظرية "Modigliani & Miller"، حيث يثبت "Modigliani & Miller" بأن بنية رأس المال لشركة ما ليس له تأثير على قيمته. وبالتالي، ضمن سياق النظرية فإن الحاجة إلى التوريق لن تكون متواجدة في ظل الأسواق الكاملة. إلا أن "Hill, 1996" يجد فائدتين رئيسيتين للتوريق، حيث تكمن الفائدة الأولى في إمكانية تخفيض تكلفة المعلومات بالنسبة للباعة والمستثمرين في الأوراق المالية. أما الفائدة الثانية فتكمن في أن التوريق يمكنه كذلك تخفيض تكاليف الوكالة والتكاليف التنظيمية بالنسبة للشركة.

وهناك من الدراسات من ركز على أثر التوريق والتغيرات الهيكلية للأسواق الرهنية على سلوك التسعير البنكي، مثل دراسة "Benjamin Liu, 2008"³ التي قدم فيها نموذج بسيط لتفسير العوامل المحتملة التي من شأنها التأثير على السلوك البنكي، حيث تم دراسة هذه المسألة، ولأول مرة، من كلا المنظورين بالنسبة للآثار المترتبة على التكلفة والتغيرات الهيكلية للسوق، وذلك من خلال اختبار أربع معطيات بنكية رئيسية؛ وتم التوصل إلى أن فوارق عوائد المقرض مرتبطة إلى حد كبير بحصة البنك في السوق ومؤشرات تركيز كل من القروض القائمة والجديدة والتوريق على التوالي. وتشير النتائج كذلك إلى أن تراجع التركيز وزيادة المنافسة تسببت بشكل كبير في تغيرات انتشار (توسع) المقرض.

¹ Greenbaum, Stuart I., Anjan V. Thakor. (1987) **Bank Funding Modes: Securitization Versus Deposits**. Journal of Banking and Finance, September 1987, vol. 11, North Holland: elsevier science publishers, pp. 379-401.

² Hill, Claire A. (1996) **Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons**. Washington University Law Quarterly, Vol. 74, No. 4.

³ Liu, Benjamin. (2008) **The impact of securitisation and structural changes of Australian mortgage markets on bank pricing behavior**. International Journal of Banking, Accounting and Finance, vol. 1, No. 2, Inderscience Publishers.

وفي دراسة "عمر طالب وعبد الحميد غوفي، 2007" تم مناقشة أثر إعادة التمويل الرهني على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر من زاوية استحداث مؤسسة إعادة التمويل الرهني (SRH) الجزائرية، كمؤسسة متخصصة في التوريق تعمل على إعادة تمويل محافظ القروض الممنوحة مقابل ضمانات للشرائح الاجتماعية المحرومة من طرف الوسطاء المعتمدين، وأثر ذلك على تحسين أداء الائتمان المصرفي. ولقد تم التوصل إلى أن عملية إعادة التمويل الرهني المرتكزة على التوريق تسمح بتوزيع أفضل للمخاطرة المالية المتعلقة بمحافظ القروض الرهنية للبنوك وخلق مصادر مختلفة للدخل حتى وإن اقتصر ذلك على بنك واحد فقط، إلا أن أثر هذه العملية على مردودية الائتمان يمكن تسجيله، لدى كل من بنك التنمية المحلية (المكلف بتسيير محافظ القروض الرهنية) والقرض الشعبي الجزائري (المكلف بتأمين الخدمة المالية لإصدار القرض السندي)، حتى ولو كان هذا الأثر بسيطاً¹.

في حين نجد بأن هناك القليل من الدراسات العملية التي بحثت دور مساهمات الكيانات التي لا تدعمها الحكومة «Non-GSE» في سوق القروض الرهنية أو الأسواق الأخرى.

ومن حيث دراسة: هل هناك من أثر للتوريق على تكلفة القروض؟، فهناك العديد من الدراسات التي حاولت الإجابة عن هذا التساؤل من خلال تحليل أثر توريق الديون الرهنية على معدلات الفائدة للقروض الرهنية. والحجة التي تدعم فوائد التوريق في هذا الاتجاه، كون الزيادة في عمليات التوريق أدت إلى زيادة عرض القروض الرهنية المتاحة بالنسبة للمقرضين، مما جر بدوره إلى انخفاض في معدلات الفائدة للقروض الرهنية المعروضة للمستهلكين.

تعتبر الكيانات التي تدعمها الحكومة «GSEs» من المساهمين الرئيسيين في سوق التوريق، وأثر أنشطتها على تكلفة الائتمان تم دراسته بشكل موسع، كما أن هناك توافق عام في الأدبيات على أن الـ «GSEs» لها أفضلية تمويلية من خلال دعمها الضمني من طرف الحكومة لذلك يفترض أنها تتمتع بتكلفة منخفضة للإقراض، وبالتالي فهي قادرة على توريق القروض الرهنية دون الحاجة إلى تعزيز الائتمان².

واحدة من أولى الدراسات التي قامت بتحليل أثر الـ «GSEs» على عوائد القروض الرهنية كانت من قبل "Black, Garbade, & Silber, 1981"³، الذين قاموا بتطوير نموذج نظري لدراسة كيف يستجيب العائد عن القروض الرهنية للإدارة الفيدرالية للسكن «FHA» للزيادات في المبلغ القائم Outstanding

¹ طالب، عمر، غوفي، عبد الحميد. (2007) إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر -

دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH. مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، العدد الثاني. ص ص. 4-23.

² Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum.

³ Black, Deborah G., Garbade, Kenneth D., Silber, William L. (1980) **The Impact of the GNMA Pass-through Program on FHA Mortgage Costs.** The Journal of Finance, September 5-7, 1980, Vol. 36, No. 2, Denver: Papers and Proceedings of the Thirty Ninth Annual Meeting American Finance Association, pp. 457-469.

«amount» للأوراق المالية للهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري «GNMA». ويتوقع النموذج بأن عوائد «FHA» ينبغي أن تنخفض مثلما الطلب على الأوراق المالية لـ «GNMA» يزداد. نتائجهم التجريبية التي توصلوا إليها تتحقق من العلاقة العكسية ما بين توريق الديون الرهنية وعوائد القروض الرهنية.

وفي دراسة "Kolari, Fraser, & Anari, 1998"¹ تم بحث آثار التوريق على هوامش العائد في السوق الأولية للرهن العقاري للفترة 1985-1995، عندما أصبح التوريق يشكل المورد المهيمن للتمويل بالنسبة لسوق الرهن العقاري. لقد طبقوا تقنية التكامل المشترك «Cointegration» لاختبار التأثير طويل الأمد لعمليات التوريق المتزايدة مع مرور الوقت على هامش العائد للقروض الرهنية العقارية. ولقد وجدوا بأن حصة توريق القروض الرهنية إلى إجمالي الابتكارات الرهنية يزيد بـ 10%، وفوارق العائد عن القروض السكنية ينخفض بـ 20 نقطة أساس*. هذا الارتباط السلبي الذي وجدوه ما بين نمو التوريق والفرق في أسعار الفائدة تم كذلك رصده ضمن دراسات أخرى.

دراسة تحليلية نظرية أجريت من قبل "Heuson, Passmore, & Sparks, 2001"² تكشف السبب المتعارض ما بين المعدلات الرهنية والتوريق، الأمر الذي تم بحثه آنفاً في دراسة "Kolari, et al., 1998". قام أصحاب الدراسة بإنشاء نموذج عرض وطلب قاعدي لسلوك المقرض والمقرض في ظل سوق تنافسي يتمتع بمستوى معلومات كاملة، ثم بعد ذلك قاموا بإدخال دور المورق** «securitizer» الذي يحدد سعر الفائدة الأدنى على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» ونوعية الائتمان بالنسبة للقروض القابلة للتوريق. هذا النموذج يعثر على علاقة سلبية ما بين التوريق والمعدلات الرهنية، حيث يفترض أصحاب الدراسة بأن انخفاض أسعار الفائدة يزيد من عمليات التوريق بدلاً من العكس.

¹ Kolari, J. W., Fraser, D. R., Anari, A. (1998) **The effects of securitization on mortgage market yields: A cointegration analysis.** Real Estate Economics, Decembre 1998, Vol. 26, No. 4, American Real Estate and Urban Economics Association, pp. 677-693.

* نقطة الأساس «bp»: يقصد بها جزء من مائة من نسبة واحد بالمائة (أي أن نقطة الأساس الواحدة تعادل 0,01%) وتعد نقطة الأساس بمثابة أصغر مقياس مستخدم لإعطاء معلومات دقيقة عن إيرادات الفواتير والأذون والسندات.

² Heuson, A. J., Passmore, W., Sparks, R. (2001) **Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability.** The Journal of Real Estate Finance and Economics, Novembre 2001, Vol. 23, No. 3, pp. 337-363.

** «Mortgage securitizer»: شركة بيع قروض عقارية كأوراق مالية من خلال تحويل القروض العقارية إلى أوراق مالية.

دراسة أخرى للباحثين (Hendershott & Shilling, 1989)¹، تناولت أثر التوريق على تكلفة الاقتراض، حيث تعتبر الدراسة الأولى التي استخدمت تباين جامبو***-مطابقة**** لتقييم أثر عمليات توريق «GSEs». ما بين بداية سنوات الثمانينات وسنة 1986، لاحظ الباحثون حركة قوية في عمليات توريق «GSEs» للقروض تحت الحد الأدنى لمطابقة القروض، والتي هي عبارة عن قروض لائقة للشراء من قبل «GSEs». يفترض الباحثان بأن النمو السريع لعمليات شراء «GSEs» في سنوات الثمانينات خفض الفوائد على القروض المطابقة بالمقارنة مع القروض التي تتجاوز حد المطابقة (قروض جامبو). صاحبي الدراسة يستخدمون بيانات على مستوى القروض التي تم جمعها في ولاية كاليفورنيا شهرياً، من قبل مجلس البنوك الفيدرالية لتمويل السكن «Federal Home Loan Bank Board (FHLBB)»، على نحو يتم فيه فحص وتقسيم البيانات إلى فترتين زمنييتين، ماي إلى جوان 1978 وماي إلى جوان 1986. هذه هي السنوات التي قبلها وبعدها برزت هيمنة «GSEs». لقد قلصا من مجموعة البيانات لدراسة فقط القروض الرهنية بمعدل ثابت، حيث تم حذف القروض الممنوحة من قبل البنوك العقارية والتجارية والقروض ذات نسبة «LTV»*** الأقل من 70% والقروض التي أجل استحقاقها يقل عن 25 سنة. لاختبار فرضيتهم استخدموا طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية «OLS» لتحليل الانحدار، من أجل دراسة تأثير التغيرات في حجم القرض على التغيرات في معدل القرض الفعلي. النموذج يتضمن المتغيرات الصورية لنسبة «LTV»، سواء كان القرض يفوق أو يقل عن حد المطابقة للقروض.

هناك عدة دراسات قامت حتى بقياس تباين العائد لقروض جامبو-المطابقة باستعمال فرضيات ونماذج. وعلى الرغم من أن مقدار هذه التباينات يتفاوت إلا أن الدراسات تجد وباستمرار فارق معتبر ما بين معدلات الفائدة لكل من القروض المطابقة وقروض جامبو. تقدم الأدبيات أسباب مختلفة لهذا الفارق الملحوظ، فبعض

¹ Hendershott, Patric H., Shilling, James D. (1989) **The Impact of the Agencies on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields**. NBER Working Paper No. 2646, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 2, pp. 101-115.

*** قروض جامبو «Jumbo loan» هي قروض كبيرة جداً، تتوافق عادةً مع توجيهات الائتمان التقليدية من فئة «Prime» ولكن برصيد يزيد عن الحد الأقصى المسموح به بموجب البرامج التي ترعاها جيني ماي وهيئة فاني ماي ومؤسسة فريدي ماك.
*** القرض المطابق «Conforming loan» أو القرض المستوفي للشروط هو القرض الذي يستجيب لبعض المبادئ التوجيهية على النحو المنصوص عليه من قبل فاني ماي «Fannie Mae» وفريدي ماك «Freddie Mac». أكثر هذه المبادئ التوجيهية شيوعاً هي: حجم القرض ونسبة الدين إلى دخل المقترض «Debt-to-income (DTI)».

*** «Ratio LTV (Loan To Value Ratio)»: وتسمى بنسبة القرض إلى القيمة، ويقصد بها رصيد القرض المضمون برهن، إما مقسوماً على قيمة العقار الذي يموله القرض أو مقسوماً على السعر الذي يدفعه المقترض من أجل اقتناء العقار. وتعد نسبة القرض إلى القيمة مقياساً لكمية الحصة التي يمتلكها المقترض من الأصل الذي يضمن القرض، بحيث كلما زادت نسبة القرض إلى القيمة، كلما قلت حصة المقترض المعرضة للمخاطر وقلت الحماية المتاحة للمقرض بسبب ترتيب الضمان.

الدراسات تسنده إلى «GSEs» التي قامت بخلق سوق سائلة للقروض المطابقة؛ ودراسات أخرى تعزوا ذلك إلى متغيرات مثل تقلبات أسعار السكنات. نوجز أهم هاته الدراسات كالاتي:

يدرس "Cotterman & Pearce, 1996"¹ الكيفية التي ستضبط بها معدلات الرهن العقاري في حال ما إذا كانت الأوراق المالية لـ «Fannie Mae» أو «Freddie Mac» لا تحظى بالدعم الضمني للحكومة. لأجل ذلك، يستعملان الفرق ما بين معدلات الفائدة للقروض المطابقة وغير المطابقة كتقدير لحجم أثر «GSEs» على معدلات الرهن العقاري. باستعمال بيانات المعدلات الثابتة للرهن العقاري لكل من ولاية كاليفورنيا و 11 ولاية أخرى، يقيم "Cotterman & Pearce" تباين القروض جامبو-المطابقة من سنة 1989 إلى سنة 1993 مستعملين طريقتي "Hendershott & Shilling, 1989"، حيث يقدران بأن معدلات الفائدة على القروض المطابقة كانت منخفضة بـ 25 إلى 40 نقطة أساس عن معدلات الفائدة المطابقة على القروض التي تفوق حد المطابقة للقروض في سنوات التسعينات. الكاتبان يفترضان بأن هذا الفرق ينشأ بسبب ارتفاع التكاليف المرتبطة بتوريق قروض جامبو. ويريان بأن مُصدري الأوراق المالية، من غير الوكالات، الذين يقومون بتوريق القروض غير المطابقة بواسطة طرق أكثر كلفة مثل تعزيز الانتماء وتوريق الأصول عالية الجودة يبرر هيمنة «GSEs».

دراسة "Thibodeau, Buttimer, & Ambrose, 2001"² تقدم تفسير مختلف لسبب تباين معدلات قروض جامبو- المطابقة، حيث يرتئي أصحاب الدراسة بأن تقلبات أسعار السكنات يمكن أن تفسر تباين العائد الملحوظ. لأجل إثبات ذلك، قاموا بإنشاء نموذج تسعير رهن عقار. هذا الأخير، يتطلب مدخلات لتقلبات أسعار السكنات من أجل حساب معدلات الرهن العقاري النظرية بالنسبة لقروض جامبو والقروض المطابقة. باستعمال بيانات أسعار السكنات من سنة 1980 إلى سنة 1997، قاموا عملياً بتحديد تقلبات الأسعار من أجل تقييم معتدل للمنازل (القروض المطابقة) وتقييم مرتفع للمنازل (قروض جامبو أو القروض غير المطابقة). بضبط العوامل الاقتصادية الأخرى، وجدوا بأن التقلبات في القيم المعتدلة والمرتفعة لأسعار المنازل أنتجت فارق معتبر لعوائد القروض جامبو-المطابقة. يتوقع النموذج المعد أنه في المتوسط يمكن أن تبرر تقلبات أسعار المنازل أكثر من 20% من تباين العائد، مع ذلك فإن حجم هذا التأثير يتوقف على الافتراضات الموضوعية حول الضوابط الاقتصادية في النموذج.

¹ Cotterman, Robert F., Pearce, James E. (1996) **The Effects of the Federal National Mortgage Association and the Federal Home Loan Mortgage Corporation on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields.** In *Studies on Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac*, edited by U.S. Department of Housing and Urban Development, Office of Policy Development and Research, Washington, D.C.: Government Printing Office, pp. 97-168.

² Ambrose, Brent W., Buttimer, Richard., Thibodeau, Thomas. (2001) **A New Spin on the Jumbo/Conforming Loan Rate Differential.** The Journal of Real Estate Finance and Economics, November 2001, Vol. 23, No. 3, pp 309-335.

وفي دراسة لمكتب الميزانية للكونجرس الأمريكي «CBO, 2002»¹، تم قياس حجم المزايا التمويلية لـ «GSEs» التي انعكست على المستهلكين من حيث معدلات الرهن العقاري المنخفضة. يتبع «CBO» نفس الطرق التي تم استخدامها من قبل الدراسات الأخرى، لكن يقيس تباين معدلات قروض جامبو-المطابقة باستخدام عينة أكبر للبيانات وعلى نطاق كل الولايات الأمريكية، للفترة ما بين 1995 و2000. يقدر «CBO» بأن متوسط فارق العائد ما بين الأوراق المالية لـ «GSE» وإصدارات الدين المماثلة من قبل مقرضين خواص هو 41 نقطة أساس. من مزايا هذه الـ 41 نقطة أساس، تقدر الدراسة بأن 25 نقطة أساس تنتقل إلى المقترضين في شكل معدلات فائدة منخفضة. و16 نقطة الأساس المتبقية يتم الاحتفاظ بها لصالح مساهمي «Fannie Mae» و«Freddie Mac».

أما دراسة "Passmore, Sparks, & Ingpen, 2002"² فهي تقارن عمليات توريق القروض الرهنية المنجزة من قبل «GSEs» مع نظيراتها المنجزة من قبل المؤسسات الخاصة. أصحاب الدراسة قاموا بإنشاء نموذج لاستحداث فارق نظري ما بين المعدلات المدفوعة على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» المصدرة من طرف «GSEs» والمؤسسات الخاصة وبين المعدلات على القروض الرهنية السابقة (المتمتعة بالأسبقية). كما قاموا كذلك بتحليل النحو الذي يؤثر فيه السلوك التنافسي وغير التنافسي لـ «GSEs» على معدلات الرهن العقاري. ثم بعد ذلك، قاموا بمقارنة تلك القيم مع الفارق الحقيقي المحسوب باستعمال بيانات المسح الشهري لأسعار الفائدة «MIRS» من سنة 1992 إلى 1999. قام أصحاب الدراسة بعزل عينة للقروض المطابقة ولقروض جامبو التي لها خصائص مماثلة ورسم الفرق في متوسط أسعار الفائدة، فوجدوا بأن هناك تباين هام في الفرق، خاصةً عندما كان هذا الأخير سالباً في سنة 1994. هم يفترضون بأن ذلك قد يكون راجع إلى التطبيقات الجديدة لتسعير «MBS». كان متوسط الفرق ما بين القروض المطابقة وغير المطابقة 18 نقطة أساس خلال كامل الفترة الزمنية و23 نقطة أساس باستبعاد السنوات 1992-1994. ويخلصون في الأخير إلى أن معدلات الرهن العقاري لـ «GSEs» هي الأدنى على العموم، وهو ما يتسق مع نتائج نموذجهم. يظهر هذا جلياً عندما تتصرف «GSEs» بتنافسية، لأن الدعم الضمني لهذه الأخيرة من قبل الحكومة يسمح لها ببيع الأوراق المالية دون تعزيز الائتمان، الأمر الذي تضطر إليه المؤسسات الخاصة.

¹ Interest Rate Differentials Between Jumbo and Conforming Mortgages. (2001) United States Congressional Budget Office, 1995-2000. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.

² Passmore, Wayne., Sparks, Roger., Ingpen, Jamie. (2002) GSEs, Mortgage Rates, and the Long-Run Effects of Mortgage Securitization. The Journal of Real Estate Finance and Economics, September 2002, Volume 25, Issue 2-3, pp. 215-242.

دراسة "McKenzie, 2002"¹، وفيها قام بقياس تباين العائد لقروض جامبو والمطابقة باستعمال بيانات «MIRS» من سنة 1986 إلى 2000. استعمل طريقة «OLS» لتحليل الانحدار مع متغيرات تم تحديدها في دراسات أخرى كمؤثر على معدلات الرهن العقاري. تتمثل هذه المتغيرات في حجم القروض ونسبة «LTV» ومتغيرات وهمية محلية ومتغيرات وهمية زمنية ومتغيرات وهمية لتسجيل ما إذا كان القرض أعلى أو أدنى من حد مطابقة القروض. وجد صاحب الدراسة أنه بضبط تلك المتغيرات فإن متوسط فرق العائد للقروض جامبو-المطابقة خلال الفترة 1986-2000 كان 22 نقطة أساس، بينما في الفترة 1996-2000 كان هذا الفرق 19 نقطة أساس فقط.

تناول "Passmore, Sherlund, & Burgess, 2005"² دراسة التباين ما بين قروض جامبو المضمونة برهونات «Jumbo Mortgages» والقروض المطابقة المضمونة برهونات «Conforming Mortgages» المشتراة من قبل «GSEs» باستعمال بيانات «MIRS» من أبريل 1997 إلى ماي 2003. في البداية قاموا بإعداد إطار نظري يعتمد على العرض والطلب في سوق القروض الرهنية، لتحديد العوامل التي تؤثر على تباين قروض جامبو-المطابقة. بخلاف الميزة التمويلية لـ «GSE»، قاموا بتحديد الطلب على القروض الرهنية والقدرة على التمويل المصرفي وكذا السيولة في سوق القروض الكبيرة (جامبو) كعوامل إضافية من شأنها التأثير على التباين. ثم قاموا بإرجاء معدلات الرهن العقاري على مختلف خصائص القرض بما في ذلك المتغير الوهمي لقروض جامبو المضمونة برهن لالتقاط تباين جامبو-المطابقة. أخيراً، قاموا بإرجاء التباين التقديري جامبو-المطابقة على العوامل المشتقة من نموذجهم النظري. وجد أصحاب الدراسة بأن متوسط تباين جامبو-المطابقة يعادل 16 نقطة أساس وأن الميزة التمويلية لـ «GSE» تشكل على الأغلب 7 نقاط أساس من هذا الفرق.

قدم "Blinder, Flannery, & Lockhart, 2006"³ تقديراً جديداً لتباين معدل الرهن العقاري لقروض جامبو-المطابقة باستعمال النسخة المعدلة لنموذج "Hendershott & Shilling, 1989". على غرار الدراسات السابقة، قام الباحثون بتضمين نماذجهم متغيرات وهمية لتوضيح العوامل التي من شأنها التأثير على الفرق الملحوظ ما بين قروض جامبو والقروض المطابقة، فضلاً عن آثار التوريق. باستعمال بيانات «MIRS» من أبريل 1997 إلى ماي 2003، قام أصحاب الدراسة بإعداد ثلاث نماذج، يدرس الأول أثر التغيرات في عوامل القرض (مثل: «LTV»، المبلغ الأصلي، أو ما إذا كان القرض جديد) وعوامل السوق (مثل:

¹ McKenzie, Joseph A. (2002) **A Reconsideration of the Jumbo/Non-Jumbo Mortgage Rate Differential**. Journal of Real Estate Finance and Economics, September 2002, Vol. 25, pp. 197-213.

² Passmore, Wayne., Sherlund, Shane M., Burgess, Gillian. (2005) **The Effect of Housing Government-Sponsored Enterprises on Mortgage Rates**. Real Estate Economics, Septembre 2005, Vol. 33, No. 3, pp. 427-463.

³ Blinder, A. S., Flannery, M. J., Lockhart, B. G., **New Estimates of the Jumbo-Conforming Mortgage Spread**. Unpublished Paper, 2006.

معدلات الخزينة الجارية أو شهر إنشاء القروض) على تباين العائد لقروض جامبو-المطابقة. أما النموذج الثاني فيتناول على وجه التحديد تأثير التوريق على القروض شبه المطابقة التي كانت تصدر كل نوفمبر وديسمبر، قبل أن يطلق مكتب الإشراف على الأعمال الإسكانية الفيدرالي «OFHEO» الحدود الجديدة لمطابقة القروض، في جانفي من السنة الموالية. يرى أصحاب الدراسة أن المقرضين الأصليين «Originators» يميلون إلى تقديم معدلات فائدة منخفضة بالنسبة للقروض شبه المطابقة لاستباق أي زيادة قد تحدث في حد القرض المطابق. أخيراً، يحلل أصحاب الدراسة أثر عوامل الائتمان والسوق التي يمكن أن تؤثر على المعدلات في أسواق جامبو والمطابقة، على سبيل المثال يدعمون ملاحظة أن معدلات قروض جامبو يمكن أن تكون أكثر حساسية للمتغيرات، مثل نسب «LTV»، من القروض المطابقة. بعد السيطرة على عوامل أخرى، يقدر المعدل على قرض مطابق كما لو كان مسعراً مثل قرض جامبو بنفس الخصائص والعكس صحيح. جميع الانحدارات الثلاثة تنتج تقديرات مماثلة لتباين جامبو-المطابقة والتي هي في المتوسط 25 نقطة أساس.

في سياق متصل للبحوث، وسعت الكاتبة "Gonzalez Rivera"¹ التحليل المتعلق بنشاط التوريق لـ «GSES» ليمتد إلى تحليل دور الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية المحتفظ بها من قبل الـ «GSES» «FNMA & Freddie Mac». تظهر الدراسة بأن المحافظ المحتفظ بها يبدو أنها ستكون أداة قوية للتأثير على فوارق العائد في كلا السوقين الأولية والثانوية للقروض الرهنية. وترى صاحبة الدراسة بأن وظيفة الاستثمار على المدى الطويل تربط عوائد القروض الرهنية بحجم محافظها الاستثمارية، ضامنةً بذلك عدم تباعد الفرق لأجل غير محدد. وتقدر الباحثة بأن زيادة نقطة أساس واحدة في الفرق تحدث ضح لـ 554 مليون دولار في السوق الثانوية. وعندما يكون هناك انحراف لتوازن مستويات الاستثمار على المدى الطويل فإن ديناميكيات المدى الصغير (التغيرات في المشتريات والفارق) يتم تحريكها لتصحيح الاختلال في التوازن، وهاته المزاي تنتقل مباشرة إلى مالك المنزل. تشير الكاتبة إلى أن هناك آلية انتقال واحد إلى واحد، حيث أن انخفاض نقطة أساس واحدة من الفارق في السوق الثانوية يؤدي إلى تخفيض الفارق في السوق الأولية بنقطة أساس واحدة، مما يجعل هذه الأسواق تتسم بالكفاءة.

¹ González-Rivera, Gloria. (2001) **Linkages Between Secondary and Primary Markets for Mortgages: The Role of Retained Portfolio Investments of the Government-Sponsored Enterprises.** Journal of Fixed Income, June 2001, Vol. 11, No. 1, pp. 29–36.

الكاتبان "Naranjo & Toevs, 2002"¹ بحثاً آثار أنشطة «GSEs» على فوارق العائد للقروض الرهنية والتقلبات، حيث درسا أثر مشتريات «Fannie Mae» وعمليات توريق «GSE» على فوارق العائد بالنسبة إلى معدل الخزينة لـ 10 سنوات، للقروض الرهنية المطابقة وغير المطابقة، كما قاما كذلك بحساب تباين جامبو-المطابقة. النتائج المتحصل عليها من خلال النماذج التي قاموا بإعدادها تظهر بأن كلا النشاطين يخفضان بصورة ملحوظة فوارق العائد للقروض المطابقة وغير المطابقة. لقد وجدوا بأنه عندما تزيد «Fannie Mae» من مشترياتها بـ 10 % فإن عائد القروض المطابقة ينخفض بـ 17 نقطة أساس، بينما فارق عائد القروض غير المطابقة ينخفض بـ 8 نقاط أساس. هذا يشير إلى أن النشاط في السوق الثانوية للقروض المطابقة يؤثر كذلك على سوق القروض الرهنية غير المطابقة، ربما لأن المقرضين يستخدمون سوق القروض الرهنية المطابقة من أجل التغطية الوقائية (التحوط «Hedging») لقروضهم الرهنية غير المطابقة ولتحديد التسعير بالنسبة لأوراقهم المالية.

دراسة "Lehnert, Sherlund, & Passmore, 2006"² تحلل أثر محفظة مشتريات «GSEs» على فوارق عائد القروض الرهنية الأولية والثانوية. تستخدم الورقة البحثية نموذج متجه الانحدار الذاتي «Vector Auto Regression (VAR)» للعلاقة ما بين أنشطة «GSE» في السوق الثانوية وفوارق معدلات الفائدة الرهنية للفترة من 1993 إلى 2005. النموذج يدرس الكيفية التي تستجيب بها فوارق معدلات الفائدة الرهنية إلى التغيير في محفظة مشتريات «GSE». قام أصحاب الدراسة ببناء وظائف اندفاعية لاختبار ما إذا كانت صدمات انحراف معياري واحد عند الشراء والإصدار، لها أثر مهم على هوامش القروض الرهنية الأولية والثانوية. على الرغم من أن النموذج يتنبأ بارتباط موجب ما بين المشتريات والفوارق وكذا ارتباط سالب ما بين إصدار وهامش «MBS»، إلا أن كلا التنبؤين له مجال ثقة يتضمن الصفر. خلافاً للدراسات التي ناقشناها سابقاً، فإن أصحاب هذه الدراسة لم يكن باستطاعتهم إيجاد علاقة إحصائية معبرة ما بين أنشطة «GSE» وفوارق عائد القروض الرهنية.

بعض الأوراق البحثية تناولت أثر التوريق على تكلفة الائتمان خارج الأسواق الأمريكية، مثل دراسة "Pais, 2008"³ التي تناولت أثر التوريق على معدلات الرهن العقاري المعتمدة من قبل أنواع مختلفة من

¹ Naranjo, Andy., Toevs, Alden. (2002) **The Effects of Purchases of Mortgages and Securitization by Government Sponsored Enterprises on Mortgage Yield Spreads and Volatility.** Journal of Real Estate Finance & Economics, Vol. 25, No. 2, pp. 173-195. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=307804> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.307804>

² Lehnert, Andreas., Sherlund, Shane M., Passmore, S. Wayne. (2006) **GSEs, Mortgage Rates, and Secondary Market Activities.** Finance and Economics Discussion Series, FEDS Working Paper No. 2005-07; FEDS Working Paper No. 2006-30, September 2006, Washington DC: Federal Reserve Board. [Online] Available at: <http://ssrn.com/abstract=658281> or <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2005/200507/200507pap.pdf>

³ Pais, Amelia. (2008) **Securitization and Rate Setting in the UK Mortgage Market.** International Review of Finance, March/June 2008, Vol. 8, Issue 1-2, pp. 57-80. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1138834> or <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2443.2008.00074.x>

المقرضين في سوق الرهن العقاري للمملكة المتحدة. وجدت صاحبة الدراسة بأن المقرضين الذين يمولون القروض الرهنية من خلال التوريق (المقرضون المركزيون) قادرون على الاستجابة بسرعة أكثر للتغيرات في أسعار الفائدة مقارنة بالمقرضين الذين يمولون القروض الرهنية من خلال الودائع البنكية (مؤسسات الإيداع). هذا يسمح للمقرضين الذين يقومون بالتوريق المرور فوق تغيرات معدلات الفائدة بصفة أسرع إلى المقترضين، في حين أن الاستجابات السريعة للتغيرات في السعر المعروف بين البنوك في لندن * «LIBOR» يمكن أن يكون لها مزايا إيجابية للمقرضين. كما يمكن لها كذلك ترك المقرضين أسوأ نسبياً في خارج أوقات ارتفاع أسعار الفائدة.

ومن حيث دراسة: هل هناك من أثر للتوريق على توافر الائتمان؟، فإن الأدبيات تشير إلى أن التوريق يزيد من السيولة البنكية مما يؤدي إلى توفير الائتمان، على اعتبار أن التوريق يتيح للبنوك المصدرة تحويل قروضها غير السائلة تقليدياً إلى أوراق مالية قابلة للتداول وبالتالي تحرر رأس المال من أجل المزيد من القروض. هناك عدد قليل من الدراسات التي تطرقت إلى قياس أثر التوريق على الحصول على الائتمان من قبل المستهلكين والمشاريع، لكن بالمقابل هناك عدد أكبر من الأعمال الذي تناول قياس دور نشاط «GSE» في زيادة الائتمان الرهني العقاري في المناطق النائية.

هناك دراسات أعدت من قبل "Loutskin, 2005" و "Loutskina & Strahan, 2006" عالجت دور التوريق في تخفيض أثر الوضعية المالية للبنك على استعدادها لتوفير الائتمان. "Loutskin, 2005"¹ قامت ببناء مؤشر توريق يقيس قدرة البنك على توريق الأصول داخل ميزانيته خلال زمن معين، حيث قامت بدراسة الكيفية التي يمكن من خلالها للزيادة المحتملة في السيولة الناتجة عن القدرة على التوريق أن تؤثر في استعداد البنوك التقليدية على توفير الائتمان. وترجع الكاتبة لوغاريتم النمو الحقيقي للقروض إلى سلسلة من المتغيرات بما فيها حجم البنك ومؤشر التوريق ومؤشر للسياسة النقدية. النتائج تظهر بأنه عندما يكون عرض النقود مقيد (مثل: التضيق النقدي «monetary tightening») فإن البنك الذي له قدرة أكبر على توريق محافظه للقروض يكون له إنكماشات أقل في نمو القروض. وتشير الدراسة إلى أن التوريق يزيد في عرض الائتمان المصرفي في مختلف القطاعات بما في ذلك القروض التجارية غير السائلة.

* سعر الفائدة المعروضة بين البنوك في لندن «LIBOR»: ويقصد به سعر الفائدة الذي تتبادله البنوك الدولية الكبيرة فيما بينها في لندن عند اقتراض الأموال. وهناك أسعار ليبور للإيداعات تتفاوت مع اختلاف مواعيد الاستحقاق.

¹ Loutskina, Elena. (2005) Does Securitization affect Bank Lending? Evidence from Bank Responses to Funding Shocks, mimeo, March 2005.

أما "Loutskina & Strahan, 2006"¹ فيركزان تحليلهما على العلاقة ما بين استعداد البنوك لاعتماد القروض الرهنية الضخمة "جامبو" بالمقارنة مع القروض الرهنية غير الضخمة «Non-Jumbo Mortgages» ووظائفها من تكاليف التمويل المصرفي وسيولة الميزانية. يرى الباحثان بأن القروض المطابقة تتمتع بسيولة أكثر من قروض جامبو نظراً لسوق تلك القروض التي أنشأتها «GSE»، حيث أن هذه السيولة الإضافية تخفف من وطأة الوضعية المالية للبنك على معدل قبولها. تظهر نتائجهما بأن معدلات القبول للقروض المطابقة لا تتغير مع سيولة البنك وتكاليف تمويله، مؤكداً بذلك على أن الوضعية المالية للبنك ليس لها أثر على استعداده لإنشاء قروض مطابقة. كما أن النتائج لا تظهر بأن معدلات القبول لقروض جامبو تخضع لوضعية البنك. لقد وجدوا بأن البنوك مع سيولة أكثر للميزانية وتكاليف تمويل منخفضة يمكنها اعتماد معدلات أكبر لقروض جامبو مقارنة مع القروض غير الضخمة «Non Jumbo Loans». ويخلص الكاتبان إلى نتيجة مفادها أن التكلفة المنخفضة للتمويل والزيادة في سيولة الميزانية ترفع من احتمال اعتماد البنوك للقروض الرهنية الضخمة، في حين ليس لها أثر على احتمال اعتماد البنوك للقروض غير الضخمة. ويشيران إلى أن زيادة التوريق جعلت الحصول على التمويل أقل حساسية لقيود عرض الائتمان المحلي.

الأدبيات العملية هي الأخرى تحتوي على بعض المناقشات فيما يتعلق بأثر مشتريات «GSE» على توافر الائتمان وزيادة نشاط سوق السكن في المناطق المحرومة. حيث نجد Ambrose & Thibodeau،² "2004 يقيمان أثر أهداف الإسكان الميسرة «the Affordable Housing Goals (AHG)»، المسطرة من قبل وزارة الإسكان والتنمية الحضرية الأمريكية، على زيادة توافر الائتمان الرهني العقاري في المناطق الإحصائية الحضرية * «MSAs» التي تم استهدافها على وجه الخصوص. هذه الأهداف «AHG» تستوجب تخصيص نسبة معينة من نشاط شراء «GSE» إلى المناطق ذات الدخل المنخفض والمعتدل. يحلل أصحاب الدراسة العلاقة ما بين حجم عملية إنشاء القرض وعدد المقترضين من المناطق المحرومة مع ضبط الخصائص الاقتصادية والديموغرافية. ويحللون أيضاً مشتريات «GSE» من القروض الجذابة لاختبار أثر أنشطة «GSE». باستخدام بيانات «HMDA» للفترة من 1996 إلى 1999، وجدوا بأن هناك علاقة إيجابية ما بين مجموع عمليات إنشاء القروض الرهنية ونسبة المقترضين المحرومين داخل «MSA»، بالرغم من

¹ Loutskina, Elena., Strahan, Philip E. (2006) **Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates.** Journal of Finance, January 1, 2006, Vol. 64, pp. 861-889; AFA 2007 Chicago Meetings Paper. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=876427> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.876427>

² Ambrose, Brent W., Thibodeau, Thomas G. (2004) **Have the GSE affordable housing goals increased the supply of mortgage credit?.** Regional Science and Urban Economics, Vol. 34, No. 3, pp. 263-273. [Online] Available at SSRN: <http://leeds.colorado.edu/asset/publication/ambrose2004mortgages.pdf>

* في الولايات المتحدة الأمريكية «Metropolitan Statistical Area» هي المنطقة الجغرافية ذات الكثافة السكانية العالية نسبياً والتي في جوهرها علاقات اقتصادية وثيقة مع جميع أنحاء المناطق الخارجية.

أن الأثر كان محدوداً إلى 1998. كما وجدوا بأن مجموع حجم عمليات إنشاء القروض الرهنية مرتفع كذلك في «MSAs» أين يرتفع نشاط شراء «GSE». ويخلصون في الأخير إلى أن هذا التوافر المتنامي للائتمان في المناطق المحرومة يثبت الأثر الإيجابي لنمو نشاط «GSE» كما نصت عليه أهداف الإسكان الميسرة «AHG».

(Goderis et all, 2007)¹ قاموا بتقدير أثر التزامات البنوك في إدارة مخاطر الائتمان المتقدمة على مستويات قروضها المستهدفة (حيث يؤكدون بأن البنوك تقوم بضبط قيم القروض الجارية لديها مقارنة بالسنوات السابقة من أجل الحصول على مستوى القروض المستهدف). وجد أصحاب الدراسة بأن البنوك التي هي في حالة توظيف كامل لتقنيات إدارة مخاطر الائتمان المتقدمة (محددة بإصدار واحد على الأقل لسند قرض مضمون «CLO») تعرف زيادة في مستويات القرض المستهدف لديها. كما يدعمان بأن إصدار «CLO» يعتبر إشارة ملحوظة لكون البنك معني بإدارة مخاطر الائتمان المتقدمة وبأن سندات القرض المضمون «CLOs» تعد من بين الطرق الأساسية التي من خلالها تستطيع البنوك تحويل المخاطر عن مبالغ ضخمة في ميزانياتها. وينتهون إلى أن استخدام تقنيات إدارة مخاطر ائتمان متقدمة يؤدي إلى زيادة دائمة في مستويات القرض المستهدفة بحوالي 50%، بالرغم من أن التكيف مع هذا الهدف يشير إلى أن الأثر على مستويات القرض الحالية امتدت لعدة سنوات.

دونت الأدبيات الحديثة في أعقاب الأزمة المالية التي بدأت سنة 2007 أن عمليات التوريق زادت من وفرة الائتمان الرهني العقاري، لكن يمكن أن يكون ذلك على حساب التقنين السيئ لمخاطر الائتمان الذي ساهم في احتداد عمليات عدم السداد للقروض الرهنية، وبدون شك الأمر أشعل فتيل الأزمة.

(عطيف ميان وأمير سوفي، 2008)² درسا الأزمة المالية في سياق حالات العجز عن السداد بالنسبة للقروض الرهنية العقارية على مستوى الرموز البريدية، حيث يؤكدان بأن الحوادث غير المتناسبة كانت أكثر في الرموز البريدية لقروض التصنيف الائتماني المنخفض «Subprime Zip Codes» (يحددان «Subprime Zip Codes» كما هو الحال في الربع الأعلى للرموز البريدية على أساس جزء من السكان بدرجة ائتمان أقل من 660). يوثق الكاتبان بأن النسبة العالية لحالات العجز عن السداد تتزامن مع التوسع غير المسبوق للائتمان الرهني العقاري ما بين 2002 و2005، ومرة أخرى على نحو غير متناسب لدى

¹ Benedikt, Goderis., et all. (2007) **Bank Behaviour with Access to Credit Risk Transfer Markets**. Bank of Finland Research Discussion Paper No. 4/2007. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1010101> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1010101>

² Mian, Atif R., Sufi Amir. (2008) **The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 U.S. Mortgage Default Crisis**. NBER Working Paper No. 13936, April 2008. [Online] Available at <http://www.nber.org/papers/w13936.pdf>. and Mian, Atif R., Sufi Amir. (2008) **The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis**. December 12, 2008 [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1072304> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1072304>.

«Subprime Zip Codes». قاما بدراسة ثلاث تفسيرات محتملة لتوسع الائتمان الرهني العقاري والزيادات المتعاقبة لحالات العجز عن السداد: (1) تحسينات الجدارة الائتمانية لمقترضى «Subprime»، وهو ما تؤكد توقعات دخل أفضل، و(2) تغير خارجي في عرض الائتمان الرهني، و(3) توقعات نمو مرتفع لأسعار السكنات التي من شأنها تخفيض الخسائر المقدرة، والتي تدفع بالمقرضين إلى التقصير الذي ينتج عنه تراخي معايير الإقراض. الكاتبان وجدا إثباتات للسيناريو الثاني المتعلق بعوامل جانب العرض ويعزوان النمو إلى الزيادة في عمليات التوريق، لاسيما التي في «Subprime Zip Codes». إضافةً إلى ذلك، فإنهما يسجلان بأن معدلات حالات عدم السداد ارتفعت من سنة 2005 إلى 2007 وبشكل ملحوظ أكثر في «Subprime Zip Codes»، أين بيعت القروض الرهنية في عمليات توريق خاصة أو شركات تمويل مصرفي غير تجارية خلال فترة الازدهار 2002-2005، والتي ربما كانت علامة خطر معنوي أنشأته عمليات التوريق.

ومن حيث دراسة: هل هناك من أثر للتوريق على تشتت المخاطر؟، فإن الأدبيات تشير إلى أن البنوك تعمل على توريق أصولها لما يترتب عن عملية التجميع والتقسيم إلى شرائح من تنوع للمخاطر واشتراك فعلي في المخاطر للعديد من المستثمرين. هناك دراسات عملية قامت بتحليل فعالية التوريق من حيث تشتيت المخاطر، إلا أنها تبقى محدودة. لكن في الآونة الأخيرة تم نشر عدد من الدراسات التي عالجت الجانب الكمي لأثر التوريق على مخاطر بنوك الإصدار.

هناك دراسة "Dionne & Harchaoui, 2003"¹ التي تناولت تحليل أثر التوريق على نسب رأس المال ومن ثم على المخاطر البنكية، حيث قام أصحاب البحث بدراسة العلاقة ما بين التوريق ونسب رأس المال المعدلة حسب المخاطر* «Risk-Adjusted Capital Ratios». باستخدام بيانات من المسح الإحصائي الكندي للتوريق (الفترة 1988-1998)، ووجدا بأن زيادة التوريق تخفض من نسب رأس المال المعدلة حسب المخاطر. وي طرح الدارسان تساؤل عما إذا كانت عمليات التوريق تزيد من مخاطر البنوك بالقياس مع التغير في مخاطر الائتمان لديها. وينظران إلى أن المتطلبات التنظيمية لبازل 1 لا توفر للبنوك الإطار الأكثر كفاءة لتقييم المخاطر بالنسبة للأصول.

¹ Dionne, Georges., Harchaoui, Tarek M. (2003) **Banks' Capital, Securitization and Credit Risk: An Empirical Evidence for Canada**, HEC Working Paper No. 03-01, January 2003. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=369501> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.369501>

* وهي نسب تستخدم لقياس قدرة المؤسسات المالية على تحمل المخاطر أو الركود، حيث أن تحليل هذه النسب يساعد على تحديد ما إذا كان البنك لديه ما يكفي من رأس المال لتحمل المخاطر والانكماش في الاقتصاد.

دراستي "Franke & Krahen, 2005"¹ و "Hansel & Krahen, 2007"² قامتا بقياس التغير في المخاطرة المنتظمة (بيتا "Beta")** للبنك بعد إعلان التوريق في أوروبا. إن المخاطرة الكلية بالنسبة لبنك إصدار تعتمد على طريقة اتخاذه لقرار إعادة استثمار الإيرادات المتأتية من عملية التوريق. البنك الذي يعيد استثمار أصول خالية من المخاطر يتوقع أن يكون أقل عرضة للمخاطرة الكلية مقارنة مع البنك الذي يوسع عملياته لإنشاء القروض التي من شأنها أن تزيد تعرضه للمخاطر. "Hansel & Krahen, 2007" قاما ببناء عدة نماذج لقياس التغير في بيتا بعد إعلان التوريق؛ تقاس بيتا مقابل مؤشر السوق «DJ Euro Stoxx 600». في كل النماذج تقريباً، يعود التغير المقدر في بيتا إلى كون إعلان التوريق إيجابياً وذو دلالة إحصائية. النتائج المتحصل عليها من الدراسات تظهر بأن بيتا للبنك يميل إلى الارتفاع بعد إعلان التوريق (حوالي 64 % من الوقت) بمتوسط زيادة قدرها 0,024 بالنسبة للنموذج الكلي. الشق الثاني من التحليل يقتضي انحدار التغير المقدر في بيتا على عدد من العوامل النوعية للشركة (مثل: حجم المحفظة، نسبة حقوق المساهمين لصافي الأصول، ... الخ) لتحديد مصدر التغير في المخاطر المنتظمة. لقد وجدنا بأن التغير في بيتا أكثر ارتفاعاً بعد إعلان التوريق بالنسبة للبنوك التي لديها عائد منخفض على الأسهم ونسبة حقوق مساهمين منخفضة. هذا يدل على أن البنوك ضعيفة الخبرة مالياً تعاني ارتفاع عالي في مخاطرها المنتظمة مقارنة بالبنوك التي تتمتع بصحة مالية جيدة بعد التوريق.

ينظر إلى التوريق كذلك على أنه وسيلة للتحوط من مخاطر معدلات الفائدة، حيث تشير الأدبيات إلى أن التوريق يسمح للبنوك بالاستجابة للتغيرات الحاصلة في بيئة معدلات الفائدة بطرق مختلفة، وذلك بإعطائها خيارات أكثر حول تغطية أصولها؛ على سبيل المثال يمكنها فعل ذلك بواسطة تغيير فترة الأصول من خلال تجميع القروض وتقسيمها إلى شرائح من الأوراق المالية أو شراء شرائح الدرجة الاستثمارية لصققة، أو الاحتفاظ بالشريحة الباقية. يوفر التوريق إضافةً إلى ذلك فرصاً أكبر للحصول على رأس المال، وهو ما يتسق مع الدراسة العملية التي قامت بها "Loutschina, 2005" والتي تظهر بأن البنوك القادرة على التوريق بسهولة أكبر تكون أكثر سيولة، وبالتالي أقل حساسية للصدمات التي تنشأ عن التغير في السياسة النقدية.

¹ Guenter, Franke., Jan Pieter, Krahen. (2005) **Default Risk Sharing between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations**. NBER Working Paper No. w11741, November 2005. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=844685>.

² Dennis, Haensel., Jan Pieter, Krahen. (2007) **Does Credit Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market**. January 2007. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=967430> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.967430>

** المخاطرة المنتظمة هي التي تنتج عن ظروف عامة تؤثر على جميع المنشآت العامة في السوق كما في حالات التضخم أو الانكماش، وبالتالي لا يمكن تجنب آثارها بتنويع المحفظة الاستثمارية «Non Diversifiable Risk» ومن ثم تؤخذ في الحسبان عند تحديد أسعار أو عوائد الأسهم. ويتم قياس هذا الخطر بمعامل بيتا، ولذا يتم تعريف بيتا على أنها مقياس للتغير في أسعار السهم مقارنة مع التغير في متوسطات أسعار الأسهم، وهذه التغيرات في أسعار الأسهم تقود إلى التغير في أرباح الأسهم.

دراسة "Loutskina, 2010"¹ تناولت دور التوريق في إدارة البنك، حيث اقترحت مؤشر جديد "السيولة محفظة القروض البنكية"، الذي يمكن اعتباره كمتوسط مرجح لإمكانية توريق قروض من نوع معين، أين تعكس المرجحات تركيبة محفظة القروض البنكية. قامت الباحثة باستعمال هذا المؤشر الجديد لإظهار أنه من خلال السماح للبنوك بتحويل القروض غير السائلة إلى أموال سائلة فإن التوريق يقلل موجودات البنوك من الأوراق المالية السائلة ويزيد من قدرتها الإقراضية. علاوة على ذلك، يزود التوريق البنوك بمصدر إضافي للتمويل ويجعل الإقراض المصرفي أقل حساسيةً لصدمات تكلفة التمويل. وامتداداً لذلك، تشير صاحبة الدراسة إلى أن التوريق يضعف قدرة السلطة النقدية من حيث التأثير على نشاط الإقراض المصرفي، لكن بالمقابل يجعل البنوك أكثر عرضة لأزمات السيولة والتمويل عندما يكون سوق التوريق مغلق.

أما "Barbara Casu, et all, 2010"² فقد بحثوا أثر التوريق على سلوك البنوك في تحمل المخاطر، حيث أنه وباستخدام بيانات الشركة القابضة المصرفية الأمريكية للفترة 2001 إلى 2007 وجدوا بأن البنوك مع توازن أفضل للأصول المورقة القائمة، تعمل على اختيار محافظ القروض التي تنطوي على مخاطر ائتمان منخفضة. قام أصحاب الدراسة باختبار عمليات التوريق من خلال نوع الأصول الأساسية «Underlying Assets» فوجدوا بأن العلاقة السلبية ما بين التوريق وتحمل المخاطرة تعزى في الأساس إلى عمليات توريق القروض الرهنية وخطوط الائتمان بضمان عقاري. ومن جهة أخرى، يرى أصحاب الدراسة بأن توريق الأنواع الأخرى للأصول لا يبدو أن له أثراً ملحوظاً على سلوك البنك في تحمل مخاطر الائتمان. ويعزون هذه النتائج إلى حق الرجوع، المؤمن عموماً في صفقات التوريق، والذي يمكن أن يعدل شهية تحمل المخاطر لبنوك الإصدار عبر فئات الأصول. وكنتيجة، يخلص أصحاب الدراسة إلى أن الأثر الصافي للتوريق على سلوك تحمل المخاطر لبنوك الإصدار، ومن ثم على سلامة الجهاز المصرفي، يظل غامضاً وسيتوقف حسبهم على هيكل المعاملات. وعلى وجه الخصوص، سيتوقف على الحجم النسبي لدعم الائتمان المقدم من قبل البنوك. وفي الأخير، يشير أصحاب البحث إلى أن البنوك تنتظر إجمالاً إلى التوريق على أنه تمويل عوضاً عن آلية لإدارة المخاطر.

¹ Loutskina, Elena. (2011) **The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management**. Journal of Financial Economics, 9 June 2011, Vol. 100, No. 3, Elsevier B.V pages. pp. 663-684. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=677001> or <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11000389>

² Casu, Barbara., et all. (2010) **Does Securitization Reduce Credit Risk Taking? Empirical Evidence from US Bank Holding Companies**. working paper series No. 02/10, February 2010, City University London: Cass Business School. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1548361>.

دراسة "Nesrine BEN SALAH & Hassouna FEDHILA, 2012"¹ بحثت أثر التوريق على سلوك المخاطر والاستقرار البنكي، حيث اعتمدت على عينة دراسة مؤلفة من 174 بنك تجاري في الولايات المتحدة، للفترة من 2001 إلى 2008؛ وقد لاحظت الباحثتان بأن اللجوء الكبير إلى التوريق من قبل هذه البنوك ارتبط بتدهور جودة محافظ القروض للبنوك الأمريكية وارتفاع مخاطر الائتمان داخل ميزانياتها، لكن بالمقابل تم معاينة أثر إيجابي ومميز للتوريق على الاستقرار البنكي. هذا التناقض ترجعه الباحثتان إلى حقيقة أن توريق الفئات المختلفة للأصول يقود إلى آثار متغايرة على استقرار البنوك الأمريكية، وتظهر النتائج على وجه الخصوص، بأن توريق القروض الرهنية له أثر إيجابي ومميز على الاستقرار البنكي، موفرةً على هذا النحو الدعم لفرضية اللجوء الضمني. وعلى العكس، فإن توريق القروض غير الرهنية له أثر سلبي على الاستقرار البنكي بسبب خفض البنوك لحوافز المراقبة المرتبطة بهذا الشكل الخاص من التوريق.

كذلك، دراسة "Neil Adrian S. Cabiles"² التي يشير من خلالها بأن استخدام التوريق كأداة لتسيير مخاطر الائتمان يقتضي مغادرة القروض لميزانيات البنوك. وعلى هذا النحو فإن توظيف التوريق كوسيلة لتفريغ المخاطر يمكن له أن يؤثر على تركيبة وحجم محفظة القروض المورقة. انطلاقاً من هذا، قام الباحث بدراسة ديناميكيات هكذا تأثير، حيث لاحظ من خلال استخدام بيانات 129 بنك عضو في المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع «FDIC»، أن البنوك التي تستخدم التوريق لإدارة مخاطر الائتمان التي تعترضها ينتهي بها الحال مع قروض استهلاكية أكثر مخاطرة ومحافظ كبيرة. هذه النتائج تفقد بدورها إلى البنوك الأكثر مخاطرة، بعوائد عالية وأكثر تنوعاً لمحافظ القروض.

أخيراً، ومن حيث دراسة: هل هناك من أثر للتوريق على سيولة الأسواق؟، فإننا نجد أنفسنا غير قادرين على العثور على أي دراسة تجريبية لقياس أثر التوريق على الشفافية في الأسواق. وقد حددت التقارير أن غياب الشفافية كان مصدر ضعف في سوق التمويل المهيكل.

9/ محتويات الدراسة:

لتحقيق أهداف هذه الدراسة قسمنا بحثنا هذا إلى قسمين، الأول نظري والثاني تطبيقي، بحيث يحتوي كل قسم على فصلين اثنين:

¹ BEN SALAH, Nesrine., FEDHILA, Hassouna. (2012) **Effects of Securitization on Credit Risk and Banking Stability: Empirical Evidence from American Commercial Banks**. International Journal of Economics and Finance, May 2012, Vol. 4, No. 5, Toronto: Canadian Center of Science and Education.

² Cabiles, Neil Adrian S. (2012) **Credit Risk Management through Securitization: Effect on Loan Portfolio Choice**. Global Economy and Finance Journal, September 2012, Vol. 5, No. 2, pp. 97-116.

تناولنا في القسم الأول الإطار النظري والفني للتمويل المهيكل ولتوريق الديون الرهنية، أين تطرقنا في فصله الأول إلى الأساس النظري للتمويل المهيكل باعتباره شكلاً من أشكال التمويل الحديث، حيث قمنا بإعطاء نظرة مفصلة حول ماهية التمويل المهيكل قصد إبراز وتوضيح مختلف مكونات هذا النوع من التمويل، ومن أجل إزالة الغموض واللبس فيما يتعلق بالترقية ما بين التمويل المهيكل والتوريق لما هنالك من جدل قائم بين الكتاب والخبراء في مجال الهندسة المالية حول هذه الجزئية، كما تطرقنا إلى العلاقة القائمة ما بين التمويل المهيكل والمنشآت ذات الغرض الخاص التي تعتبر من أقوى أدوات التمويل المهيكل. وتناولنا بالدراسة أيضاً مشتقات معدلات الفائدة ومشتقات الائتمان التي يتم استخدامها في صفقات التمويل المهيكل، على اعتبار أن منتجات التمويل المهيكل مرتبطة بالأدوات المشتقة. أما الفصل الثاني فقد خصصناه لدراسة توريق الديون الرهنية، وفيه تطرقنا أولاً إلى ماهية التوريق ثم هياكل التوريق، حيث سلطنا الضوء على استعمال مشتقات أسعار الفائدة في معاملات التوريق وعلى هيكله المعاملات بدعم وبدون دعم المؤسسات خارج الرعاية الحكومية، كما تناولنا أيضاً تعزيز الائتمان بمختلف أشكاله فيما يتعلق بالأوراق المالية المصدرة في إطار عمليات التوريق، لننتقل بعد ذلك إلى مزايا التوريق بالنسبة للأسواق المالية والاقتصاد ثم إلى الانشغالات المتعلقة بآثار التوريق على الأسواق المالية والاقتصاد.

أما بالنسبة للقسم الثاني فقد أعدناه بفصليه، الثالث والرابع، لدراسة الأثر الذي يحدثه التوريق على أداء أسواق الائتمان العقاري، من خلال التركيز على أربع محاور رئيسية هي:

- أثر توريق الديون الرهنية على تكلفة القروض الممنوحة؛
- أثر توريق الديون الرهنية على توافر الائتمان؛
- أثر توريق الديون الرهنية على تشتت المخاطر؛
- أثر توريق الديون الرهنية على سيولة الأسواق.

استهللنا الفصل الثالث بتوطئة خصصت كمدخل لأسواق رأس المال وإلى سوق الرهن العقاري، ثم تناولنا بالدراسة أثر التوريق على أداء أو سير السوق الثانوية العقارية الأمريكية، باعتبارها نموذجاً رائداً يحتذى به، كما تطرقنا أيضاً إلى دور التوريق في الأزمة الائتمانية العقارية التي اشتعل فتيلها في هذه الدولة نفسها. أما الفصل الرابع فقد خصصناه لدراسة أثر التوريق على أداء الأسواق الثانوية العقارية لبلدان شمال إفريقيا، وفيه تناولنا أولاً تشخيص واقع الأسواق المالية وتوريق الديون بالنسبة لهذه الدول، ثم دراسة آثار التوريق على أسواقها المالية، مركزين على المحاور الأربعة التي سبق ذكرها، وأخيراً تحليل ومقارنة درجة التفاوت لهذا الأثر ما بين هذه الدول.

الفصل الأول: التهويل الهيكل كشكل من أشكال التهويل الحديث

المبحث الأول: ماهية التهويل الهيكل

المبحث الثاني: التهويل الهيكل والهنشآت ذات الغرض الخاص

المبحث الثالث: مشتقات ومعدلات الفائدة

المبحث الرابع: مشتقات الائتمان

تمهيد:

إن النشاط المصرفي التقليدي المتمثل في تصميم القروض لتزويد الشركات بالأموال عن طريق خلق الودائع لجذب أموال المستثمرين الأفراد، جنباً إلى جنب مع إدارة مخاطر الفجوة في سداد ديونهم، لم يكن سوى المثال الأكثر بدائية لعملية الهيكلة. في الوقت الحاضر تم تقديم مصطلح التمويل المهيكّل بمعنى أكثر تخصصاً، أي ذلك المعنى المرتبط بمجموعة من المنتجات التي تقتضي وجود مشتقات، إلا أن معظم المفاهيم الأساسية القديمة لأعمال الوساطة تحيل إلى هذا النموذج الجديد.

إن عمليات التمويل المهيكّل هي تلك التمويلات التي تُستخدم فيها الهندسة المالية من أجل إحلال المؤسسات المالية كمنشئ أو مرتب في عمليات ذات قيمة مضافة، ففي إطار الاستغناء عن الوساطة المالية «Disintermediation» تفضل البنوك الأنشطة التي تُدرّ عمولات عن تلك التي تدرّ فوائد.

لمناقشة مختلف الجوانب النظرية المرتبطة بهذا النموذج الجديد للتمويل، ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى المباحث الأربع التالية:

المبحث الأول: ماهية التمويل المهيكّل

المبحث الثاني: التمويل المهيكّل والمنشآت ذات الغرض الخاص

المبحث الثالث: مشتقات معدلات الفائدة

المبحث الرابع: مشتقات الائتمان

المبحث الأول: ماهية التمويل المهيكل

يشير التمويل المهيكل إلى مجموعة الأنشطة والمنتجات التي تم إدراجها من أجل جلب التمويل الملائم لرغبات المتعاملين الاقتصاديين، وهذا كله مع تقليص المخاطر بفضل استخدام هياكل معقدة. وللإمام أكثر بالجانب المفاهيمي لهذا النوع من التمويل، سنحاول التطرق في هذا المبحث إلى مختلف المفاهيم والتعاريف التي وضعها الكتاب والخبراء الماليون وكذا الهيئات الرسمية ذات المصدقية، كما سنحاول إيضاح الحالات البيئية والحدود الفاصلة للتمويل المهيكل، ثم التطرق إلى أدوات هذا الأخير وتقنياته وشركات تشغيله مع إبراز خصائصه ومزايا معاملاته.

المطلب الأول: مفهوم التمويل المهيكل

إنه لمن الصعب إيجاد تعريف جامع أو متفق عليه للتمويل المهيكل من قبل علماء وخبراء المالية، حتى أن منهم من يعترف، مثل: "Frank J. Fabozzi" وهو من أشهر كُتاب المالية في العصر الحديث، بأن التمويل المهيكل مجال واسع يصعب الاتفاق على تعريفه أو تعيين حدوده، ذلك أن هذا المصطلح يغطي نطاق واسع لنشاط السوق المالي، كما هو ظاهر من الطريقة التي من خلالها يتم تنظيم فرق التمويل المهيكل في البنوك.

حاولنا في هذا القسم من الدراسة جمع أهم التصورات الفكرية لمفهوم التمويل المهيكل لإبراز مختلف وجهات النظر، كي يتسنى لنا تحليلها ومناقشتها.

أولاً: تعريف التمويل المهيكل

يعرف مجموعة من الباحثين الاقتصاديين "Joshua Coval, Jakub Jurek, & Erik Stafford" التمويل المهيكل كما يلي: "يكمن جوهر أنشطة التمويل المهيكل في تجميع الأصول الاقتصادية، مثل: القروض والسندات والرهونات والإصدارات اللاحقة للحقوق، كهيكل رأس مال ذو أولوية يكون على شكل شرائح في مقابل تلك المجمعات الضامنة «Collateral Pools»، ونتيجة لمخطط الأولويات المستخدم في هيكله الحقوق تعتبر غالبية الشرائح المصممة أكثر أماناً مقارنة بمتوسط الأصول داخل المجمعات الضامنة. هذه القدرة للتمويل المهيكل على إعادة تسويق المخاطر وعلى إنشاء أصول "آمنة"، مؤمنة على نحو آخر من المخاطر، تفود إلى توسع مثير في إصدار الأوراق المالية المهيكلية، حيث يعتبر المستثمرون غالبية هذه الأوراق المهيكلية وكأنها خالية عملياً من المخاطر، وهي معتمدة على هذا النحو من قبل وكالات التصنيف".¹

¹ Coval, Joshua., Jurek, Jakub., Stafford, Erik. (2009) *The Economics of Structured Finance*. Journal of Economic Perspectives, (Winter 2009), Vol. 23, No. 1, P. 3.

أما البروفسور والخبير المالي "Frank J. Fabozzi" فإنه يعتقد بأن أحسن تعريف عملي للتمويل المهيكّل هو كالآتي:¹

... هو تقنيات مستخدمة كلما كانت احتياجات منشئ أو صاحب الأصول متعلقة بالتمويل أو السيولة أو تحويل مخاطرة أو احتياج آخر لا يمكن تلبيةه بما هو موجود من منتج جاهز أو أداة. وبالتالي لتلبية هذا المتطلب لا بد من تصميم المنتجات والتقنيات المتوفرة في منتج أو عملية على المقاس. وهكذا فإن التمويل المهيكّل هو أداة مرنة من أدوات الهندسة المالية. كما يعتقد "Frank J. Fabozzi" أن هناك عنصر أو أكثر من العناصر التالية تميز عموماً معاملة تمويل مهيكّل:

- معاملة مالية معقدة قد تنطوي على تحويل فعلي أو تركيبى للأصول، أو التعرض للمخاطرة قصد تحقيق بعض الأهداف المحاسبية، التنظيمية أو الضريبية؛
- معاملة محصورة أو مقتصرة على "صناديق أو هيئات الإيداع الجماعي في الحقوق الآجلة*" ذاتها؛
- إصدار سند مدعوم (مضمون) بأصول و/أو مرتبط بمؤشر مرجعي خارجي؛
- مزيج من سعر الفائدة والمشتقات الائتمانية؛
- معاملة مستخدمة من قبل بنوك، مؤسسات مالية أخرى، أو شركات كمصدر للتمويل و/أو رأس مال ملائم، ضرائب، والمعالجة المحاسبية؛
- عدم الوساطة ما بين البنوك والشخصيات المعنوية الأخرى.

وحسب الخبير الاقتصادي بإدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي "Andreas A. Jobst" فإن: ... التمويل المهيكّل يشمل جميع الترتيبات المالية المتقدمة، الخاصة والعمومية، التي تعمل على إعادة التمويل بكفاءة والتحوط «Hedge»** بالنسبة لأي نشاط اقتصادي مربح، خارج نطاق الأشكال التقليدية للأوراق المالية المدرجة في الميزانية (الديون، السندات، الأسهم) عند مستوى منخفض لكل من تكلفة رأس المال وتكاليف الوكالة من معوقات السوق وقيود السيولة ... و يتم اللجوء إلى التمويل المهيكّل من قبل الهيئات المالية وغير المالية في كل من الأنظمة المصرفية وأسواق رأس المال على حد سواء، في حالة ما إذا كانت الأشكال المعهودة للتمويل الخارجي غير متاحة (أو مستنفذة) لسد حاجة تمويلية خاصة؛ أو أن الموارد التقليدية للتمويل جد مكلفة بالنسبة للمصدرين لحشد التمويل الكافي، خلافاً لما يمكن أن يكون استثماراً غير جذاب، يركز على تكلفة رأس المال المنشودة من قبل جهة الإصدار. ويمنح التمويل المهيكّل

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. (2006) **Introduction to Structured Finance**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., pp. 1-2.

* EN: Special purpose vehicle, Fr: Organisme de placement collectif en créances.

** يسمى كذلك بالتغطية وهو مصطلح عام يشير إلى استراتيجيات للحد من مخاطر الاستثمار.

للمصدرين مرونة هائلة لإنشاء أوراق مالية ضمن تشكيلات متباينة لجانبي المخاطرة-العائد من حيث هيكله الاستحقاقات وتصميم الأمان ونوع الأصول، موفراً عائداً متتامياً عند درجة مميزة من انسجام التنوع بما يتوافق مع رغبة الفرد المستثمر للمخاطرة...¹

ويعرف "Umberto Cherubini & Giovanni Della Lunga" التمويل المهيكّل على أنه فن (وعلم) تصميم المنتجات المالية لأجل إرضاء مختلف احتياجات المستثمرين والمقرضين قدر الإمكان. في هذا المعنى، فهو يمثل تقنية وعملية محددة لأنشطة أعمال الوساطة المالية.²

بالإضافة إلى التعاريف والتصورات المختلفة السابقة للتمويل المهيكّل وعناصره فإن هناك تعاريف أخرى مقترحة من قبل ممارسين ومنظرين في هذا المجال. ومن الأحسن في هذه الحالة، الاعتماد على التعاريف التي تم نشرها سلفاً، خاصة تلك التي صدرت من جهات رسمية أو ذات مصداقية. وفي هذا الصدد، هناك أربع أمثلة:

✓ عرّف تقرير لقسم تسيير الاستثمار بهيئة الأوراق المالية وعمليات البورصة، الذي أعد في ماي 1992، التمويل المهيكّل على أنه تقنية تمويل من خلالها يتم تجميع الأصول، التي هي في أغلب الحالات غير سائلة، وتحويلها إلى أدوات لسوق رأس المال. في عملية تمويل مهيكّل نموذجية، يحول الضامن «Sponsor» مجمع للأصول إلى المنشأة ذات الغرض المحدد، والتي بدورها تقوم بإصدار سندات دين غير قابلة للتحويل أو سندات مشاركة في رأس المال مع خصائص شبيهة بالدين (الأوراق المالية ذات الدخل الثابت «Fixed income securities») ... يختلف التمويل المهيكّل عن تقنيات التمويل التقليدي في كونه يستلزم تجميع الأصول المالية، التي سيتم عزلها فيما بعد عن ميزانية الضامن، حيث يتم تحويل المخاطر الضمنية عند حيازة الأصول المالية بعيداً، من الضامن إلى المستثمرين الذين يعتقدون بأنهم في وضع أفضل لقبول هذه المخاطر. ونتيجة لذلك، يمكن أن يكون الضامن قادراً على إدارة ميزانيته بشكل أفضل عند الحصول على مصادر تمويل بديلة.³

✓ في تقرير أعد سنة 1995 من قبل لجنة الإفلاس وإعادة التنظيم المؤسّساتي لرابطة المحامين لمدينة نيويورك والذي كان بعنوان: "التطورات الجديدة للتمويل المهيكّل"، تم تعريف التمويل المهيكّل والأطراف ذات الصلة على النحو التالي: تعتمد عمليات التمويل المهيكّل في الأساس على مبدأ

¹ Jobst, Andreas A. (2007) **A primer on structured finance**. England: Journal of Derivatives & Hedge Funds, Vol. 13, No. 3, pp. 200-201.

² Cherubini, Umberto., Della Lunga, Giovanni. (2007) **Structured Finance: The Object-Oriented Approach**. England: John Wiley & Sons, Inc., p. 1.

³ **Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation** (May 1992) Report of Division of Investment Management. WASHINGTON. D.C: United States Securities and Exchange Commission.

جوهري: مجموعة محددة من الأصول يمكن عزلها بنيويًا ومن ثم استخدامها كأساس تمويل يكون مستقل عن مخاطر إفلاس منشئ الأصول. ومن خلال عزل الأصول، يتسنى للمنشئ (صاحب الأصول) الولوج بكل سهولة لأسواق رأس المال من خلال خلق عوائد أذن بتكلفة أموال أقل، بخلاف إذا ما تم إصدار تلك الأذن مباشرة للمستثمرين. واحدة من المزايا الرئيسية للتمويل المهيكّل هي تخفيض تكلفة التمويل (أي من خلال عائد منخفض على الدين الذي يتم إصداره).

✓ تتضمن الأطراف ذات الصلة في التمويل المهيكّل العديد إن لم يكن كل من الجهات التالية (والتي يمكن أن تكون أكثر من واحد): منشئ الأصول، صناديق أو هيئات الإيداع الجماعي في الحقوق الآجلة، مُعزّزو الائتمان* (أي الضامنون الماليون)؛ المُحصّل (الذي يقوم بتحصيل الدفعات الخاصة بالقروض من مختلف المقترضين وتحويل إجمالي المبالغ التي يتم استلامها إلى صاحب أو أصحاب القروض)؛ مقدم السيولة (خطاب ائتمان مصرفي)؛ أمين الاستثمار أو وكيل الضمان**؛ ضامن اكتتاب الأوراق المالية أو وكيل الاكتتاب؛ ووكالة التصنيف الائتماني¹.

✓ في تقرير لبنك التسويات الدولية «Bank for International Settlements (BIS)» لسنة 2005، تم تعريف التمويل المهيكّل على النحو التالي: التمويل المهيكّل عبارة عن تجميع للأصول ليتم بيعها فيما بعد للمستثمرين ذوي الحقوق، بحيث تكون (الأصول المجمعّة) مهيكّلة ضمن شرائح على أساس تدفقات الإيرادات المتولدة عن هذه الأصول الضامنة. ويتطور التمويل المهيكّل كأداة نقل (تحويل) مخاطر الائتمان.²

✓ يعرف "Andrew Silver"، الباحث الاقتصادي والمحلل المالي في "خدمة موديز للمستثمرين"***، التمويل المهيكّل على أنه مصطلح تطور في الثمانينات من العقد الثاني ليشير إلى شريحة واسعة من الديون والأوراق المالية المرتبطة بها، أين يكون الوعد بسداد المستثمرين مدعوم بـ: (1) قيمة بعض أشكال الأصول المالية أو (2) دعم الائتمان من طرف ثالث في الصفقة. وفي كثير من الأحيان، يتم استخدام كلا النوعين من الدعم لتحقيق التصنيف الائتماني المرغوب. التمويلات المهيكّلة عبارة عن فروع لأدوات الدين التقليدية المضمونة، أين تكون درجة الملاءة مدعومة من

* هم وكالات أو شركات التصنيف الائتماني.

** هو طرف ثالث يكون في أغلب الأحيان شركة ائتمانية منحصصة أو جزء من بنك، ويتم تعيينه للعمل بالنيابة عن المستثمرين.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 3.

² **Financement structuré : complexité, risque et recours aux notations** (juin 2005) Rapport trimestriel BRI, p. 67.

*** مؤسسة موديز، بالإنجليزية «Moody's Corporation» هي شركة قابضة، أسسها "جون مودي" في عام 1909، وتملك "خدمة موديز للمستثمرين" بالإنجليزية «Moody's Investors Service» التي تقوم بالأبحاث الاقتصادية والتحليلات المالية وتقييم مؤسسات خاصة وحكومية من حيث القوة المالية والائتمانية.

خلال امتياز «Lien»* على الأصول النوعية أو عن طريق إجراء الفسخ/الإلغاء «Defeasance provision»** أو من خلال الأشكال الأخرى للتعزير. مع الإصدارات المضمونة التقليدية نجد على العموم بأن قدرة تحقيق الربح لدى المُصدِر تبقى هي المُصدِر الأول للسداد. بينما مع عمليات التمويل المهيكلة فإنه على النقيض من ذلك، حيث أن عبء السداد لورقة مالية غالباً ما يتم نقله بعيداً عن الجهة المُصدِرة نحو مجمع أصول أو إلى جهة ثالثة. الأوراق المالية المدعومة كلياً أو بشكل رئيسي بواسطة مجتمعات أصول عادةً ما يشار إليها كأنها إما أوراق مالية مدعومة برهن عقاري «Mortgage-Backed Securities (MBS)» (الرهونات العقارية التي كانت أولى أنواع الأصول التي يتم توريقها على نطاق واسع) أو الأوراق المالية المدعومة بأصول «Asset-Backed Securities (ABS)»، أين يمكن للضمان البنكي أن يتضمن عملياً أي أصل آخر مع توقع نسبي لتدفق السداد، بدءاً من مستحقات بطاقات الائتمان أو بوليصات التأمين إلى السندات بدرجة المضاربة «Speculative grade bonds» أو حتى الأسهم. خارج الولايات المتحدة، غالباً ما يشار ببساطة إلى كلا النوعين من التمويل المهيكّل «ABS & MBS» بالأوراق المالية المضمونة بالأصول.¹

عند تمعن وتحليل مختلف التصورات المطروحة لمفهوم التمويل المهيكّل، نجد بأنها تلتف حول مجموعة من النقاط نجملها على نحو عام في شكل تعريف تكون صياغته كالتالي: التمويل المهيكّل هو عبارة عن معاملة مالية متطورة تقتضي ترتيبات خاصة ومعقدة، تكمن في تجميع أصول مالية متنوعة يتم هيكلتها ضمن شرائح، من قبل بنك أو مؤسسة مالية، عند درجة مميزة من الانسجام لهذا التنوع، لمجابهة احتياجات خاصة (متعلقة بالتمويل أو السيولة أو تحويل مخاطر أو احتياجات أخرى) لا يمكن تلبيتها بمنتجات تقليدية، بحيث يتضمن تصميم هذه المنتجات إصدار أوراق مالية ضمن تشكيلات متباينة لجانبى المخاطرة-العائد.

لكن بالرغم من اتفاق وجهات النظر هذه على مجموعة من الجوانب، إلا أن هناك ملاحظات وانتقادات يمكن توجيهها إلى هذه التعاريف، خاصة الثلاثة الأخيرة منها، كما أشار إلى ذلك "Frank J. Fabozzi" في كتابه "مدخل إلى التمويل المهيكّل"، حيث يرى بأنها تركز على مجال واحد فقط ألا وهو التوريق، وهو ما

* مصطلح انجليزي يعرف كذلك بحق الحجز، يقصد به رهن عقار (يمكن أن يكون طوعياً أو غير طوعي) ليكون بمثابة ضمان للمبالغ المستحقة لصاحب حق الحجز/الامتياز.

** يقصد به تخصيص السيولة النقدية أو محفظة الأصول عالية الجودة التي سوف تستخدم بغرض تغطية الفائدة المتبقية ودفعات أصل القرض المستحقة.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 4.

يمكن أن يعتبره العديد من المشاركين في السوق على أنه التمويل المهيكل، في حين يعتبر مجموعة فرعية منه فقط. فالتمويل المهيكل يغطي مجموعة واسعة من الأنشطة والمنتجات مثل الأوراق المالية المضمونة بالأصول «ABS» والأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS» والأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني «RMBS» والأوراق المالية المضمونة بسندات وديون «CDOs» وغيرها من العمليات والمنتجات الأخرى.

ثانياً: المفاهيم الأساسية للتمويل المهيكل

بما أن التمويل المهيكل يغطي مجموعة واسعة من الأنشطة والمنتجات، فإنه ينبغي معرفة مختلف الفروق الدقيقة للتعريف المفاهيمية، وذلك من خلال استعراض مجموعة متنوعة من المصطلحات المستخدمة ضمن تعريف التمويل المهيكل التي تم استقاؤها من استبيانات وجهتها جريدة التمويل المهيكل «The Journal of structured finance» لمجموعة من الخبراء، فكان تعريفهم للتمويل المهيكل كالتالي:¹

- معاملة تركيبية تعمل على تحويل المخاطر؛ قد يقتضي مثل هذا النوع من المعاملات أو لا يقتضي زيادة رأس المال.
- معاملة مالية معقدة تقتضي تحويل للأصول من أجل رفع السيولة؛ يكون إلى جانبها في أغلب الأحيان هدف إضافي يتمثل في تحقيق بعض المعاملات المحاسبية أو التنظيمية و/أو الضريبية، ومثل هذه المعاملة قد تقتضي أو لا طرح أوراق مالية.
- تنقيح «Monetization» كل الحقوق إلى مدفوعات من قبل طرف له حق قانوني لتحويل تلك المدفوعات إلى الآخرين.
- معاملة تمويلية أين تستخدم الهياكل القانونية لعزل الأصول أو مخاطر المنشأة مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر لدى المقرض الأصلي «Originator».
- تحديد وعزل المخاطر الضمنية في أصل معين (أو عنصر خصوم) أو محفظة للأصول (أو خصوم) وتمويل هكذا أصل أو أصول (أو عنصر خصوم أو خصوم) بطريقة اقتصادية فعالة باستخدام آليات معينة لنقل المخاطر عندما يكون ذلك مبرراً.
- العملية التي بواسطتها يتم قولبة التدفقات النقدية من السيولة المتولدة عن الأصول، في هياكل قانونية ومالية مصممة لعزل تلك التدفقات النقدية عن مخاطر عدم السداد ولاستثمارها مع قدرة تنبؤية أكبر من التي ستكون عليها في حالتها الطبيعية.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 5.

المطلب الثاني: الحالات البنّية والحدود الفاصلة للتمويل المهيكّل

سنحاول في هذه الجزئية من الدراسة تبيين الحالات البنّية والحدود الفاصلة للتمويل المهيكّل، وذلك من خلال المسح الكامل لكل الأفكار المستنبطة من الاستبيان السابق، مع التعرض إلى التمويل الإسلامي باعتباره شكلاً من أشكال التمويل المهيكّل، ثم نستعرض في الأخير مجال استخدام التمويل المهيكّل.

أولاً: الحالات البنّية للتمويل المهيكّل

امتداداً للاستبيان السابق، تم توجيه أسئلة أخرى لنفس الخبراء من أجل إجراء مسح لكل الأفكار الدائرة حول الخطوط الفاصلة لما ينبغي وما لا ينبغي اعتباره تمويل مهيكّل، وكذا حول كيفية توسع حدود التمويل المهيكّل في سياق استمرار ابتكار المنتجات المالية، فكانت الأفكار المستنبطة من هذا الاستجواب ملخصة على النحو التالي:¹

- هناك اتفاق عام على أن الأوراق المالية المضمونة بأصول «ABS» والأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS» والأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني «RMBS» والأوراق المالية المضمونة بسندات وديون «CDOs» تدخل في نطاق التمويل المهيكّل. الحالات البنّية التي تم ذكرها من قبل المستجوبين تضم صناديق الفرص الائتمانية «Credit Opportunity Funds» وقروض تمويل المشاريع والقروض الأخرى ذات الشرائح ومبادلات مخاطر الائتمان «Credit Default Swaps» و«CDSs» وصناديق التحوط. على سبيل المثال، غالبية المجيبين يعتبرون أن قروض تمويل المشاريع وكذا «CDS» جزء من التمويل المهيكّل، بينما البعض الآخر لا يعتقدون ذلك.
- حسب رأي أحد المستجوبين فإن مشتقات الائتمان الخالصة تعتبر أمثلة عن المنتجات المهيكّلة لتحويل مخاطر الائتمان والتي تسمح على وجه الخصوص بتحويل مخاطر ائتمان المنتجات المسعرة لأسواق رأس المال، ولأجل هذا السبب ينبغي اعتبارها جزء من التمويل المهيكّل. بينما التأمين على الائتمان والقروض المشتركة* تتقاسم نفس الهدف المالي، إلا أنها لا تشكل ترتيبات لإنشاء خصائص جديدة فيما يتعلق بالعائد-المخاطرة من الأصول المرجعية الجديدة.
- مجيب آخر يعتبر بأن التمويل المهيكّل هو ذلك النوع من التمويل الذي يضم أي معاملة مالية تكون غير نمطية (عادية)، أو باصطلاح السوق، أوراق مالية تقليدية ليست لها سمات خاصة «Plain Vanilla» في الأحكام والشروط. وعلى ضوء رأي هذا المستجوب فإن المعاملات المهيكّلة تضيف

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 6-7.

* تسمى كذلك بالقروض المجمعّة «Syndicated Loans».

أحكام وشروط وخصائص أخرى غير نمطية، لخلق قيمة اقتصادية إضافية للأصل أو للوكيل أو للإثنين. إذن فإن معاملات «Plain Vanilla» مثل القروض المشتركة وعروض الأسهم التقليدية (بما في ذلك الممتازة)، وعروض الدين التقليدية تكون خارج حدود التمويل المهيكل. ويمكن أن يضم التمويل المهيكل الأسهم التقليدية وعروض الدين التي تُدمج الهياكل المعقدة قصد توفير بعض القيم الاقتصادية الإضافية لجميع أطراف الصفقة. تضم الأمثلة عن هذه الأشكال التي يمكن أن تضاف إلى عروض رأس المال البسيطة لجعلها مهيكلة: إنشاء الهيئات المنشأة لغرض خاص؛ معدلات الفائدة والمبادلات النوعية للعمليات «Currency Swaps»؛ الخيارات المتضمنة «Embedded Options»؛ المبيعات الآجلة؛ وأي مشتقات أخرى غير نمطية. كما يندرج أيضاً تحت تعريف هذا المجيب للتمويل المهيكل تهجين «Hybrid» دين أو سندات مشاركة في رأس المال مثل الأوراق المالية الاستثمارية الممتازة «Trust Preferred Securities (TruPS)» وشهادات الاكتتاب «Warrants» والسندات القابلة للتحويل.

- هناك آراء مختلفة حول ما إذا كان ينبغي علينا أن نصنف سوق المشتقات والأوراق المالية المشتقة على أنها "تمويل مهيكل". يمكننا اعتبار الأوراق المالية المشتقة بأنها العناصر التي يمكن أن تكون السبب في تحول بعض المعاملات البسيطة «Plain vanilla transactions» لتصبح مهيكلة، مع أن الأوراق المالية المشتقة تعتبر منتجات مهيكلة بدرجة عالية فيما بينها؛ البعض يعتقد بأن التمويل المهيكل يتصل في المقام الأول بمعاملات تعبئة رأس المال التي لها عناصر غير تقليدية مرتبطة بها. لكن آخرين يشيرون إلى العديد من المعاملات التركيبية القائمة على المشتقات التي تم تصميمها ليس لتعبئة رأس المال بل لمجرد نقل المخاطر. تلك المعاملات أصبحت جزءاً متزايد الأهمية من التمويل المهيكل.
- إن حدود التمويل من حيث الأصول التي يمكن توريقها على أساس متكرر لا تزال مستمرة في التوسع مع إدراج الملكية الفكرية وقروض المشاركة بالوقت «Time-share loans» والرسوم القانونية للتبغ وتسويات التأمين على الحياة «Life settlements»*. الأصول الأخرى التي سيمكن إضافتها قريباً إلى هذا الصنف تتمثل في التدفقات النقدية لمشاريع الطاقة المتجددة وائتمان انبعاث غاز الاحتباس الحراري.

* مصطلح أمريكي ليس له ترجمة محددة، يقصد به عملية من خلالها يقوم مكتب بوليصة التأمين على الحياة القائمة ببيعها لطرف ثالث للحصول على قيمة أكبر من حصيلتها النقدية. ويتعلق التحويل، أكثر دقة، بإلزامية تسديد العلاوات والحق في الحصول على الخدمات. ويتم تحويل بوليصة التأمين على الحياة مثلما يتم تحويل الأصول المالية التقليدية كالأسهم والسندات، في السوق المالية.

- أحد المحييين الذي يرى بأنه لا حدود للحالات البنينة، يُورد التدفقات المستقبلية لعمليات توريق بطاقات الائتمان المنشأة من قبل البنوك التي لها تصنيف ائتماني عالي مقارنة ببلدانها الأصلية، على سبيل المثال: الأرجنتين وتركيا. في حين نجد بأن الأصول معزولة عن مخاطر ائتمان المقرض في معظم عمليات التوريق، وفي هذه الحالة فإن المعاملة تعتبر فعلياً معززة بواسطة التصنيف الائتماني للبنك المنشئ. إن استمرار تدفق مدفوعات بطاقات الائتمان القائمة على التوريق يتوقف على الجدارة الائتمانية للبنك.
- بإمكان بنك أن يوفر منتج ادخاري يسد من خلاله عائد مرتبط بمؤشر، لكن مع حد أدنى لعائد مضمون. من أجل التغطية الوقائية لهذا المنتج، يمكن للبنك شراء خيار مركب غير عادي (خيار أسوي مرتبط بمؤشر) من صانع سوق خيارات إضافةً إلى سند بقيمة صفرية «Zero-coupon bond». منتج الخيارات سيدفع ما سيكون البنك ملزم بدفعه على منتج الادخاري. هذه التركيبة لمنتج بسيط وسند بقيمة صفرية وخيار غير عادي مرتبط بمؤشر، يعتبر مثلاً آخر للتمويل المهيكل.
- يمكن كذلك لبعض جوانب التمويل الإسلامي أن تدخل ضمن نطاق التمويل المهيكل. فعلى سبيل المثال، يصبح القرض الإسلامي أداة تمويل مهيكل كلما كان تكوينه من خلال فئات الأصول التقليدية تقتضي دين مشروط «Contingent claim»*. في التمويل الإسلامي نجد بأن أدوات الدخل الثابت التقليدية يتم تكرارها عبر ترتيبات جد معقدة لكي يتسنى تحقيق: (1) الامتثال للمحظورات الدينية فيما يتعلق بعائدات الفوائد (الربا)؛ (2) تبادل الأموال لأجل الدين بدون تحويل للأصول الأساسية؛ و(3) استثمار غير تجاري. يعدل التمويل المهيكل تلك الموانع الأخلاقية إلى أشكال تعاقدية من التمويل الخارجي، فعلى سبيل المثال تُنشأ البنوك الإسلامية قروض تركيبية لتمويل سند قائم على دين، حيث يقوم المقترض بإعادة شراء أو اقتناء الخيار لإعادة شراء الأصول الخاصة به عند علاوة ربح على تكلفة في صفقة بيع وإعادة شراء. هذا يمكن له أن يقتضي تكلفة بيع إضافية للأصول القائمة (مراوحة) أو تمويل مشروع لأجل أصول مستقبلية (استصناع). ويمكن للمقرض إعادة تمويل سعر البيع و/أو مديونية المقترض من خلال إصدار ورقة تجارية. خلافاً لذلك، فإن مبدأ الإجارة ينص على صيغة لإعادة تمويل قروض تركيبية قائمة على الأصول، أين يقوم المقرض بتوريق المستحقات «the receivables» من عقد إعادة تأجير «Lease-back» مؤقت، كدخل من شبه فائدة. إن معاملة الدين الكامنة وراء كل شكل من أشكال إعادة التمويل هذه، تعكس تكرار خيار مزدوج

* هو أصل مالي أين يكون العائد المستقبلي يعتمد على قيمة أصل آخر.

"بيع وشراء" «Put-Call» قائم على التعادل** لدخل من فائدة، أين يحوز المقرض ملكية الورقة المالية لقيمة القرض الافتراضية ويحرر خيار شراء للمقترض، الذي يكون لديه بالتالي خيار بيع للحصول على هذه الأموال عند سداد علاوة متفق عليها خاضعة لوعده بالسداد الكلي لأصل القرض وعلاوة الربح على التكلفة بعد فترة. كلا الخيارين له سعر إحرار يعادل علاوة الربح على التكلفة وقيمة القرض الافتراضية. ومنه، فإن وضعية المقرض عند الوقت الذي يتم فيه تركيب القرض هي قيمة ملكية الورقة المالية ناقص قيمة خيار الشراء زائد قيمة خيار البيع، وهو ما يعادل القيمة الحالية لتسديدات أصل وفوائد قرض تقليدي.¹

ثانياً: التمويل الإسلامي كشكل من أشكال التمويل المهيكّل

يعتبر التمويل الإسلامي شكل من أشكال التمويل المهيكّل إلا أن له خصوصيتان تميزانه عن باقي الأشكال الأخرى للتمويل المهيكّل. يتعلق الاختلاف الأول بالقيود التنظيمية، حيث أن التمويل المهيكّل التقليدي يهدف إلى تحسين قابلية التسويق «Marketability» وتخفيض التكاليف والأعباء الضريبية من خلال الانخراط في مجموعات من الأنظمة يتم تحديدها على نحو جيد في مناطق جغرافية متنوعة. خلال سنوات الثمانينات والتسعينات كانت هناك محاولات حثيثة من أجل توحيد المجموعات التنظيمية المخول لها تحديد نوعية المنتجات المالية والخدمات التي يمكن تسويقها على أنها إسلامية. هذه الخاصية تعتبر جد مهمة بالنسبة للمنتجات الجديدة والمبتكرة، لأنها الهيكل الذي غالباً ما يتم إحاطته بالسرية لمنع تقليده من قبل المنافسين. السمة المميزة الثانية هي أن الابتكارات المالية الإسلامية تحذوا على العموم حذو الابتكارات في القطاع التقليدي مع فوارق جوهرية محتملة². إذاً فالتمويل الإسلامي يندرج تماماً ضمن أدوات التمويل المهيكّل، إلا أنه يقتصر على العلاقات المالية التي تتطوي على مشاريع استثمارية مع مراعاة جانب التحريم المتعلق بـ: (أ) أرباح الفوائد (الربا) وإقراض الأموال، (ب) الأنشطة المحرمة (التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بتجارة الكحول والتبغ ومنتجات الخنزير والقمار... الخ)، و(ج) عمليات التداول التي تتسم بالمضاربة أو مبادلة الأموال لغرض الدين دون تحويل الأصول الأساسية (الغرر). وخلافاً للتمويل التقليدي، أين تمثل الفائدة تكلفة الانكماش للتمويل، فإن التمويل الإسلامي يتقاسم فيه المقرضون والمقترضون معاً المخاطر

** تعادل علاوات عقد خيار بيع وعقد خيار شراء بنفس سعر التنفيذ وتاريخ الانتهاء «Put Call Parity».

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 8. and Jobst, Andreas A. (2007) **A primer on structured finance**. Journal of Derivatives & Hedge Funds, Vol. 13, No. 3, p. 206.

² Mahmoud, El-Gamal. (2008) **Introduction to Islamic Finance**. In Fabozzi, Frank J. (ed.) *Handbook of Finance, Volume I: Financial Markets and Instruments*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 115.

التجارية والعوائد من الاستثمار، أين يكون الربح غير مضمون سلفاً، أي أنه يتحقق فقط إذا كان الاستثمار نفسه يدر دخلاً.

خلافاً أيضاً للإقراض التقليدي، فإن التمويل الإسلامي يحل محل تحويل مؤقت لأصل من الأصول إلى مقرض من أجل تحويل دائم للأموال إلى المقرض كمورد للاستدانة. علينا أن نميز بين ثلاثة أشكال أساسية من أساليب التمويل الإسلامي بالنسبة لكل من الاستثمار (مثل: المنشآت، التجهيزات، المعدات ...) و تمويل التجارة: (أ) قروض (رهنية) تركيبية (استناداً إلى دين) من خلال اتفاق إعادة الشراء أو البيع، أو بيع متبادل للمقرض - أو طرف ثالث حائز للأصول، (ب) التشغيل أو إجازات مالية (استناداً إلى أصل) من خلال اتفاق إعادة شراء إجارة أو أمر شراء، و(ج) عقود المشاركة في الأرباح (استناداً إلى أسهم) لأصول مستقبلية. هذه الأشكال المختلفة للتمويل الإسلامي تجمع اثنين أو أكثر من الديون المشروطة لتكرار مفاضلة العائد-المخاطرة بالنسبة لعقود الإقراض التقليدية أو الاستثمار في الأسهم بدون أي ضمان تعاقدي لعائد الاستثمار أو مدفوعات بالرجوع إلى معدل فائدة كتكلفة للتمويل مشروطة بزمن. إن ترتيبات الإقراض النوعية الكامنة وراء كل نوع من أنواع التمويل الإسلامي هذه تمثل شكلاً مختلفاً لتعادل علاوات عقد خيار مزدوج «Put-call parity» يقوم على تكرار عائد الفائدة، الذي يعيد إضفاء ميزة على معدل العائد للاستثمارات التعاقدية بطريقة مقبولة دينياً.¹

ثالثاً: مجال استخدام التمويل المهيكّل

يستخدم التمويل المهيكّل من قبل المؤسسات المالية وغير المالية في كلا السوقين: البنكية ورؤوس الأموال عندما تكون الأشكال التقليدية المعدة للتمويل الخارجي غير متاحة أو استنفذت لصالح احتياج مالي خاص، أو لما تكون تكلفة الموارد التقليدية جد مكلفة. ويستخدم التمويل المهيكّل كذلك كلما كان هناك تيار تدفق نقدي مضمون والذي ينبغي أن يستمر في التواجد إلى غاية تاريخ استحقاق القرض، أين يرغب المالك في الانتفاع من الحصول على سداد نقدي وافر جراء حصيلة التمويل، في الوضعية التي يريد فيها المالك الحفاظ على الملكية وإدارة هذا التيار النقدي. ويمكن استخدام التمويل المهيكّل فيما يتصل بتشكيلة متنوعة من التيارات النقدية، مثل عائدات اتفاقات شراء الطاقة والإجازات من الأصول العقارية وعائدات بطاقات الائتمان والمدفوعات عوضاً عن الضرائب وإيرادات براءات الاختراع، وما شابه ذلك.

¹ Jobst, Andreas A. *Op. Cit.*, pp. 206-209.

ويسعى التمويل المهيكّل ليحل محل التمويل الذي يعتمد على سوق رأس المال لتمويل الائتمان من خلال الاستغناء عن الوساطة المالية «Disintermediation»، أي رعاية العلاقات المالية خارج القدرات البنكية للإقراض وتلقي الودائع، بحيث تجمع الجهة المصدرة الأموال عن طريق إصدار شهادات الملكية، كما تتعهد مقابل التدفقات النقدية القائمة أو المستقبلية المتأتية من مجمع استثمار لأصول مالية في محاولة لزيادة السيولة لدى الجهة المصدرة دون زيادة قاعدة رأس المال أو عن طريق بيع هذه الأصول المرجعية إلى أداة ذات غرض خاص «SPV»، حيث تقوم هذه الأخيرة في وقت لاحق بإصدار سندات دين للمستثمرين من أجل تمويل عملية الشراء.¹

المطلب الثالث: أدوات وتقنيات التمويل المهيكّل وشركات تشغيله

سنستعرض في هذا المطلب أهم ما يستخدمه التمويل المهيكّل من أدوات وتقنيات، معتمدين في ذلك على أسئلة الاستبيانات التي وجهتها جريدة التمويل المهيكّل لمجموعة الخبراء، ثم سنحاول إعطاء لمحة ولو وجيزة عن شركات تشغيل التمويل المهيكّل من خلال توضيح مفهومها والتعريف بأبرز أنواعها.

أولاً: أدوات وتقنيات التمويل المهيكّل

من خلال أسئلة الاستبيانات التي وجهتها جريدة التمويل المهيكّل «The journal of structured finance» لمجموعة الخبراء فإن بعض الإجابات تطرقت إلى الأدوات (التي سنفرد لها المبحث الموالي كاملاً، نظراً لأهميتها بالنسبة لموضوع الدراسة) والتقنيات المستخدمة في التمويل المهيكّل، والتي يمكن أن نستخلصها من التعاريف المعطاة كالاتي:²

- يستخدم التمويل المهيكّل في اتجاهين مختلفين: (1) الأوراق المالية المضمونة بالأصول «Asset-Backed Securities (ABS) والأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني «Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) والأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)» وأوراق مالية مضمونة بسندات وديون «Collateralized Debt Obligations (CDOs)»؛ و(2) مشتقات الائتمان على الأسماء التجارية للشركات. أحد المجهيين يضع الأوراق المالية المضمونة بالأصول (ABS) ومبادلة مخاطر الائتمان «Credit Default Swap (CDS)» في كلا التصنيفين.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 12.

² **Ibid.**, pp. 9-12.

- وحسب رأي آخر فإن التمويل المهيكل ينطوي على بعض أو كل المكونات التالية: المشتقات والتوريق و/أو الكيانات ذات الغرض الخاص. ويمكن أن تكون عملية التمويل المهيكل بسيطة مثل سند تحت الطلب «Callable Bond» مع خيار متضمن «Embedded Option» أو معقدة كأن تكون عابرة للحدود (خارجية) أو توريق الامتيازات (الإعفاءات) الضريبية.
- أي معاملة تكون مهيكل على وجه التخصيص باستعمال «SPV» (إزالة من الشركة "Removed from the corporation" وبعيدة عن الإفلاس "Bankruptcy-Remote")، السندات المصدرة المدرجة للتبادل، وهي مؤمنة بواسطة أصول محمية الموارد بإنتاج تدفقات نقدية فقط لدعم المعاملة. هذه العناصر تتيح للمصدر الحصول على تصنيف ائتماني أفضل و/أو فعالية أكثر من الذي سيكون بواسطة إصدار دين ممتاز غير مؤمن.
- تدرج استعمال تقنيات التوريق وهياكل التأجير «Leasing structures» والاعتمادات (الإعفاءات) الضريبية والمشتقات والموازنة المالية والتنظيمية فيما يتعلق بالضرائب والأوراق المالية والقوانين ذات الصلة، والمتطلبات التنظيمية، والقضايا المحاسبية.
- طريقة لتوفير التمويل، التي تحاول تحقيق أقصى قدر من الإيرادات التي يمكن أن تمول جهة مصدرة من خلال استخدام تقنيات متنوعة تعمل على جذب المستثمرين لتوفير هكذا تمويل، بما في ذلك: (1) استعمال كيانات الغرض الخاص «Special Purpose Entity» البعيدة عن الإفلاس * «Bankruptcy-Remote Entity» التي تؤدي أدوار المقترضين أو الحائزين لمثل هذه القروض؛ (2) استعمال كيان ناقل للملكية ** «Pass-Through Entity» من أجل اجتناب الازدواج الضريبي للمنشآت التي تؤدي أدوار المقترضين أو الحائزين لمثل هذه القروض؛ (3) استعمال تقنيات للتخفيف من المخاطر، التي إن وقعت، يمكن أن تبدد أو تقضي على التدفقات النقدية اللازمة لدفع خدمة الدين؛ و(4) استعمال تقنيات لتعظيم مزايا ضريبية للمصدر.
- يشتمل التمويل المهيكل على الأدوات المالية مثل المشتقات الائتمانية التي تعمل على عزل ونقل مخاطر الائتمان. باعتباره مبدأ عمل مشترك فإن مشتقات الائتمان تستوجب بيع حماية ائتمان طارئ

* هي من الكيانات ذات الغرض الخاص، تكون مهيكل بطريقة لا تسمح بأن يكون لديها حافز لبدء إجراءات الإعسار طوعاً، وليس من المحتمل أيضاً أن يبدأ طرف ثالث من الدائنين ببدء إجراءات الإعسار ضدها بشكل لا طوعي.

** تعد هيكل أعمال اعتباري خاص، وتعرف كذلك باسم «Flow-Through Entity» أي «كيان عبور» وتسمى بالفرنسية «Entité intermédiaire»، تستعمل للتخفيف من آثار الازدواج الضريبي. «Pass-through entities» لا تسدد ضرائب الدخل على مستوى الشركة. وبدلاً من ذلك، يتم توزيع دخل الشركة ما بين مالكيها أو المستثمرين، وتفرض الضرائب على الدخل فقط على المستوى الفردي لمالكيها أو المستثمرين.

لأجل أحداث ائتمانية محددة مسبقاً بالنسبة لمعاملات إقراض. في مفهومها الأساسي، فإن مشتقات الائتمان تقطع الرابط ما بين إنشاء القرض ومخاطر الائتمان المرتبطة بها، ولكنها تترك العلاقة الأصلية للمقترض والدائن سليمة.

■ يقوم مشتري الحماية لمشتقة ائتمان بالتحوط ضد مخاطر ائتمان معينة في مقابل مدفوعات علاوة دورية إلى بائع الحماية الذي يتحمل مخاطر ائتمانية لعقد مالي منفصل عن معاملة أساسية. وتكمن أهمية المشتقات الائتمانية في قدرتها على استكمال الطرق التقليدية للتحوط من مخاطر الائتمان من خلال نقل المخاطر الائتمانية المرتبطة إلى جهة ثالثة. هناك أشكال أخرى لنقل مخاطر الائتمان، تستند إلى مشتقات غير ائتمانية، تضم التأمين على الائتمان والقروض المشتركة ومبيعات القروض وتجارة السندات ومبادلات الأصول بحيث تتقاسم نفس الهدف المالي، إلا أنها لا تشكل ترتيبات لإنشاء خصائص جديدة فيما يتعلق بالعائد-المخاطرة من الأصول المرجعية الجديدة.

هذا المستجوب الأخير يميز ما بين مشتقات الائتمان بمفهومها الضيق والواسع. التصنيف الأخير يدرج مشتقات الائتمان الخالصة مثل مبادلات مخاطر الائتمان الخالصة «CDSs» ومبادلات العائد الكلي «Total Return Swaps (TRS)» وخيارات فرق العائد «Credit Spread Options»، بالإضافة إلى منتجات التوريق مع مساهمات مهمة لعناصر مشتقات الائتمان، مثل الأوراق المالية المضمونة بسندات وديون «CDOs». بعض معاملات التمويل المهيكّل غير الممولة أو الممولة جزئياً، مثل السندات المرتبطة بالائتمان «CLNs» والأوراق المالية التركيبية (المُخلّقة) المضمونة بسندات وديون، تحتوي على عناصر كل من التوريق ومشتقات الائتمان موفرةً بذلك إعادة تمويل من خلال هيكل التدفقات النقدية وتحويل مخاطر ائتمان شريحة معينة (التي لا تنطبق على الأوراق المالية المضمونة بالأصول «ABS» والأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» الممولة كلياً).

تعتبر الأوراق المالية المضمونة بسندات وديون «CDOs» القطاع الأسرع نمواً للتمويل المهيكّل، حيث تمثل شكلاً من أشكال توريق الديون المدعومة بأصول «Asset-Backed Securitization (ABS)»، والتي تعمل على تحويل مجمع، على درجة كبيرة من التنوع، إلى أدوات دين (شرائح) قابلة للتداول في سوق رأس المال. في هيكل «CDOs» يستطيع مديرو الأصل زيادة الأصول تحت الإدارة في أثناء التثبيت في أرصدة (أموال) مخصصة وتحقيق بعض الحماية من تقلبات القيمة السوقية. في حين نجد بأن السيولة النقدية لـ «CDOs» تكون معززة بواسطة الضمان للسندات والقروض الفعلية كأصول مرجعية، أين ينقل السند القانوني إلى المشتري، ويحشد مُصدرو «CDOs» المُخلّقة (التركيبية) مبالغ كبيرة من مشتقات الائتمان

و ضمانات مختلفة لجهة ثالثة لخلق تمويل جزئي واستثمارات عالية الاستدانة (قائمة على رفع مالي فائق) من ديون تركيبية على مستوى أداء لمخاطر ائتمانية محددة. تقتضي «CDOs» إما تدفق نقدي أو آليات موازنة لتمويل سواء الأصل والفوائد المتوقعة أو التداول المتوقع ونشاط المبيعات. وتمكن «CDOs» الجهات المصدرة من تحقيق أهداف مالية واسعة النطاق والتي تتضمن المعالجة خارج الميزانية للتحوط ضد مخاطر التوريق وتخفيض متطلبات رأس المال التنظيمي والوصول إلى موارد بديلة لتمويل الأصول ودعم السيولة. ويفترض تصميم الورقة المالية السائدة لـ «CDOs» هيكل توريق ذو ثلاث مستويات نوعية من الشرائح: الدرجة الثانية (الدينا: Junior) والوسطى (وسطى: Mezzanine) والدرجة الأولى (الممتازة: Senior). تتركز الخسائر المتوقعة في وضعية صغرى لخسارة أولى كمطالبة بحق ملكية، الذي يحمل غالبية المخاطر الائتمانية وفي أغلب الأحيان تكون مغطاة بواسطة «CDS» من الدرجة الثانية ناقلة معظم المخاطر غير المتوقعة إلى أكبر وأكثر الشرائح الممتازة، التي تُظهر بوضوح مختلف أوجه المخاطر. هذا الترتيب لتقاسم المخاطر يحدث أثر رفع مالي على الشرائح المؤلفة، أين يمكن للأوجه المستقلة لـ المخاطرة-العائد أن تصمم على حسب رغبات استثمارية معينة.

ثانياً: شركات تشغيل التمويل المهيكل

تعرف شركات تشغيل التمويل المهيكل نمواً متزايداً بما في ذلك أدوات الاستثمار المهيكله وأدوات الإقراض المهيكله وشركات مشتقات الائتمان والأشكال الأخرى للأدوات المهيكله، حيث يرتبط استمرار هذا التزايد بالبرامج الجديدة والتكنولوجيات الحديثة وكذا فئات الأصول التي يجري إدخالها. ويمتاز هذا النوع من الشركات بحيوية الرفع المالي حيث يسمح بتخفيض أو زيادة الرفع المالي استجابةً أو تحسباً لتحركات السوق ونوعية الضمان والسيولة. ولقد نمت الأصول المهيكله كحصة لمعظم شركات تشغيل التمويل المهيكل بحكم انخفاض تقلباتها النسبية تاريخياً ونوعية ائتمانها ونمط عائدتها. وضمن الأصول المهيكله، تعتبر الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري سكني «RMBS» الأكثر انتشاراً من بين أنواع الأصول في هذا المجال.

1. مفهوم شركة تشغيل التمويل المهيكل «Structured Finance Operating Company (SFOC)»:

بدأ ظهور مصطلح «SFOC» لدى وكالة موديز «Moody's» عند استعراضها لعدد الشركات المهيكله المدرجة في السوق واتساع المنتجات الساعية للتصنيف، حيث قررت الوكالة إرساء مقارباتها التصنيفية

عند التعامل مع هذه الهياكل. يمثل اسم الفئة العنوان الوظيفي الشامل لعدد من الأنواع المختلفة للشركات المهيكلة الساعية لكسب عوائد عبر هيكل التدفقات النقدية والمخاطر. وفيما يلي تعريف موديز لهذه الفئة:¹ شركات تشغيل التمويل المهيكّل «SFOCs» هي الشركات التي تخضع إلى معلمات مفصلة ومحددة مسبقاً لتحديد وتقييد عملياتها وأنشطتها التجارية. تصنيفات موديز بشأن «SFOCs» تعتمد بشكل كبير على هذه المعلمات وتطبق عموماً على جهة إصدار برامج الدين بدلاً من إصدارات دين معينة.

العديد من المستثمرين يخشون من إحداث وكالات التصنيف فجوة زمنية في السوق من خلال ردودها على أحداث الائتمان و/أو السيولة، والتي يمكن أن يكون لها سبب في هذا الاعتقاد. مع ذلك، واحدة من أهم الشروط بالنسبة لـ «SFOCs» هي إجراء سلسلة من الاختبارات المتكررة التي طالما تُرسل إلى وكالات التصنيف للتأكد من أنه ليس هناك إلفارق زمني صغير ممكن بين ما يحدث داخل الشركة وما يرسل إلى الوكالات.

2. أنواع شركات تشغيل التمويل المهيكّل:

المصطلح الشامل «SFOC» يغطي عدد من الهياكل المختلفة، التي نوجزها فيما يلي:²

1.2. أداة الاستثمار المهيكلة «Structured Investment Vehicle (SIV)»:

الغالبية العظمى لـ «SFOCs» هي أدوات استثمار مهيكلة «SIVs». تقوم «SIV» بشراء أوراق مالية تحتفظ بها ضمن الهيكل التشغيلي وتصدر عموماً فئتين من الأوراق المالية: أذن من الفئة الأولى «Senior notes»* وأذن من الفئة الثانية** «Capital notes»، وذلك لتمويل مشترياتها من الأصول. هدفها الأساسي يكمن في خلق عوائد اقترافية بالنسبة لمستثمري أذن الفئة الثانية (التابعة) عن طريق فرق الموازنة (المراجعة) ما بين العائد على الأصول وتكلفة التمويل. ويتم اختيار الأوراق المالية من قبل مدير «SIV».

¹ LANCASTER, Brian P., SCHULTZ, Glenn M., FABOZZI, Frank J. (2008) **Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., pp. 11-12.

² LANCASTER, Brian P., SCHULTZ, Glenn M., FABOZZI, Frank J. **Op. Cit.**, pp. 13-14.

* تسمى كذلك بالأذن من الفئة (أ) «A Notes» وهي فئة من الأوراق المالية المضمونة بالأصول أو الأوراق المالية المضمونة بالرهنات التي تتميز على الفئات الأخرى مثل الأذن من الفئة (ب) في مصطلحات الائتمان فضلاً عن أولوية سداد أصل القرض.

** تسمى كذلك بالأذن من الفئة (ب) «B Notes» وهي الفئة التابعة في هيكل رأس المال الأكبر أو الأصغر.

2.2. أداة الإقراض المهيكلّة «Structured Lending Vehicle (SLV)»:

تقوم أداة الإقراض المهيكلّة «SLV» بشراء أوراق مالية ثم بعد ذلك تدخل في اتفاقية إعادة شراء*** أو «Repo» (كمشتري للأصل) ومبادلات العائد الكلي «TRS» أو اتفاقيات تمويل. الهدف الأساسي من هذه الأدوات هو كذلك خلق عوائد اقتراضية بالنسبة للعملاء. هيكل الفئة الأولى والفئة التابعة مشابه لهيكل «SIV» باستثناء أن المستثمر التابع (المماثل لحامل أذون الفئة الثانية لـ «SIV») هو الطرف المقابل لاتفاقية إعادة الشراء ومبادلة العائد الكلي. العوائد من أصول «SLV» يتم عبورها إلى المستثمر التابع والمستثمر بدوره يدفع لـ «SLV» معدل فائدة محدد مسبقاً. تعهد الطرف المقابل لـ «SLV» يعتبر مماثل لتعهد حامل أذون الفئة الثانية لـ «SIV». ويتم اختيار الأوراق المالية من قبل أطراف متنوعة ليتم المصادقة عليها بعد ذلك من قبل مدير «SLV».

3.2. شركات منتج مشتقة الائتمان «Credit Derivative Product Companies (CDPC)»:

تقوم شركة منتج مشتقة ائتمان «CDPC» ببيع حماية ائتمان تركيبية على أسماء شركة واحدة أو محفظة شركات إضافة إلى أصول مهيكلّة. وتقوم بإصدار حقوق ملكية وفئات دين، وعندئذ تحمل مخاطر الائتمان التركيبية. الكفاءة والمرونة التي تشتغل بها هذه الأدوات تجعل منها واحدة من أسرع تكنولوجيات «SFOC» نمواً في السوق.

المطلب الرابع: خصائص ومزايا معاملات التمويل المهيكل

تتميز معاملات التمويل المهيكل عن باقي معاملات التمويل التقليدية بمجموعة من الخصائص، كما ينفرد التمويل المهيكل بمجموعة من المزايا سنتطرق لها بالشرح في هذا المطلب بعد تبيان الخصائص النوعية لمعاملاته.

أولاً: الخصائص النوعية لمعاملات التمويل المهيكل

باستخدام المنطق في ترتيب التمويل على أساس مهيكل فإنه يمكن إدراج معاملة ما ضمن منطقة نشاط التمويل المهيكل إذا انطبقت عليها الشروط التالية:¹

- 1) متلقي الأموال التي تم جمعها يعتبر كيان منفصل عن الطرف أو الأطراف الراعية (الكفيلة) للمعاملة. هذا الفصل يتحقق عن طريق إنشاء شركات أداة (أداة ذات غرض خاص «SPVs, Special Purpose

*** إتفاقية إعادة الشراء أو إتفاقية الريبو هي عبارة عن إتفاقية يتم بموجبها بيع أوراق مالية أو أصول قابلة للتسييل بسعر محدد، مع التعهد بشرائها من المشتري في تاريخ محدد وسعر محدد يذكر في الإتفاقية، والغالب أن تكون فترة الاستحقاق قصيرة الأجل.

¹ Caselli, Stefano., Gatti, Stefano. (2005) **Structured Finance: Techniques, Products and Market**. Heidelberg, Germany: Springer Berlin, pp. 1-2.

«Vehicles»، أو شركات ذات غرض خاص «SPCs, Special Purpose Companies» - المصطلحان

مترادفان) مصممة لتولي زمام المبادرة و تأمين المقبوضات والمدفوعات النقدية التي تنتج.

(2) كنتيجة للنقطة السابقة، حيث أن مبادرة التمويل مؤمنة من قبل كيان قانوني تم إنشاؤه خصيصاً لهذا الغرض، فإن كل النتائج الاقتصادية الناجمة عن المبادرة التي نحن بصددتها توّعز إلى هذا الكيان ذو الغرض الخاص «SPV». بالنتيجة، يمنح الممولون التمويل إلى الأداة التي أسست هذه الشركة وليس إلى الأطراف (الراعية أو المنشأة للقرض).

(3) بما أن «SPV» هو المستفيد من التمويل، وعلى اعتبار أن هذه الأداة لها صافي الأصول الخاصة بها، فإن منتجات الأصول لإدارة المشروع هي مفصولة عن بقية الأصول للأطراف التي أنشأت الأداة. إذاً، وبرفقة التدفقات النقدية المتأتية من المبادرة فإن أصول «SPV's» تصبح ضمان للدائنين.

إن الشروط الثلاثة المبينة أعلاه، تفسر لماذا تسمى كذلك معاملات التمويل المهيكّل بالتمويل خارج الميزانية. إن تواجد شركة غرض منفصلة تكون مهتمة بالحصول على التمويل لتحقيق مبادرة محددة بمعزل عن المشاريع الجارية الأخرى، يدل على أن سداد القرض مضمون في المقام الأول من خلال توليد النقد بواسطة الأصول المرتبطة بالمبادرة التي نحن بصدد الحديث عنها. من الناحية النظرية، ليس لصافي الأصول للأطراف الراعية صلة في تقييم إمكانية الاستمرار المالي للقروض. هذا راجع إلى حقيقة أن الدائنين يتعاملون مع التمويل بدون حق الرجوع أو التمويل مع حق الرجوع المحدود (غير الكامل)، في حالات جد محدودة، إلى أصول الأطراف التي أنشأت شركة الأداة. إن استعمال الأدوات الخاصة لتمويل المشاريع أو محافظ الأصول نجد له مجال واسع جداً من التطبيقات، والأمثلة على ذلك كثيرة:

- في التوريد، تصدر شركة الغرض الخاص (أو أداة التوريد) سندات على مستوى السوق تستند إلى أصول معزولة عن تلك الأداة نفسها. المصدر الوحيد لسداد رأس المال والفائدة هو قدرة مجمع الأصول على توليد التدفق النقدي على حد سواء، حيث يتم تحسين جانب التدفق النقدي عن طريق تقنيات تعزيز الائتمان الداخلية والخارجية.

- في معاملات تمويل المشاريع يتم عزل المشاريع الصناعية في «SPV»، ثم يتم منح التمويل إلى هذه الشركة التي تكون مؤمنة بواسطة سلسلة من الاتفاقات التعاقدية مع النظراء الأساسيين (المتعهدون، المشترون، العارضون، الوكلاء المضاربون، ... الخ) بغرض تحسين صور التقلب للتدفقات النقدية الحرة.

- في معاملات التأجير المالي «Leasing»، لاسيما الباهظة منها، أي تلك التي تتطوي على أصول بمستوى عال من التعقيد (الطائرات، اليواخر، المشاريع العقارية الكبرى)، من الأفضل إعداد العقد مع كيان معنوي مخصص من أجل السماح بمستوى توافق أفضل ما بين التدفق النقدي إلى الخارج من المدفوعات على أقساط والتدفق الوافد المتولد بواسطة الأصول المالية.
- في عمليات شراء الحصص بالقروض أو ما يعرف بشراء الحصص بالرفع المالي «Leveraged buyouts»، فإن إنشاء شركة أداة يسهل إعداد الموازنة الرأسمالية للمبادرة، مع الأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية المتولدة من الشركة المستهدفة (و فقط من تلك الشركة)، بحيث يتم إجراء تقييم إمكانية الاستمرار للهيكلي المالي الصاعد استناداً إلى إجمالي الخصوم للهدف والأداة المستخدمة لأجل الاقتناء فيما يتعلق بحصص ملكية هذه الأخيرة.

ثانياً: مزايا التمويل المهيكل

يمكننا استخراج مزايا هذا النوع من التمويل الحديث بالرجوع إلى التعاريف السابقة للتمويل المهيكل، كما يمكن الحصول عليها من خلال أشكال التمويل خارج الميزانية، التي يمكن التأكد منها بواسطة تحليل الفروق ما بين منطق التمويل داخل الميزانية (تمويل الشركات) وذلك الذي يركز على إنشاء شركات ذات غرض خاص. وعليه يمكن إبراز المزايا التي يوفرها التمويل المهيكل من خلال الشروحات التالية لمجموعة الاستنتاجات المستتبطة من التعاريف التي أشرنا إليها:

- يسمح بتمويل فئة أصول فريدة إما قد تم تمويلها سابقاً فقط بواسطة طرق الافتراض التقليدية أو لا يمكن تمويلها على الإطلاق دون اللجوء إلى التمويل المهيكل.
- يوفر للجهات المصدرة المرونة من حيث هيكل السداد وتصميم الورقة المالية وأنواع الأصول التي تسمح بدورها للجهة المصدرة بتقديم عائد معزز ودرجة مميزة من التنوع بما يتناسب مع شهية المستثمرين للمخاطرة.
- يساهم في سوق رأس مال أكثر تكاملاً من خلال توفير مفاضلة على طول حدود الكفاءة لتنوع أمثل عند حد أدنى لتكلفة المعاملة.
- يسمح للجهة المصدرة بالحصول على تصنيف ائتماني أفضل و/أو أكثر فعالية مقارنة بإصدار دين ممتاز غير مؤمن.

- قد يخفّض تكاليف الاقتراض، حيث غالباً ما يمكن للشركات المالية الحصرية والشركات المستقلة الحصول على رأس مال عند معدلات أفضل من تلك التي يمكن الحصول عليها من قبل المقرض الأصلي للأصول المورقة.
- يمكنه توفير التمويل والسيولة من خلال تحويل الأصول غير السائلة إلى سيولة نقدية.
- يمكنه نقل مخاطر الأصول والخصوم ليسمح للبنك المنشئ (المقرض الأصلي) القيام بأنشطة تجارية إضافية بدون تضخيم ميزانيتها.
- قد يسمح للمؤسسات المالية باستغلال مراجعة رأس المال التنظيمي، على سبيل المثال من خلال توريق الأصول التي تقدم عائد منخفض على رأس المال التنظيمي.
- يمكن استخدامه لحماية الشركات من الالتزامات التشغيلية المحتملة.

المبحث الثاني: التمويل المهيكّل والمنشآت ذات الغرض الخاص

تعتبر المنشآت ذات الغرض الخاص «SPES» من أقوى أدوات التمويل المهيكّل بالنظر إلى ما تقدمه هذه الأداة من إسهامات في كل من الوسط المصرفي والوسط الاستثماري على حد سواء، فكلا الواسطين استفاد من التسهيلات التي تمنحها هذه المنشآت، سواءً من حيث تسهيلاتهما في إدارة ميزانيات البنوك أو من حيث مساهمتها في إنشاء أصول استثمارية جديدة. من هذا المنطلق وبالنظر إلى الدور المهم الذي يلعبه هذا النوع من الكيانات كأداة مستعملة في هيكل عمليات التمويل، ارتأينا أن نخصص هذا المبحث لدراسة ماهية المنشآت ذات الغرض الخاص وبحث علاقتها بالتمويل المهيكّل، وذلك من خلال تحديد مفهومها وأشكالها والتطرق إلى الدوافع الاقتصادية الأساسية من استخدامها، ثم إبراز أهم الاختلافات وتحديد أدق الفروق ما بين المنشآت ذات الغرض الخاص «SPES» وشركات تشغيل التمويل المهيكّل «SFOCs».

المطلب الأول: مفهوم المنشآت ذات الغرض الخاص

إن مصطلح منشأة ذات غرض خاص «Special Purpose Entity (SPE)» هو مصطلح شامل يستخدم بالتبادل مع مصطلح أداة ذات غرض خاص «Special Purpose Vehicle (SPV)». «SPE» إما أن تكون أمانة استثمار «Trust» أو شركة. وتستخدم شركات الغرض الخاص «SPCs» لأغراض متنوعة، بما في ذلك الحلول المهيكلّة لإدارة المخاطر. وتعتبر «SPES» من أقوى أدوات التمويل المهيكّل، حيث يمكن لها أن تمارس نشاطها داخل الحدود الوطنية كما يمكن لها كذلك أن تتشظ خارج حدود الدولة الأم. بسبب سماتها الاعتيادية من حيث التمويل خارج الميزانية والإفلاس عن بعد «Bankruptcy-remote» وبسبب طبيعتها الخاصة فإن «SPES» يمكن استخدامها في استعمالات مشروعة وغير مشروعة على حد سواء. معظم الهياكل التي تم التعرض إليها في هذا البحث هي استعمالات مشروعة لـ «SPES». تجدر الإشارة إلى أن العديد من الهياكل تنسب لعمليات تبييض الأموال، المموهة للقروض كدخل مشبوه عبر أنشطة تجارية غير مشروعة والتستر على الخسائر والاختلاس والمخالفات المحاسبية، وحتى عندما تستخدم بصورة مشروعة فإن الطريقة التي يتم بها تقديم إصدارات «SPES» هي أحياناً من الناحية الأخلاقية هامشية.

أولاً: تعريف المنشأة ذات الغرض الخاص «SPE»

من أهم التعاريف التي توضح طبيعة المنشآت ذات الغرض الخاص وأكثرها مصداقية هو تعريف بنك التسويات الدولية، حيث يعرف «SPE» على أنها كيان قانوني يتم إنشاؤه بناء على توجيهات من شركة راعية (التي قد يتم الإشارة إليها أيضاً كالضامن أو المنشئ أو البائع أو المدير). الضامن هو عادةً بنك كبير أو شركة تمويل أو بنك استثماري أو شركة تأمين. يمكن أن تأخذ «SPE» شكل شركة أو أمانة استثمار أو

شركة تضامن أو شركة محدودة المسؤولية. «SPE» هي عبارة عن أداة تقتصر عملياتها عادةً على اقتناء وتمويل أصول نوعية أو خصوم. في هذا الصدد، ينبغي التمييز ما بين عمليات توريق الأصول وعمليات توريق الخصوم. غالباً ما يتم التكفل بعمليات توريق الأصول من قبل البنوك وشركات التمويل، وتقتضي عادةً إصدار سندات تكون مدعومة بواسطة التدفقات النقدية المتولدة عن الأصول المدرة للدخل (تتراوح من مستحقات بطاقات الائتمان إلى قروض الرهن العقاري السكني). ويتم التكفل بعمليات توريق الخصوم غالباً من قبل شركات التأمين، وتستلزم عادةً إصدار سندات التي تتحمل مخاطر تأمين محتمل لعنصر خصوم (تتراوح من حادث كارثة طبيعية إلى مستوى مطالبات غير متوقعة على بعض أنواع المنتجات).¹

ويعرف "Tavakoli" المنشأة ذات الغرض الخاص كما يلي: «SPEs» هي التي تُصنّف غالباً إما هياكل «Pass-Through» أو هياكل «Pay-Through». هياكل «Pass-Through» تنقل كل مدفوعات أصل الدين والفائدة للأصول العابرة إلى المستثمرين. وعليه، فإن هياكل «Pass-Through» هي على العموم أدوات ضريبية سلبية ولا تجذب الضريبة على مستوى المنشأة. أما هياكل «Pay-Through» فتسمح بإعادة استثمار التدفقات النقدية وإعادة هيكلتها وتسمح كذلك بشراء أصول إضافية. على سبيل المثال، تستعمل معاملات مستحقات بطاقات الائتمان هياكل «Pay-Through» للسماح بإعادة الاستثمار في ذمم مدينة جديدة وحتى السندات يمكن إصدارها بمعدل حياة أطول.²

كما يعرف "Souleles & Gorton" المنشأة ذات الغرض الخاص «SPE» على أنها كيان معنوي يتم إنشاؤه من قبل شركة (تعرف بالضامن أو المنشئ) عن طريق تحويل الأصول إلى «SPV»، لتنفيذ بعض الأغراض النوعية أو نشاط محدد، أو سلسلة لمثل هكذا معاملات. ليس لـ «SPVs» غرض سوى المعاملة أو المعاملات التي أنشأت من أجلها، ولا يمكن أن تتخذ أي قرار جوهري؛ القواعد التي تديرها وتنظمها تم إدرجها مسبقاً بحيث تقيد أنشطتها بعناية.³

ويعرف مجموعة من الباحثين "Mei Feng, Jeffrey D. Gramlich, & Sanjay Gupta" الأداة ذات الغرض الخاص «SPV» على أنها كيان اعتباري مستقل له فترة حياة محدودة، تم إنشاؤها لتنفيذ نشاط محدود مرسوم سلفاً أو سلسلة من المعاملات لصالح شركة "ضامنة" (Coallier 2002; Dharan 2002;).

¹ The Joint Forum Report on Special Purpose Entities (September 2009) Bank for International Settlements, Basel: Basel Committee on Banking Supervision, p. 2. Available at: www.bis.org.

² Tavakoli, Janet M. (2008) **Structured Finance and Collateralized Debt Obligations: New Developments in Cash and Synthetic Securitization**. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., pp. 7-8.

³ Gorton, Gary B., Souleles, Nicholas S. (2006) **Special Purpose Vehicles and Securitization, The Risks of Financial Institutions**. Chicago: University of Chicago Press for the NBER, p. 550. Available at: <http://www.nber.org/chapters/c9619.pdf> or at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=713782> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.713782>

(Hartgraves & Benston 2002; Soroosh & Ciesielski 2004). يمكن لـ «SPVs» خدمة أغراض تجارية مشروعة عن طريق زيادة رأس المال لكافليها (الضامنون) وبواسطة عزل ومجانسة التدفقات النقدية والمخاطر التجارية بالنسبة لفئة أصول معينة. كما تستخدم «SPVs» أيضاً في كثير من الأحيان لأغراض ضريبية، خاصة فيما يتعلق بمجال اختصاص التخطيط الضريبي وكذا التخصيص الأمثل للمزايا الضريبية ما بين الفئات المستثمرة.¹

إذن، ومن خلال التعاريف التي سبقت نستخلص بأن المنشأة ذات الغرض الخاص «SPE» أو ما يصطلح على تسميتها كذلك بالأداة ذات الغرض الخاص «SPV» هي عبارة عن كيان معنوي مستقل بعمر حياة محدد تعمل على إنشائه شركة ضامنة لأغراض نوعية مخطط لها مسبقاً، كإدارة المخاطر وتوفير السيولة وأغراض أخرى قد تكون ضريبية أو محاسبية أو نحو ذلك، ومن أجل نشاط محدد ومقيد بعناية. تتخذ هذه المنشآت شكل هياكل ناقلة إما متغيرة العائد أو ثابتة العائد، تستلزم عادةً إصدار سندات تكون مدعومة بواسطة التدفقات النقدية المتولدة عن الأصول.

ثانياً: خصائص المنشآت ذات الغرض الخاص

من أهم الخصائص المميزة لـ «SPEs» اتساع تطبيقها وبشكل ملحوظ في مختلف القطاعات المالية وبالنسبة لمختلف فئات الأصول، فعلى سبيل المثال تم استخدام هذه الهياكل في برامج الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني «RMBS» والأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS» والأوراق المالية المضمونة بسندات وديون «CDOs» والأوراق المالية المضمونة بقروض «CLOs» وبرامج الأوراق التجارية المضمونة بالأصول «ABCP» وأدوات الاستثمار المهيكلة «SIVs».

كما تعتبر الأدوات المعاد تغليفها (المعاد تجميعها في صورة منتج واحد) «Repackaging vehicles» شكل آخر للأنشطة التجارية الهامة التي تتطوي على أدوات «SPE»، الأمر الذي يسمح للعملاء بالحصول على تعهدات ائتمانية كيفية مع فئات أصول وصور مخاطر متنوعة مع أنها أداة واحدة. على سبيل المثال، المستثمر الذي يبحث عن عائد مهيكّل قد يطلب ذلك من هيئة مالية، فتقوم هذه الأخيرة بهيكلة معاملة من خلال دمج وعلى نحو مختلف مكونات ائتمانية غير متصلة (تعهد ائتماني إلى كيان معنوي واحد أو أكثر)،

¹ Feng, Mei., Gramlich, Jeffrey D., Gupta, Sanjay. **Special Purpose Vehicles: Empirical Evidence on Determinants and Earnings Management**. Accounting Review, (November 1, 2009), Vol. 84, No. 6.; AAA 2007 Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper, p. 1837. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=931214> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.931214>

مكونات معدل الفائدة (ثابت، معوم، مربوط بالتضخم، الخ)، مكونات الاستحقاق (استحقاق القرض دفعة واحدة، استحقاق جدول، ... الخ) التي تكون غير متاحة حالياً "مغلقة معاً" على مستوى السوق.

على عكس عمليات توريق الأصول، ففي قطاع التأمين قامت المؤسسات باستخدام «SPEs» في المنتجات التي تنقل المخاطر إلى الخصوم، مثل السندات التي تنقل مخاطرة حدث الكارثة الطبيعية إلى أسواق رأس المال. فضلاً عن ذلك، فإن مانحي الضمان المالي قاموا بإنشاء هياكل ناقلة تعمل على دمج مبادلات مخاطر الائتمان «CDSs» من أجل توفير ما يكافئ تأمين مضمون.

هناك خاصية مميزة تشترك فيها العديد من «SPEs» والتي تتمثل في استبعاد الإفلاس «Bankruptcy remoteness» الذي بواسطته تكون أصول «SPE» معزولة عن أي دائن لشركته الضامنة في حال ذهاب هذا الأخير إلى الإفلاس. هذه الميزة يمكن تحقيقها عبر طرق متنوعة، بما في ذلك تقييد غرض «SPE» والاستدانة والأصول وكذا تقييد خصوم أخرى (أو التزامات غير مالية)، وكذلك من خلال طريقتها في حوكمة الشركة عبر ضمان تلك القرارات فيما يتصل بالإفلاس والتي ستكون متخذة من وجهة نظر «SPE» نفسها (وليس من الشركة الضامنة لها أو من أي منتسب آخر).

في بعض المناطق، معظم المعاملات التي تنطوي على «SPEs» يتم معالجتها داخل الميزانية، في حين نجد معاملات مماثلة تظهر في بلدان أخرى خارج الميزانية. هذا التمايز ما بين المعالجة داخل وخارج الميزانية هو لأغراض محاسبية، ومع ذلك، يعتبر كعامل لدرجة الشفافية التي كانت عليها هذه الأدوات في النظام المالي الدولي.¹

ليس لـ «SPEs» الحق ولا القدرة على الانخراط في أي أنشطة أخرى غير التي أوكلت إليها في الوثائق القانونية، التي تنشأ وتنظم معاملات التوريق و«SPE». وبمجرد إنشاء «SPE»، فإنه ينبغي عليها أن تتصرف ككيان مستقل، ويشمل هذا عموماً تعيينات مديريها الخاصين وتسديد كل النفقات الخاصة بها دون تسديد نفقات كيان البيع، ولا يحق لها خلط أصولها مع أصول أي كيان آخر بما في ذلك البائع. بمجرد تحويل الأصول إلى «SPE»، فإنها تعتبر معزولة من الناحية القانونية وبالمحصلة لم تعد متاحة للبايع ولا لدائنيها. الأصول المودعة يمكن استخدامها فقط للقيام بعمليات سداد على الأوراق المالية المصدرة لفائدة المستثمرين ولا يمكن للبايع المطالبة بها.²

¹ The Joint Forum Report on Special Purpose Entities (September 2009), Op. Cit., p. 2.

² Special Purpose Entities (SPEs) and the Securitization Markets (February 1, 2002) The Bond Market Association, International Swaps & Derivatives Association, Securities Industry Association., p. 2. Available at: <http://www.isda.org/speeches/pdf/SPV-Discussion-Piece-Final-Feb01.pdf>

المطلب الثاني: تشكيل «SPV» والدوافع الاقتصادية الأساسية من استخدامها

الكثير من ليس لديهم فكرة حول تشكيل «SPV» أو أهمية الدوافع المختلفة المرتبطة باستخدامها، لذا ارتأينا أن نتطرق إلى الشكل الذي يمكن أن يجسد الصورة النموذجية لهذا النوع من الكيانات وإبراز أهم الدوافع الاقتصادية الكامنة وراء استخدامها.

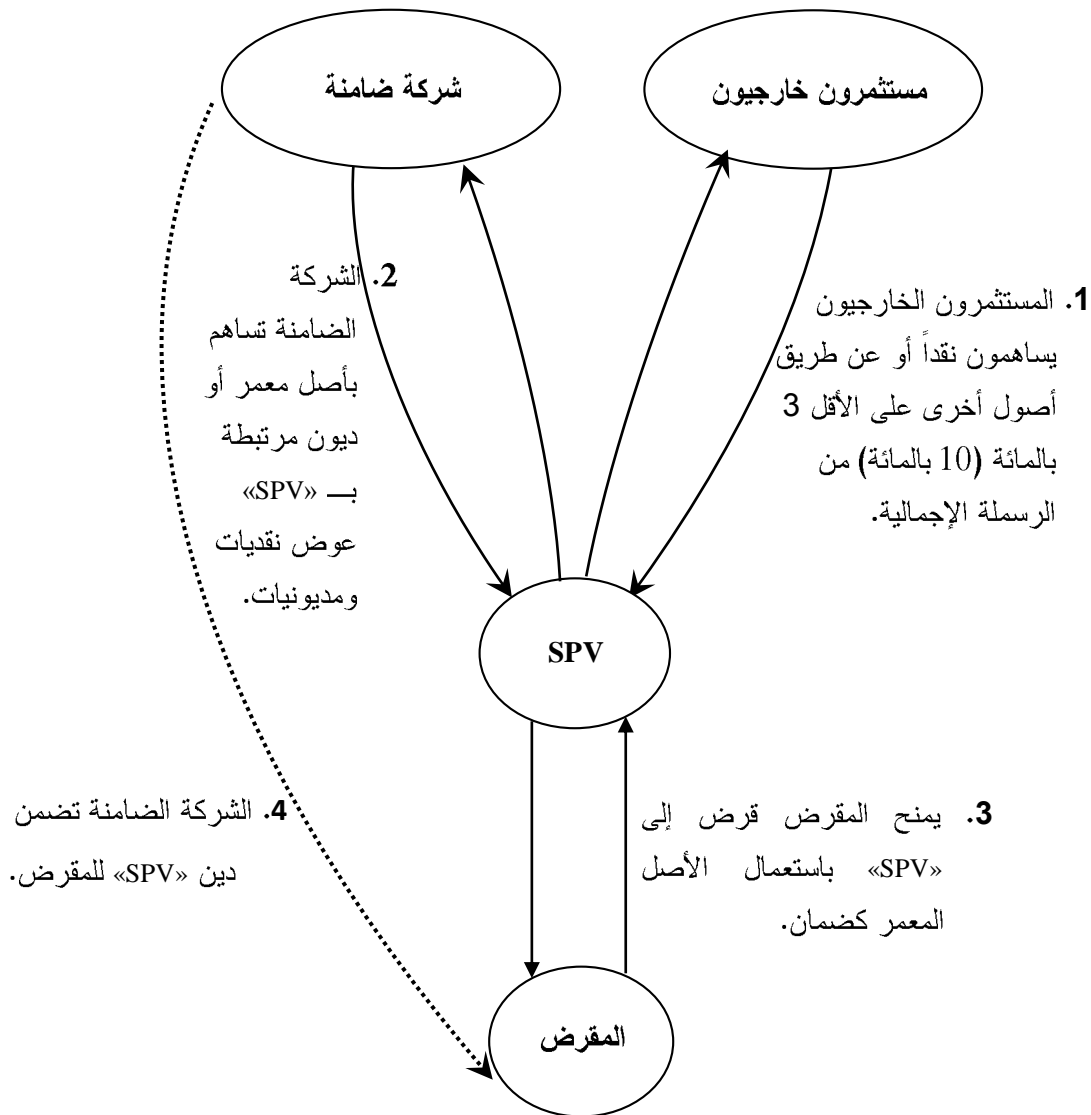
أولاً: تشكيل «SPV»

يتم استخدام «SPVs» منذ فترة طويلة في مجموعة متنوعة من الترتيبات المالية، ولو أن استخدامها في معاملات التأجير المالي والتوريق هو الأكثر شيوعاً. إن تشكيل «SPV» عادةً ما يحدث وفق خطوات معينة تتم بطريقة متناسقة وليس وفق ترتيب زمني، حيث أن تفاصيل هذه الخطوات تختلف حسب الاحتياجات الخاصة للضامن والغرض الذي استخدمت «SPV» من أجله (أي؛ تمويل تأجيري أو توريق أصول). نموذجياً، يقوم الضامن بإنشاء كيان قانوني مستقل «SPV» لتنفيذ معاملة واحدة أو أكثر من الأنشطة المقيدة، ثم تحصل «SPV» على حصيلة الاكتتاب في رأس المال من قبل المستثمرين الذين ليسوا على صلة لتقوم باقتراضها. باستخدام هذه الأموال، فإن «SPV» إما أن تشتري الأصل (أو الأصول) من الضامن أو أن تشتري الأصل (أو الأصول) من طرف ثالث غير ذي صلة وتؤجره (أو تؤجرهم) إلى الضامن. في كلتا الحالتين يقوم الضامن باستخدام أداة غرض خاص «SPV» لرفع رأس المال خارج الميزانية مما يسمح باستعماله في سداد الديون وعمليات التمويل أو تسهيل التوسع.

يوضح الشكل رقم (1) المبين أسفله، المعاملات المنخرطة في تشكيل «SPV»، أين يبدأ الضامن «Sponsor» بتشكيل «SPV»، التي عادةً ما تكون في شكل شركة توصية «Limited Partnership (LP)» أو شركة توصية محدودة «Limited Liability Partnership (LLP)» أو شركة ذات مسؤولية محدودة «Limited Liability Company (LLC)» أو أمانة استثمار «Trust». وإن لم تكن المراحل المبينة وفق ترتيب تسلسلي، فإن الضامن يساهم بأصل محدد أو بمجموعة من الأصول في «SPV» في مقابل العائدات النقدية المتأتية من التمويل الائتماني المزمع منحه، أو عقد يعطي للضامن الحق في استعمال الأصل أو مجموعة من الأصول. ثانياً، يساهم المستثمرون الذين ليسوا على صلة بـ 3% على الأقل إلى 10% في الاستثمار "ذو المخاطرة" في مقابل الحصة أو الحصص المتبقية من رأس المال في «SPV». ثالثاً، باستخدام الأصل كتأمين وضمن من الضامن، يحصل «SPV» على تمويل الائتمان من مقرض خارجي ويستخدم العائدات لتعويض الشركة الضامنة على مساهمتها بالأصل.¹

¹ Feng, Mei., Gramlich, Jeffrey D., Gupta, Sanjay. Op. Cit., pp. 1837-1838.

الشكل رقم (1): المعاملات المتضمنة في تشكيل «SPV» نموذجية



Source: Feng, Mei., Gramlich, Jeffrey D., Gupta, Sanjay. **Special Purpose Vehicles: Empirical Evidence on Determinants and Earnings Management.** Accounting Review, (November 1, 2009), Vol. 84, No. 6.; AAA 2007 Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper, p. 1837. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=931214> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.931214>

ثانياً: الدوافع الاقتصادية الأساسية من استخدام «SPV»

يمكن النظر إلى «SPES» ومعاملات التوريق التي تستخدمها، كطريق لتقسيم أو تفصيل المخاطر لمجمع أساسي من التعهدات الائتمانية المحفوظ بها من قبل «SPES» ومن ثم إعادة توزيعها على تلك الأطراف الأكثر استعداداً لتحمل تلك المخاطر. هذا الغرض إذن هو عامل محفز بالنسبة للمقرضين الأصليين «Originators» والمستثمرين معاً. ويمكن للمؤسسات المنشأة للقرض أو الضامنة استخدام «SPES» لأغراض إدارة المخاطر، كأن تنقل ائتمان، معدل فائدة، سوق، حدث أو مخاطر تأمين إلى أطراف أخرى. وقد يستعمل

المقرضون الأصليون أيضاً «SPEs» من أجل الوصول إلى مصادر إضافية للتمويل والسيولة، أو من أجل تخفيض تكلفة التمويل. وقد تستخدم المؤسسات الصغيرة هياكل «SPEs» لتجميع التعهدات الائتمانية وبذلك تتيح الوصول إلى أسواق رأس المال بفاعلية أكبر وبتكلفة مجدية أكثر.¹

باختصار، فإن عزل ومجانسة المخاطر التجارية وزيادة رأس المال والاستفادة من الحوافز الضريبية تشكل مع الدوافع الاقتصادية الأولية لرعاية «SPEs».

1. عزل ومجانسة المخاطر التجارية:

عادةً ما يخفف الضامن المخاطر بمعزل عن مستثمري «SPV» (الدائنون وحائزو حقوق الملكية المتبقية) من خلال ضمان القرض (أو القروض) و/أو الموافقة على تحمل جزء من الخسائر المحتملة المرتبطة بالأصول التي تم تحويلها إلى «SPV»، وكذلك من خلال إتاحة اللجوء الضمني. هكذا وعلى الرغم من أن الضامن يبقى مسؤول بالتكافل والتضامن، إلا أن أصول «SPV» تعتبر من الناحية القانونية معزولة عن مخاطر إفلاس الضامن. خاصية البعد عن الإفلاس هذه تعزل المقرضين عن مخاطر إعسار الضامن أو مخاطر إفلاسه، مع مخاطر ائتمان الأكثر انخفاضاً التي تنتج من جمع الأموال اللازمة عند تكلفة اقتراض أكثر انخفاضاً. علاوةً على ذلك، فإن أصول مع هكذا خصائص مخاطرة يتم جمعها معاً في «SPVs» لاجتذاب المستثمرين المستهدفين الذين لديهم أفضليات مجازفة محددة.²

2. زيادة رأس المال:

قد يكون في بعض الحالات الدافع من استخدام «SPEs» هو تحقيق معالجة محاسبية خارج الميزانية بالنسبة للأصول والإقراض لتحسين النسب المالية ونسب رأس المال للشركة. كما يعتبر رأس المال التنظيمي بمثابة عامل تحفيز مهم لإشراك معاملات تطوي على «SPEs». فعلى وجه الخصوص، نجد بأن الاختلافات ما بين بازل 1 وبازل 2، فيما يتعلق بأطر رأس المال التنظيمي، تشكل حوافز مختلفة للدخول في معاملات مالية تقتضي مثل هذا النوع من الأدوات. هذه الاختلافات تعبر عن نفسها من خلال بعدين: الأول هو الاختلاف في المعالجة داخل الميزانية بالنسبة للقروض، والثاني يرتبط بالاختلاف في معالجة حجم التعهدات الائتمانية المحتفظ بها في معاملات التوريق. الأهمية النسبية لهذه العوامل المحفزة قد تختلف عبر دوائر الاختصاص القانوني لكل منطقة. فعلى سبيل المثال، الشركات المالية الأوروبية بشكل عام أقل قدرة على إزالة الأصول من ميزانياتها العمومية باستخدام «SPEs». إلا أن هذا الأمر قد يكون مرجح الكفة من زاوية

¹ The Joint Forum Report on Special Purpose Entities (September 2009), Op. Cit., p. 2.

² Feng, Mei., Gramlich, Jeffrey D., Gupta, Sanjay. Op. Cit., p. 1838.

أخرى، كون متطلبات رأس المال المرتكز على المخاطر لا ترتبط على نحو وثيق بالمحاسبة في أوروبا. بالمقابل، نجد بأن الشركات الأمريكية يمكن لها وبسهولة أكبر إزالة الأصول من ميزانيتها، إلا أن تطبيق متطلبات بازل 1 في الولايات المتحدة يقتضي زيادة في رأس المال بالنسبة لبعض التعهدات الائتمانية أكثر مما هو عليه الحال في أوروبا.¹

3. تخصيص المزايا الضريبية:

كثيراً ما يتم إنشاء «SPVs» ككيانات عبور «Flow-Through Entities (FTE)»، مثل «LPs» أو «LLCs»، لتسمح بمرونة قصوى في تخصيص المزايا الضريبية إلى هؤلاء المستثمرين الذين يستطيعون الاستفادة منها على نحو أفضل. عرفت منشآت العبور «FTE» نمواً مطرداً منذ سن القوانين الفيدرالية، في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تسمح للمنشآت الهجينة، مثل «LPs» أو «LLCs»، باختيار أن يتم معالجتها كشراكات لأغراض ضرائب الدخل، وبالتالي تكون خاضعة لمستوى فرض ضريبي فردي فقط في حين تتمتع بمزايا حماية المسؤولية المحدودة، بينما سابقاً كانت المسؤولية المحدودة متاحة فقط للشركات التي تخضع على الأقل لمستويين من فرض الضريبة (الشركة إضافة إلى مستوى المساهم). وبصرف النظر عن المزايا الضريبية الفيدرالية فإن كيانات العبور عموماً و«LLCs» على وجه الخصوص يتم استخدامها على نطاق واسع لأغراض التخطيط الضريبي على مستوى عدة ولايات، حيث أن تقنيات التخطيط الضريبي تقتضي استعمالها في الشركات القابضة المعنوية (نسبة إلى أصولها المعنوية) «Intangible holding companies» (التي تعرف كذلك باسم شركات الاستثمار السلبية «Passive investment companies») التي يتم إليها تحويل الأصول المعنوية. هذا التحويل يسمح بنقل الدخل من الولايات ذات الضرائب المرتفعة إلى الولايات ذات الضرائب المنخفضة، مما يؤدي إلى تخفيض الالتزامات الضريبية على الدخل في الولاية للشركات متعددة الولايات.²

المطلب الثالث: الأشكال الأخرى لهياكل منشآت الغرض الخاص

كما رأينا، فإن مصطلح منشأة ذات غرض خاص «SPE» ومصطلح أداة ذات غرض خاص «SPV» نعني بهما شيء واحد، حيث يمكن استخدامهما بالتبادل. لكن من المهم أن نميز ما بين هياكل الشركات وهياكل أمانات الاستثمار «Trusts» التي هي من بين الأشكال القانونية التي يمكن أن تأخذها الأداة ذات الغرض الخاص. من المعلوم أن هياكل الغرض الخاص تدعم مختلف أنشطة العملاء الموجهة نحو الاستثمار

¹ The Joint Forum Report on Special Purpose Entities (September 2009), Op. Cit., p. 3.

² Feng, Mei., Gramlich, Jeffrey D., Gupta, Sanjay. Op. Cit., p. 1838.

بالنسبة للبنوك وشركات التأمين والشركات ذات الشخصية الاعتبارية. ولقد تم استخدامها لسنوات عدة كأداة لدعم أصول التوريق، حيث يمكن أن تكون محلية، موطنة في البلد الأم لمنظم الصفقة أو في الخارج. لكن هناك العديد من الاعتبارات والخيارات في تأسيس «SPE»، وهي دائماً في حالة تغير مستمر، ذلك أن القضايا الضريبية، وقضايا المحاسبة والمسائل التنظيمية المصرفية، والقضايا التنظيمية الأخرى هي كذلك في حالة تغير دائم ومستمر. ومن بين أهم الأشكال الأخرى لهياكل منشآت الغرض الخاص نجد:

أولاً: أمانات الاستثمار الرئيسية «Master Trusts»

وهي من المنشآت ذات الغرض الخاص، التي تصدر مجموعات متعددة من الأوراق المالية المدعومة بمجمع منفرد من الأصول، بحيث يتم إنتاج التدفق المالي بواسطة الأصول التي تخصص بين المجموعات طبقاً لصيغة يتم تحديدها مسبقاً. وتعتبر أمانات الاستثمار من أهم هياكل الاستثمار المدعومة بأصول، التي تم تطويرها في سنوات التسعينات. هذا الابتكار معزز بطلب المستثمرين لتوريق أصول قصيرة الأجل مثل مستحقات بطاقات الائتمان وأصول طويلة الأجل مثل الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBSs» الأوروبية. وكانت مستحقات بطاقات الائتمان الأصول المسيطرة بالنسبة لأمانات الاستثمار الرئيسية، لكن هناك أصول أخرى أحرزت هي الأخرى شعبية. يمكن لأمانة الاستثمار الرئيسية إصدار سلسلة متعددة من نفس الترتب، وكل سلسلة تكون مدعومة بواسطة كل مجمع الأصول للترتب. الميزة تكون إذا كان للسلسلة تاريخ استحقاق مستهدف ومدفوعات رئيسية يمكن أن تكون مؤلفة من أي أصل في الترتب.

إلى جانب السماح بالتأزر في التكاليف القانونية والإدارية فإن هيكل أمانة الاستثمار الرئيسية يسمح بخلق مجموعة متنوعة من هياكل التدفق النقدي. ولقد اعتمدت المملكة المتحدة أمانة الاستثمار الرئيسية باعتبارها حل جد مناسب للأوراق المالية المضمونة برهن عقاري سكني «RMBSs» والأوراق المالية المضمونة بقروض «CLOs» في الأسواق الأوروبية.²

ثانياً: أمانات الاستثمار المانحة «Grantor Trusts»

تصدر أمانات الاستثمار المانحة أسعار فائدة تفضيلية وتابعة ضمن شهادات ناقلة للملكية «Pass-Through Certificates» وهي عبارة عن هياكل عبور. على هذا النحو، فهي لا تجتذب الضرائب على مستوى المنشأ، أي بعبارة أخرى هي عبارة عن أداة ضريبية سلبية.

¹ التمويل المهيكل، مسرد مصطلحات عمليات التوريق، منشورات مؤسسة ستاندر أند بورز، نيويورك.

² TAVAKOLI, Janet M. *Op. Cit.*, pp. 34-35.

القدرة المحدودة لأمانة الاستثمار المانحة على إعادة استثمار التدفقات النقدية أو شراء ذمم مديونية إضافية تعتبر عيب أو قصور بالنسبة للذمم المدينة قصيرة الأجل مثل بطاقات الائتمان والذمم المدينة طويلة الأجل مثل الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني «RMBSs»، لكن هي في الغالب ليست عيوب بليغة فيما يتعلق بتوريق قروض السيارات والطلبة والتجهيز.

ولأمانات الاستثمار المانحة عيوب عامة أخرى: يتحصل المستثمرون على أصل الدين والفائدة على أساس تناسبي. التقسيم إلى شرائح زمنية* «Time tranching» غير متاح، مع أن أمانة الاستثمار تستطيع التقسيم إلى شرائح سندات من الدرجة الأولى ومن الدرجة الثانية. بالرغم من المدفوعات التي تحصل على مدى حياة المعاملة، فإن النطاق الواسع لمدفوعات هيكل أمانة الضمان المانحة عمل على الحد من اجتذاب العديد من المستثمرين. إن هيكل أمانة الضمان المالكة له القدرة بدون شك على خلق قدر أكبر من التدفق النقدي، حيث اكتسب شعبية بالمقارنة مع هيكل أمانة الضمان المانحة، خاصة بالنسبة لمستحقات قروض السيارات.¹

ثالثاً: أمانات الاستثمار المالكة «Owner Trusts»

تستخدم أمانات الاستثمار المالكة في توريق القروض غير الرهنية والأصول غير المتجددة، حيث توفر مرونة أكثر للتدفق النقدي مقارنةً بأمانات الاستثمار المانحة، لذا فإنها تكتسب شعبية حتى بالنسبة لعمليات توريق قروض السيارات والطلبة والتجهيز. يسمح هذا الهيكل للسندات بالتقسيم إلى شرائح ذات أولوية وأجال استحقاق مختلفة.

في عمليات توريق الأصول أين تكون القيمة الباقية للأصل متضمنة، مثل مستحقات إيجار السيارات، فإنه من الصعب أكثر تحقيق معالجة ضريبية للديون مع هيكل أمانة الاستثمار المالكة مقارنة مع هيكل متجدد. بالنسبة للأغراض الضريبية فإن حصة الأسهم يتم هيكلتها وكأنها سندات بحيث تؤول المزايا الضريبية كلها إلى حصة الأسهم. المزايا الضريبية يمكن إذن إما أن يتم الاحتفاظ بها من قبل المنشئ/البائع أو يتم بيعها إلى مستثمر خارجي، الذي يستطيع كذلك تحقيق مزايا ضريبية. الوثائق تنص على أن المنشأة

* وهو من أكثر الأشكال الأساسية للهيكل، التي تنشأ سلاسل من السندات بمعدلات مختلفة لأجل الاستحقاق وفترات الاسترداد، إما من مجموعة الضمانات أو السندات الأم الموجودة سابقاً.

¹ TAVAKOLI, Janet M. Op. Cit., p. 36.

إذا أصبحت خاضعة للضريبة بطريقة ما فإنها تتحول إلى شراكة ينتقل عبرها الدخل والنفقات إلى الشركاء، وبالتالي تصبح المنشأة بمنأى عن تحمل الضريبة.¹

رابعاً: أدوات توصيل الاستثمار الرهن العقاري «Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs)»:

أدوات توصيل الاستثمار الرهن العقاري (REMICs) عبارة عن مبادرة أمريكية تم إقرارها بموجب قانون الإيرادات الداخلية لسنة 1986، حيث أن الأصول المضمونة بأصول عقارية وحدها التي يمكن استخدامها في هيكل «REMIC»، وهي عبارة عن معاملات لأجل تسمح بكل المرونة لتكنولوجيا التقسيم إلى شرائح للأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية «Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)»، بما في ذلك التقسيم إلى شرائح بالنسبة لمدفوعات التدفق النقدي وتوقيت التدفقات النقدية. هذا الهيكل يسمح باجتناح فرض الضريبة على مستوى المنشأة، فأداة توصيل الاستثمار الرهن العقاري لها القطعية الضريبية لكيان ناقل للملكية وفئات المستثمرين يتم التعامل معهم كدين لأغراض ضريبة الدخل الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية.

فئة الأسهم من «REMIC» هي الفائدة المتبقية «Residual interest»، والاسم الأكثر شيوعاً لها هو القيمة الباقية «Residual». القيمة الباقية يجب أن تكون مملوكة من قبل كيان دافع للضريبة، والنقل يجب أن يتم بشكل يضمن دفع الضرائب المرتبطة مع الفائدة الباقية مستقبلاً.²

خامساً: أدوات توصيل البائعين المتعددين والبائع الوحيد «Multiseller and Single-Seller Conduits»: ويقصد بها مسار الورقة التجارية التي تمول أصول البائع أو البائعين المتعددين. ومن بين مزايا هذه الترتيبات أنها تمكن البائع أو البائعين من الوصول إلى سوق الأوراق التجارية بشكل غير مباشر إذا أرادوا الاستمرار في عدم الإفصاح عن استخدام سندات المديونية الخاصة بهم كضمان احتياطي. وفضلاً عن ذلك، يمكن أن يستفيد البائعون من التكلفة المنخفضة للأموال التي يتيحها التوريق على الرغم من أن حجم الأصول التي تنتجها غير كاف لامتصاص تكاليف المعاملات المتضمنة في التوريق المستقل.³

تعتبر أدوات التوصيل «Conduits» شركات ذات غرض خاص «SPCs» يتم تأسيسها من أجل أن تكون الأداة بأكملها ممولة ومصنفة. تقوم أدوات التوصيل بشراء الفوائد «Interests» في مجموعات من الأصول

¹ TAVAKOLI, Janet M. Op. Cit., pp. 35-36.

² Ibid., pp. 36-37

³ التمويل المهيكل، مسرد مصطلحات عمليات التوريق، مرجع سابق.

* وهي فئة تابعة للأوراق المالية التي تصدر فيما يتعلق بسندات المستحقات.

(أساساً مستحقات) من عدد لباعة مختلفين وإصدار سندات غير قابلة للتجزئة، عادةً ما تكون أوراق تجارية مضمونة بأصول «Asset-Backed Commercial Paper (ABCP)»، لكن قد يتم كذلك إصدار أدون. البنوك أو الشركات المالية التي تولد عدد كبير من برامج مستحقات الائتمان التي ترعاها البنوك تقوم أحياناً، على سبيل المثال، بتأسيس أدوات توصيل بائع وحيد «Single-Seller Conduits» لكنها مجدية فقط بالنسبة لمولدي الأحجام العالية من الأصول. تؤسس البنوك معظم أدوات التوصيل، مع أن بعض صناديق التمويل تقوم بتأسيسها هي الأخرى.¹

المطلب الرابع: المنشآت ذات الغرض الخاص «SPEs» وشركات تشغيل التمويل المهيكل «SFOCs»

من أجل إبراز أهم الاختلافات وتحديد أدق الفروق ما بين «SPEs» و«SFOCs» سنقوم بإجراء مقارنة ما بين أدوات التوصيل المدعومة بأصول «asset-backed conduits»، باعتبارها أدوات ذات غرض خاص «SPVs» تمول الغير من المقترضين، وشركات تشغيل التمويل المهيكل «SFOCs» التي يتم إدارتها ككيانات تشغيل. هناك العديد من الاختلافات التي تجعل «SFOCs» متفردة عن أداة التوصيل المضمونة بالأصول. بعض المشاركين في السوق يعتقدون بأن هذه الاختلافات تجعل من «SFOCs» مشابهة جداً إلى القيمة السوقية للأوراق المالية المضمونة بسندات وديون* «CDOs» مع شرائح الأوراق التجارية بتفضيلاتها. الواقع هو أن تكنولوجيات أدوات التوصيل المدعومة بأصول و«SFOCs» والقيمة السوقية للأوراق المالية المضمونة بسندات وديون** «Market value CDOs» تتداخل في بعض النواحي، لكن الفروق التي تميزهم تجعل كل منتج متفرد بما يكفي ليس لضم أي من المنتجات إلى حافظة مخاطر أي منتج آخر.

أولاً: الاختلافات ما بين «SFOCs» وأدوات التوصيل المدعومة بأصول

ويمكن حصرها من خلال الجدول التالي:

¹ TAVAKOLI, Janet M. Op. Cit., p. 37.

* تعتبر «CDOs» فرع من التوريق ومن البرامج التي تستخدم فيها «SPVs».

** «Market value CDOs» يتم إدارتها لسداد الالتزامات عبر المتاجرة وبيع الضمان، بينما تدفقاتها النقدية «Cash flow CDOs» فيتم إدارتها لسداد الالتزامات من الفائدة و مدفوعات الأصل للضمان.

الجدول رقم (1): الاختلافات ما بين «SFOCs» وأدوات التوصيل المدعومة بأصول

أدوات التوصيل المدعومة بأصول	SFOCs
<ul style="list-style-type: none"> ▪ المستثمرون يشترون نصيب من المجمع بكامل المخاطر (كل حاملو الأذون متساوون). ▪ تصنيف يعتمد في المقام الأول على هيكل ائتمان وسيولة ومقدم (أو مقدمو) الدعم. ▪ المستثمرون ينظرون عبر الأداة إلى هيكل الائتمان والسيولة وإلى المقدم أو المقدمين. ▪ قيمة الضمان «Collateral value» يتم مراجعتها شهرياً من خلال مصلحة التقارير، لكن لا يشترط أن تكون مميزة للسوق. ▪ قوة مقدم دعم الائتمان والمراجعة الدورية للضمان تضمن الاستمرار. ▪ الضمانات هي المجمعات من التدفقات النقدية أو الأوراق المالية، أو الاثنين معاً. ▪ عموماً تصدر أوراق تجارية. ▪ مجموعة شهرية أو تقارير افتراضية، والتسعير لا يؤثر على أداء أداة التوصيل. ▪ متابع التركزات (في حدود مقدم الائتمان). ▪ حافظة نماذج هامش الضمان منشأة من قبل الضامن ومقدمة من قبل محصلي القروض. ▪ دعم سيولة الغير تصل إلى 100٪. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ يمكن للمستثمرين شراء حصص مختلفة من مجمع المخاطر (كبيرة/أساسية). ▪ تصنيف أولي يعتمد على نموذج رأس مال تنبؤي (هامش ضمان الأصل). ▪ يسعى المستثمرون إلى التقيد بنموذج رأس المال للحصول على الراحة. ▪ ضمانات مسجلة في السوق اليومي، والقيمة يتم نشرها شهرياً للمستثمرين. ▪ سيولة يومية وكفاية لرأس المال واختبارات حساسية معدلات الفائدة تضمن الاستمرار (اختبارات F/X تعتبر كذلك ممكنة). ▪ الضمانات هي الأوراق المالية المصنفة بدرجة عالية والمسعرة. ▪ تستطيع إصدار أذون متوسطة الأجل «Medium-Term Notes (MTNs) لتخفيف عبء السيولة». ▪ تسعير شهري وسيولة ونتيجة اختبار التقارير. ▪ متابع الأصول والجغرافيا وتركزات الصناعة. ▪ حافظة نماذج هامش الضمان منشأة من قبل مدير «SFOCs» للحصول على التصنيف. ▪ دعم سيولة الغير من 0-15٪ (اختبارات السيولة اليومية تسمح بذلك).

Source: LANCASTER, Brian P., SCHULTZ, Glenn M., FABOZZI, Frank J. (2008) **Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors.** Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 15.

ثانياً: الاختلافات ما بين «SFOCs» و«CDOs»

ويمكن تحديدها في الجدول التالي:

الجدول رقم (2): الاختلافات ما بين «SFOCs» و«CDOs»

CDOS مع شرائح الأوراق التجارية	SFOCs
<ul style="list-style-type: none"> ▪ رأس مال ثابت/ إدارة أصول. ▪ موعد استحقاق نهائي محدد؛ ▪ تصنيف المعاملة. ▪ علاقة صفقة مع الوكالات. ▪ قوة مقدم دعم الائتمان والمراجعة الدورية للضمان تضمن الاستمرار. ▪ تسهيلات كاملة للسيولة. ▪ مرونة في إعداد التقارير وإدارة المخاطر. ▪ غالبية الضمانات الأساسية عالية التصنيف لكن يمكن أن تتراوح من B إلى AAA. ▪ عادةً تتزايد سنة لتصل إلى مستوى الضمان المرغوب فيه. ▪ الضمانات يمكن أن تدار أو تكون ثابتة، أما رأس المال فهو ثابت. ▪ يجب الحفاظ على مستويات التبعية عبر ضبط الضمانات. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ رأس مال ديناميكي/ إدارة تمويل. ▪ لا موعد استحقاق نهائي. ▪ جهة الإصدار/ تصنيفات الطرف المقابل وأدوات التصنيف. ▪ علاقة متابعة مستمرة مع الوكالات. ▪ مراقب السيولة وحساسية معدل الفائدة والأصول/ الجغرافيا/ تركيزات الصناعة. ▪ تسهيلات محدودة للسيولة. ▪ إعداد تقارير يومية أو أسبوعية إلى وكالات التصنيف. ▪ غالبية الضمانات الأساسية تأخذ تصنيف AA أو أعلى، تتراوح من A إلى AAA. ▪ لا فترة محددة لزيادة مرتفعة؛ حد البرنامج مصادق عليه والأصول/الخصوم تتزايد جنباً إلى جنب. ▪ الضمانات ورأس المال تدار على حد سواء. ▪ يمكن الحفاظ على مستويات التبعية من خلال زيادة رأس مال إضافي أو تعديل ضمانات.

Source: LANCASTER, Brian P., SCHULTZ, Glenn M., FABOZZI, Frank J. (2008) **Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors.** Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 15.

المبحث الثالث: مشتقات معدلات الفائدة

غالباً ما تكون منتجات التمويل المهيكل مرتبطة بالأدوات المشتقة، وكما يشير الاسم فإن الأداة المشتقة هي التي تستمد قيمتها من قيمة متغير أساسي أو بعض المتغيرات، وتأخذ الأدوات المشتقة شكل عقود مستقبلية وعقود آجلة واتفاقات مبادلة وعقود خيار بأنواعها، حيث يتم تصنيف الأدوات المشتقة على حسب مضمونها، وهي تشمل مشتقات معدلات الفائدة ومشتقات العملة ومشتقات الأسهم ومشتقات السلع والمشتقات الائتمانية.

سنركز دراستنا في هذا المبحث والمبحث الذي يليه على اثنين من المشتقات التي يتم استخدامها على نحو مشترك، وهي مشتقات سعر الفائدة (موضوع هذا المبحث) ومشتقات الائتمان (موضوع المبحث الرابع).

المطلب الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية على أسعار الفائدة

هناك عدة أنواع من العقود التي من خلالها يتم التعامل في شراء وبيع الأصول الأساسية، وتتمثل هذه العقود في:

أولاً: العقود الآجلة (الأمامية) «Forward contracts»

يمكن وصف العقد الآجل، أو ما يعرف كذلك بالعقد الأمامي، على أنه اتفاق يتم ما بين طرفين، خارج السوق النظامي، من أجل تسليم مستقبلي للأصل الأساسي* بسعر معين عند نهاية فترة زمنية محددة. الموعد الذي يتعين فيه على الأطراف تنفيذ المعاملة يسمى بتاريخ التسوية أو التسليم «Settlement or delivery date». الطرف الذي يأخذ مركز المشتري (البائع) يتعين عليه شراء (بيع) الأصل الأساسي بالسعر المعين (المتفق عليه وقت التعاقد). شروط العقد هي نتائج مفاوضات ما بين الطرفين. على هذا النحو، فإن العقد الآجل هو محدد لطرفيه المتعاقدين. مع ذلك، نشير عادةً إلى أخذ مركز المشتري «Long position» كشراء العقد الآجل وبالعكس أخذ مركز البائع «Short position» كبيع العقد الآجل، وهذا خطأ في التسمية. لا تبادل للأموال يبدأ ما بين الطرفين في وقت إعداد العقد الآجل. كلا الجانبين يقدمان وعداً للدخول مستقبلاً في معاملة وفقاً لشروط تفاوض مسبق.

* الأصول الأساسية يمكن أن تكون سلعة مادية (مثل: الذرة والزيت والماشية الحية والمعادن الثمينة، وهلم جرا) أو أداة مالية (مثل: السندات والعملات ومؤشرات الأسهم وسندات الرهن العقاري والمشتقات الأخرى، وهلم جرا).

في تاريخ التسوية، الطرف الذي يأخذ مركز المشتري يدفع السعر المعين المسمى بسعر العقد الآجل «Forward price» في مقابل استلام الأصل الأساسي من الطرف الذي يأخذ مركز البائع. عائد العقد الآجل بالنسبة لمركز المشتري عند تاريخ التسوية هو ببساطة الفرق ما بين سعر الأصل الأساسي ناقص السعر الآجل. وبالعكس، عائد العقد الآجل بالنسبة لمركز البائع عند تاريخ التسوية هو الفرق ما بين السعر الآجل ناقص سعر الأصل الأساسي. بكل وضوح، العقد الآجل هو مباراة صفرية النتائج.¹

ثانياً: العقود المستقبلية «Futures Contracts»:

هي عبارة عن اتفاق قانوني بين المشتري (أو البائع) ومؤسسة تقاص أو غرفة مقاصة «Clearinghouse» تابعة لها، أين يوافق المشتري (أو البائع) على استلام (أو تسليم) شيء ما بسعر معين عند نهاية فترة زمنية محددة. ويسمى السعر الذي اتفق الطرفان على التعامل به في المستقبل بسعر العقود المستقبلية. عندما يأخذ أحد المشاركين في السوق وضعية بشرائه لعقود مستقبلية، فإنه يقال على هذا الفرد أنه في مركز مشتري لعقود مستقبلية «Long Futures Position» أو مشتري عقود مستقبلية. وفي المقابل، إذا كانت وضعية الافتتاح بالنسبة للمشارك في السوق هي البيع لعقود مستقبلية، فإنه يقال على هذا المستثمر أنه في مركز بائع لعقود مستقبلية «Short Futures Position» أو بائع عقود مستقبلية.²

تعتمد العقود المستقبلية على أداة مالية أو مؤشر مالي، وهو ما يعرف بالأدوات المالية المستقبلية «Financial Futures». ويمكن تصنيف الأدوات المالية المستقبلية إلى: (1) عقود مستقبلية مبنية على مؤشرات أسعار الأسهم «Stock Index Futures»، (2) عقود مستقبلية على أسعار الفائدة «Interest Rate Futures»، (3) عقود مستقبلية على العملات «Currency Futures».³

❖ **أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:** تتشابه العقود المستقبلية إلى حد كبير مع العقود الآجلة، إلا أنها تختلف معها في أربعة أبعاد. أولاً، العقود المستقبلية هي اتفاقات موحدة المقاييس فيما يتعلق بتاريخ التسوية ونوعية التسليم. علاوةً على ذلك، وبسبب أن هذه العقود موحدة المقاييس فإنه يتم تداولها في أسواق منظمة، بينما العكس بالنسبة للعقود الآجلة التي يتم تداولها عادةً على نحو منفرد ما بين المشتري والبائع، حيث غالباً ما تكون السوق الثانوية عديمة الوجود أو ذات وجود ضئيل جداً. ثانياً، هناك وسيط يعرف بغرفة المقاصة «Clearinghouse» يقف إلى جانب الطرفين المتقابلين في عقد

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 23-24. and Fabozzi, Frank J., and all. (2007) **Fixed income analysis**. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 362. and Sundaresan, Suresh. (2009) **Fixed Income Markets and Their Derivatives**. Third Edition. USA: Ed Elsevier, p. 353.

² Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 24.

³ Fabozzi, Frank J., and all. **Op. Cit.**, p. 360.

مستقبلي ويضمن أداؤهم. في حين نجد كلا طرفي العقد الآجل عرضة لمخاطر الطرف المقابل، هذه المخاطر التي سيخفق الطرف الآخر للعقد في مواجهتها. ثالثاً، العقود المستقبلية مؤشر عليها بتسوية الأرباح والخسائر يومياً وفقاً للسوق، بينما العقود الآجلة قد يتم أو لا يتم التأشير عليها بتسوية الأرباح والخسائر يومياً وفقاً للسوق. أخيراً، العقود المستقبلية تحدد تسليم كمية معينة لسعة معينة، تستجيب لمعايير الجودة، في أمكنة وتواريخ محددة مسبقاً، وهذا فيه تناقض صارخ مع العقود الآجلة التي بالنسبة إليها الشرط الوحيد هو الاتفاق المتبادل.¹

❖ **خصائص المخاطرة والعائد للعقود المستقبلية:** يمكن لمشتري العقود المستقبلية تحقيق ربح إذا ارتفع السعر المستقبلي، بينما يمكن لبائع العقد المستقبلي تحقيق ربح إذا انخفض السعر المستقبلي. عندما يتم اتخاذ مركز في العقد المستقبلي فإن الطرف ليس بحاجة إلى طرح كل مبلغ الاستثمار، بل يتعين عوضاً عن ذلك طرح الهامش الأولي فقط. وبالتالي، فإن المستثمر يمكنه بفاعلية إنشاء مركز ممول بالاقتراض باستخدام العقود المستقبلية. في البداية، الرفع المالي متاح في سوق العقود المستقبلية قد يشير إلى أن المستفيدين في السوق هم فقط أولئك الذين يرغبون في المضاربة على تحركات الأسعار، وهذا غير صحيح، فالعقود المستقبلية يمكن أن تستخدم لمراقبة مخاطر أسعار الفائدة. وبدون الرفع المالي الفعال الممكن في معاملات العقود المستقبلية فإن تكلفة تخفيض مخاطر السعر باستعمال العقود المستقبلية ستكون مرتفعة للغاية بالنسبة للعديد من المشاركين في السوق.²

ثالثاً: العقود المستقبلية على أسعار الفائدة المتداولة في البورصة

يمكن تصنيف العقود المستقبلية على أسعار الفائدة حسب أجل استحقاق أدواتها المالية غير المشتقة. فالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة قصيرة الأجل لها أدوات مالية غير مشتقة تستحق في أقل من سنة، ومن الأمثلة عليها نجد: العقود المستقبلية التي أدواتها المالية تستحق في 3 أشهر كأذون الخزانة Treasury «bill وشهادات الإيداع يورو دولار «Eurodollar certificate of deposit». أما العقود المستقبلية على أسعار الفائدة طويلة الأجل، فهي التي يتجاوز أجل استحقاق أدواتها المالية السنة الواحدة. ومن أمثلة ذلك، العقود المستقبلية التي تكون أدواتها المالية عبارة عن سندات خزانة بقسائم «Treasury coupon security»، وسندات المؤسسات العاملة تحت الرعاية الحكومية بأجل استحقاق 10 سنوات «10-year Agency note» ومؤشر سند بلدي «Municipal bond index». هاته الأنواع من العقود التي تستخدم الأدوات المالية غير المشتقة

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, pp. 24-25. and Lyuu, Yuh-Dauh. (2004) **Financial engineering and computation: Principles, Mathematics, Algorithms**. United Kingdom: Cambridge University Press, p. 161.

² Fabozzi, Frank J., and all. *Op. Cit.*, p. 363.

للخزّانة الأمريكية (المتّملة في سند خزّانة أو إذن خزّانة) تعتبر الأكثر انتشاراً، حيث يتم تداولها على نطاق واسع من قبل مديري محافظ السندات. وهناك عقود مستقبلية لا تعتمد على الأدوات المالية الحكومية للولايات المتحدة، والتي يتم تداولها في جميع أنحاء العالم، حيث أن الكثير منها تم تصميمه بعد العقود المستقبلية للخزّانة الأمريكية.¹

1. العقود المستقبلية لشهادات الإيداع يورو دولار «Eurodollar CD Futures»:

«Eurodollar Certificates of Deposit (Eurodollar CDs)» هي عبارة عن شهادات إيداع مقومة بالدولار الأمريكي يتم إصدارها بصفة رئيسية في لندن من قبل البنوك الأمريكية والكندية والأوروبية واليابانية. تجني شهادات الإيداع هذه فائدة بمعدل ثابت على أساس سعر ليبور «LIBOR» بالدولار. مصطلح «LIBOR» يأتي من سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن وهو سعر الفائدة الذي عنده يقدم بنك لندن واحد أموال إلى بنك لندن آخر من نوعية ائتمان مقبولة في شكل ودیعة نقدية. يتم تثبيت السعر من قبل جمعية البنوك البريطانية كل يوم عمل من خلال متوسط المعدلات المقدمة من طرف البنوك الأعضاء.

تعتبر شهادة الإيداع يورو دولار «Eurodollar CD» ذات 3 أشهر (90 يوم) الأداة الأساسية بالنسبة للعقود المستقبلية «Eurodollar CD»، حيث يتم تداول هذه العقود في سوق النقد الدولي لسوق شيكاغو التجاري للصرف «IMM» وبورصة لندن الدولية للعقود المالية المستقبلية «LIFFE». هذا النوع من العقود له قيمة اسمية تساوي 1 مليون دولار ويتم تداوله على قاعدة سعر المؤشر. قاعدة سعر المؤشر التي من خلالها يتم إدراج العقد تساوي إلى 100 ناقص العقد المستقبلي على سعر ليبور السنوي. على سبيل المثال: سعر عقد مستقبلي «Eurodollar CD» بـ 98,23 يعني عقد مستقبلي على سعر ليبور ذو 3 أشهر بـ 1,73%. العقد المستقبلي «Eurodollar CD» هو عبارة عن عقد تسوية نقدية، فعلى وجه التحديد، تسدد الأطراف نقداً قيمة «Eurodollar CD» على أساس سعر ليبور عند تاريخ التسوية. يعتبر العقد المستقبلي «Eurodollar CD» واحداً من العقود المستقبلية الأكثر قوة من حيث التداول في العالم، ويتم استخدامه في أغلب الأحيان لتداول الأموال قصيرة الأجل لمنحنى العائد، حيث أن العديد من المتحويين يرون أن هذا العقد هو الأداة الأفضل تحوطاً لمجموعة واسعة من حالات التغطية الوقائية.²

¹ Ibid., p. 363.

² Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, p. 25.

2. العقود المستقبلية على سندات وأذون الخزانة «Treasury Bond and Note Futures»:

يتم تداول العقود المستقبلية لسندات الخزانة في بورصة شيكاغو للتجارة «CBOT»، حيث تكمن الأداة الأساسية بالنسبة لهذا النوع من العقود في سند قسيمة افتراضي، بقيمة اسمية \$ 100.000، يستحق خلال 20 سنة. سعر القسيمة (أو ما يعرف كذلك بسعر فائدة الكوبون) على السند الافتراضي يسمى بالقسيمة الافتراضية «Notional coupon» والتي هي عبارة عن نسبة مئوية. يتم تحديد سعر العقد المستقبلي من حيث كون القيمة الاسمية تساوي 100. تتألف الأسعار المعلنة من جزئين هما: عدد النقاط (1% من القيمة الاسمية) وعدد العلامات الواحدة «Ticks» ($\frac{1}{32}$ من 1% من القيمة الاسمية)، أي أن الأسعار تقع في المرتبة 32 من 1%. وعليه، إذا كان السعر المعلن لعقد مستقبلي على سندات خزانة هو 97-16 فهذا يعني 97 و $\frac{16}{32}$ أو 97,50. بالتالي، إذا اتفق مشتري وبائع على سعر عقد مستقبلي من 97-16، فهذا يعني ببساطة أن المشتري يوافق على قبول تسليم سند الخزانة الافتراضي الرئيسي ويدفع 97,50% من القيمة الاسمية، والبائع يوافق على قبول 97,50% من القيمة الاسمية. وبما أن القيمة الاسمية للسند محل العقد المستقبلي هي \$ 100.000، فإن سعر العقد المستقبلي الذي تم الاتفاق عليه ما بين المشتري والبائع لأجل هذا السند الافتراضي هو \$ 97.500¹.

فيما يتعلق بالعقود المستقبلية لأذون الخزانة «T-Note Futures» فهناك ثلاث أنواع، مصنفة حسب أجل استحقاق أداؤها الأساسية المتمثلة في أذون الخزانة: عشر سنوات وخمس سنوات وستين. كل هذه العقود الثلاثة يتم تصميمها بعد العقود المستقبلية على سندات الخزانة «T-Bond Futures» ويتم تداولها في بورصة شيكاغو للتجارة «CBOT»².

المطلب الثاني: مبادلات أسعار الفائدة «Interest Rate Swaps»

تعتبر مبادلات أسعار الفائدة نوع من أنواع عقود المبادلة التي يعود منشأها إلى سنة 1970، حيث كان أول ظهور لها في شكل عقود مبادلة للعملة، استخدمت كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تجارة العملات الأجنبية. أما بالنسبة لعقود مبادلة أسعار الفائدة فيرجع أول تداول لها سنة 1981، والتي من أهم مزاياها أنها توفر للمشاركين في السوق أداة لتحويل طبيعة التدفقات النقدية ومخاطر أسعار الفائدة لحافطة، أو ميزانية أو أصول/خصوم معينة أو معاملة مهيكلة.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, pp. 25-26. *and* Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. (2003) *Measuring and Controlling Interest Rate and Credit Risk*. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., pp. 222-223. *and* Fabozzi, Frank J., and all. *Op. Cit.*, p. 363.

² Lyuu, Yuh-Dauh. *Op. Cit.*, p. 301. *and* Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, p. 26.

أولاً: مفهوم مبادلة أسعار الفائدة

في مبادلة أسعار الفائدة تتفق جهتان (تسمى بالأطراف المقابلة) من أجل تبادل مدفوعات فوائد دورية. مبلغ الدولار لمدفوعات الفائدة المتبادلة يعتمد على جزء من أصل بالدولار محدد مسبقاً، والذي يسمى بالمبلغ الافتراضي «The Notional Amount». مبلغ الدولار الذي يدفعه كل طرف للآخر هو معدل الفائدة الدوري المتفق عليه مضروباً في المبلغ الافتراضي. الدولارات الوحيدة المتبادلة ما بين الجهتين هي مدفوعات الفائدة وليس المبلغ الافتراضي. وفقاً لذلك، فإن القيمة الافتراضية «The Notional Principal» تصلح كعامل قياس فقط لترجمة معدل الفائدة إلى تدفق نقدي. في النوع الأكثر شيوعاً للمبادلة، توافق جهة واحدة على دفع للجهة الأخرى مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ معينة على مدار فترة العقد، حيث يشار إلى هذه الجهة بدافع معدل الفائدة الثابت «The Fixed-Rate Payer». والجهة الأخرى، التي توافق على جعل مدفوعات سعر الفائدة تعوم إلى جانب سعر فائدة مرجعي، يشار إليها بمتلقي سعر الفائدة الثابت «The Fixed-Rate Receiver».

أسعار الفائدة المرجعية التي يتم استخدامها لأجل سعر الفائدة المعوم في مبادلة أسعار فائدة هي عبارة عن أسعار فائدة متنوعة للسوق النقدية: سعر الفائدة على أذون الخزانة، سعر ليبور، سعر الفائدة على الأوراق التجارية، سعر الفائدة على شهادات القبول المصرفية «Bankers Acceptances Rate»، سعر الفائدة على شهادات الإيداع، سعر الفائدة على قروض الاحتياطي الفيدرالي «Federal Funds Rate»، وسعر الفائدة الأساسي «Prime Rate». والأكثر شيوعاً هو سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن «LIBOR». سعر الليبور هو سعر الفائدة الذي من خلاله تقوم بنوك رئيسية بتقديم مدفوعات على إيداعات متاحة من اليورو دولار و عملات أخرى، إلى بنوك رئيسية أخرى عند أجل استحقاق معين. ليس هناك سعر فائدة واحد فقط، بل سعر فائدة لأجل استحقاق مختلفة، على سبيل المثال: هناك سعر ليبور شهر واحد وسعر ليبور 3 أشهر وسعر ليبور 6 أشهر. وعلى نحو مماثل، هناك أسعار فائدة متنوعة على أذون الخزانة وأسعار فائدة متنوعة على شهادات القبول المصرفية وأسعار فائدة متنوعة على شهادات الإيداع، إلى غير ذلك مع تواريخ استحقاق مختلفة، مسعرة من قبل هيئات مالية مختلفة. إن اتفاقات مبادلة أسعار الفائدة والاتفاقات المالية الأخرى تحدد بدقة أي أسعار الفائدة التي يتم استخدامها وكيف يتم تحديدها.¹

لتوضيح عملية مبادلة أسعار فائدة، نفترض أنه بالنسبة للسنوات الخمس القادمة يوافق الطرف X أن يدفع للطرف Y سعر فائدة سنوي 6% (سعر عملية المبادلة «The Swap Rate»)، في حين يوافق الطرف

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 26-27.

Y على دفع سعر لبيور-6 أشهر للطرف X (سعر الفائدة المرجعي). الطرف X هو دافع سعر الفائدة الثابت، بينما الطرف Y هو متلقي سعر الفائدة الثابت. نفترض أن القيمة الافتراضية (The Notional Principal) تعادل 50 مليون \$، ويتم تبادل المدفوعات كل ستة أشهر على مدى السنوات الخمس المقبلة. هذا يعني أنه في كل ستة أشهر سيدفع الطرف X للطرف Y مبلغ 1,5 مليون \$ (6% ضرب 50 مليون \$ مقسم على 2). المبلغ الذي سيدفعه الطرف Y للطرف X هو سعر لبيور-6 أشهر ضرب 50 مليون \$ مقسم على 2. إذا كان سعر لبيور-6 أشهر هو 5% في بداية الست (6) أشهر، فإن الطرف Y سيدفع للطرف X مبلغ 1,25 مليون \$ (5% ضرب 50 مليون مقسم على 2). آلياً، يتم تحديد سعر الفائدة المعوم في بداية الفترة ويدفع متخلفاً، وهذا ما يعني دفعها في نهاية الفترة. كلا عمليتي الدفع تحقق في الواقع دخلاً صافياً يقدر إذن بـ 0,25 مليون \$، سيدفع من الطرف X إلى الطرف Y. أما قيامنا بالقسمة على 2 فلأنه يتم دفع فائدة نصف سنوية. كل هذا نجده موضحاً في الشكل رقم 2.

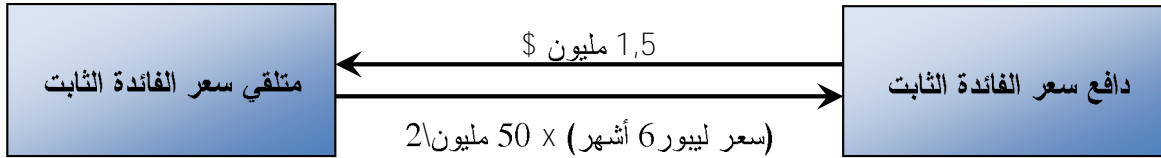
الاتفاقية التي تم إعدادها لأجل تسعير سعر عملية المبادلة «The Swap Rate» تكمن في أن وسيط التداول يحدد سعر فائدة معوم مساوٍ لسعر فائدة مرجعي، ثم بعد ذلك يسعر سعر الفائدة الثابت الذي سيطبق.¹

¹ Fabozzi, Frank J., and all. **Op. Cit.**, pp. 377-378.

الشكل رقم (2): ملخص حول كيفية تغير قيمة المبادلة بالنسبة لكل طرف مقابل عندما تتغير أسعار الفائدة

أ. وضعية ابتدائية لعملية مبادلة

سعر عملية المبادلة	6%	التسوية	نصف سنوية
سعر الفائدة المرجعي	سعر ليبور - 6 أشهر	أجل المبادلة	5 سنوات
القيمة الافتراضية	50 مليون \$	الدفع من قبل دافع سعر الفائدة الثابت	1,5 مليون كل ستة أشهر



ب. أسعار الفائدة ترتفع بحيث يكون سعر عملية المبادلة 7% بالنسبة للمبادلات الجديدة

- دافع سعر الفائدة الثابت يدفع سعر عملية مبادلة مبدئي من 6% للحصول على سعر ليبور - 6 أشهر.
- الأفضلية بالنسبة لدافع سعر الفائدة الثابت: يدفع فقط 6% وليس 7% للحصول على سعر ليبور - 6 أشهر.
- متلقي سعر الفائدة الثابت يدفع سعر ليبور - 6 أشهر.
- المساوئ بالنسبة لمتلقي سعر الفائدة الثابت: يتلقى فقط 6% في مقابل لسعر ليبور - 6 أشهر، ليس 7%

نتائج الارتفاع في أسعار الفائدة:

الطرف	قيمة المبادلة
دافع سعر الفائدة الثابت	ترتفع
متلقي سعر الفائدة الثابت	تنخفض

ج. أسعار الفائدة تنخفض بحيث يكون سعر عملية المبادلة 5% بالنسبة للمبادلات الجديدة

- دافع سعر الفائدة الثابت يدفع سعر عملية مبادلة مبدئي من 6% للحصول على سعر ليبور - 6 أشهر.
- المساوئ بالنسبة لدافع سعر الفائدة الثابت: يجب عليه دفع 6% ليس 5% للحصول على سعر ليبور - 6 أشهر.
- متلقي سعر الفائدة الثابت يدفع سعر ليبور - 6 أشهر.
- الأفضلية بالنسبة لمتلقي سعر الفائدة الثابت: يتلقى 6% في مقابل لسعر ليبور - 6 أشهر، ليس 5%

نتائج الانخفاض في أسعار الفائدة:

الطرف	قيمة المبادلة
دافع سعر الفائدة الثابت	تنخفض
متلقي سعر الفائدة الثابت	ترتفع

Source: Fabozzi, Frank J., and all. (2007) *Fixed income analysis. Second Edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, p. 378.

ثانياً: الدخول في مبادلة أسعار الفائدة ومخاطر الطرف المقابل:

تعتبر مبادلات أسعار الفائدة أدوات غير مدرجة في السوق الرسمية «OTC* instruments»، هذا يعني أنه لا يتم تداولها على مستوى البورصة، فالمستثمر المؤسسي الذي يرغب بالدخول كطرف في معاملة مبادلة يستطيع فعل ذلك إما عن طريق شركة أوراق مالية أو عن طريق بنك تجاري، اللذان يتعاملان في مبادلة. هذه الكيانات يمكنها فعل ما يلي: أولاً، يمكنها ترتيب أو توسط (سمسرة) مبادلة ما بين جهتين راغبتين في إبرام عقد مبادلة أسعار فائدة. في هذه الحالة فإن شركة الأوراق المالية أو البنك التجاري يتصرفان بصفتيهما وسطاء وليس طرفاً في عقد المبادلة. الاتجاه الثاني، الذي من خلاله تستطيع شركة الأوراق المالية أو البنك التجاري تسلم مكان مستثمر مؤسسي في مركز مبادلة باتخاذ الطرف الآخر للمبادلة. هذا يعني أن شركة الأوراق المالية أو البنك التجاري هي/هو وكيل متاجرة** «Dealer» بدلاً من وسيط في الصفقة. التصرف كتاجر يعني أن شركة الأوراق المالية أو البنك التجاري ينبغي عليها/عليه أن يتحوط لمركزه في المبادلة بنفس الطريقة التي يتحوط بها لمركزه في الأوراق المالية الأخرى التي يحوزها. أيضاً، فهذا يعني أن وكيل المتاجرة (الذي نشير إليه باعتباره وكيل متاجرة المبادلة) هو الطرف المقابل للمعاملة. فإذا دخل مستثمر مؤسسي كطرف في عقد مبادلة مع وكيل متاجرة مبادلة فإن المستثمر المؤسسي سينظر إلى وكيل متاجرة المبادلة لتلبية التزامات المبادلة. وبالمثل، فإن وكيل متاجرة المبادلة نفسه ينظر إلى المستثمر المؤسسي لتنفيذ التزاماته المنصوص عليها في المبادلة.

المخاطر التي يضطلع بها الطرفان عندما يبرمان اتفاق مبادلة هي تلك المتعلقة بعجز الطرف الآخر في تنفيذ التزاماته المنصوص عليها في اتفاق المبادلة، أي الأمر الذي يواجهه كل طرف هو مخاطر العجز عن السداد، وبالتالي هناك مخاطر ثنائية للطرف المقابل.¹

ثالثاً: خصائص المخاطرة/العائد لمبادلة أسعار الفائدة

إن قيمة مبادلة أسعار الفائدة تتقلب مع أسعار فائدة السوق. فبارتفاع أسعار الفائدة يتحصل دافع سعر الفائدة الثابت على سعر ليبور-6 أشهر أعلى (كما هو مبين في الشكل رقم 2)، وسيحتاج إلى دفع المزيد لأجل مبادلة جديدة. نعتبر أن مبادلتنا النظرية تفترض تغيير فوري لأسعار الفائدة بمجرد دخول الطرفان X و Y

* «Over-The-Counter (OTC)»: سوق مباشر بين التجار و السماسرة عبر الهاتف و شبكة الحاسوب بدلاً من أرضية متاجرة محددة للصراف.

** وهو فرد أو شركة يعمل / تعمل نيابة عن الزبون في شراء و/أو بيع الأوراق المالية، حيث يقوم التجار بالمتاجرة لحسابهم وتحملهم المخاطرة بخلاف السماسرة الذين يتاجرون نيابة عن عملائهم فقط.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 27-28. and Fabozzi, Frank J., and all., **Op. Cit.**, p. 379.

في اتفاق المبادلة (المخطط "أ" في الشكل رقم 2 يبين سير المعاملة). في الأول، نلتحق بماذا يمكن أن يحدث لو طالبت السوق بأنه يتعين على دافع سعر الفائدة الثابت في أي مبادلة 5 سنوات دفع 7% من أجل الحصول على سعر ليبور-6 أشهر. إذا أراد الطرف X (دافع سعر الفائدة الثابت) بيع مركزه إلى طرف A، ثم إن الطرف A سيستفيد إن دفع فقط 6% (سعر عملية المبادلة الأصلي المتفق عليه) بدلاً من 7% (سعر عملية المبادلة الحالي) للحصول على سعر ليبور-6 أشهر. الطرف A سيريد التعويض عن هذه الميزة. ونتيجة لذلك، فإن قيمة مركز الطرف X قد زادت. بالمقابل، إذا ارتفعت أسعار الفائدة فإن دافع سعر الفائدة الثابت سيحقق ربح ومتلقي سعر الفائدة الثابت سيحقق خسارة. (الحالة "ب" في الشكل رقم 2 تلخص نتائج ارتفاع أسعار الفائدة). التالي، لننظر ماذا يمكن أن يحدث لو انخفضت أسعار الفائدة، ولنفترض مثلاً إلى 5%. الآن، مبادلة 5 سنوات قد تقتضي دافع سعر فائدة ثابت جديد من أجل دفع 5% بدلاً من 6% لتلقي سعر ليبور-6 أشهر. إذا أراد الطرف X بيع مركزه لطرف B، فإن هذا الأخير سيطلب بتعويض لتولي هذا المركز. بعبارة أخرى، إذا انخفضت أسعار الفائدة فإن دافع سعر الفائدة الثابت سيحقق خسارة، بينما متلقي سعر الفائدة الثابت سيحقق ربح. الحالة "ج" في الشكل رقم 2 تلخص نتائج انخفاض أسعار الفائدة.¹

المطلب الثالث: خيارات أسعار الفائدة «Interest Rate Options»

يعتبر عقد الخيار من بين الأدوات المشتقة التي تختلف عن تلك التي ناقشناها سابقاً (العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلات)، وذلك من حيث خصائص المخاطرة والعائد التي تتمتع بها. على هذا النحو، فإنه يمكن استخدام الخيار لمراقبة مخاطر سعر الفائدة بطرق قد تكون إما غير ممكنة أو جد مكلفة في حال لو تم إنجازها باستخدام العقود الآجلة أو المستقبلية أو عقود المبادلات. والخيارات، مثل غالبية الأدوات المالية، يمكن أن يتم تداولها على مستوى سوق منظمة أو على مستوى سوق غير رسمية OTC «market».

أولاً: مفهوم الخيار «Option»

الخيار هو عبارة عن العقد الذي من خلاله يمنح بائع الخيار «the writer of the option» لمشتري الخيار الحق، ولكن ليس الإلزام، لشراء من أو بيع إلى البائع شيء ما بسعر معين في غضون فترة زمنية محددة (أو في تاريخ محدد)، حيث يمنح البائع للمشتري هذا الحق في مقابل مبلغ معين من المال، يسمى بسعر الخيار أو علاوة عقد الخيار. ويسمى السعر الذي من خلاله يمكن شراء أو بيع الأصل محل العقد

¹ Fabozzi, Frank J., and all. Op. Cit., p. 379.

بسعر التنفيذ «Exercise price» أو سعر ممارسة الخيار «Strike price». والتاريخ الذي يكون بعده عقد الخيار لاغ يسمى بتاريخ انتهاء المدة.

عندما يمنح خيار حق للمشتري لشراء الأداة المعينة من البائع، فإنه يشار إلى ذلك بخيار الشراء «Call Option»، أو حق خيار شراء «Call». وعندما يكون لمشتري الخيار الحق لبيع الأداة المعينة للبائع، فإن الخيار يسمى بخيار البيع «Put Option»، أو حق خيار بيع «Put».

يتم تصنيف الخيار كذلك وفقاً للتوقيت الذي يحق فيه لمشتري الخيار ممارسة الخيار. هناك خيارات يمكن ممارستها في أي وقت حتى تاريخ انتهاء المدة، ويشار إلى مثل هذا الصنف من الخيارات بالخيارات الأمريكية. وهناك الخيارات التي يمكن ممارستها فقط عند تاريخ انتهاء المدة، وتسمى الخيارات التي تكون بهذا خصائص بالخيارات الأوروبية. ويسمى الخيار الذي يمكن ممارسته قبل أجل الاستحقاق ولكن في تواريخ محددة فقط بالخيار الأمريكي المعدل، أو خيار برمودة «Bermuda Option» أو خيار الأطلسي «Atlantic Option»¹.

ثانياً: خصائص المخاطرة والعائد للخيارات

أقصى مبلغ يمكن أن يخسره مشتري الخيار هو سعر الخيار، والحد الأقصى للأرباح التي يمكن أن يحققها بائع الخيار هو سعر الخيار. مشتري الخيار لديه احتمال كبير لتحقيق عوائد متزايدة، في حين نجد بأن بائع الخيار لديه مخاطر معتبرة لانخفاض الأسعار. المراكز التي يمكن أن تنشأ مع الخيارات تشمل ما يلي:

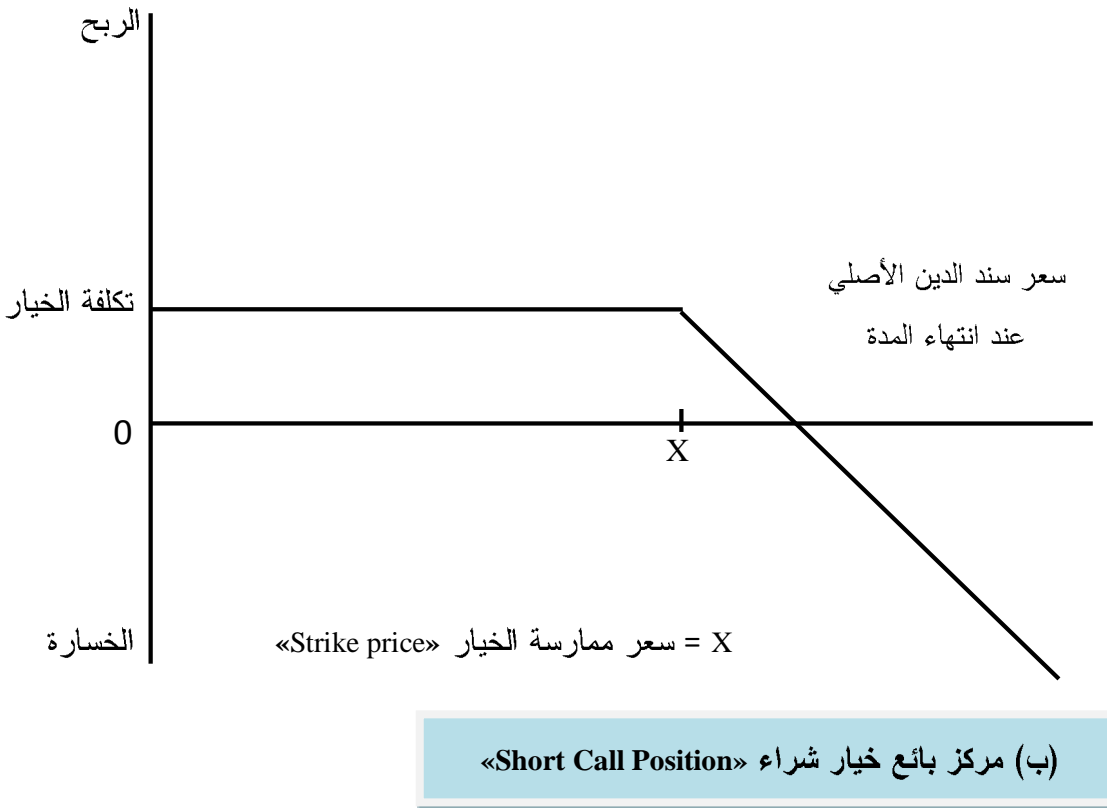
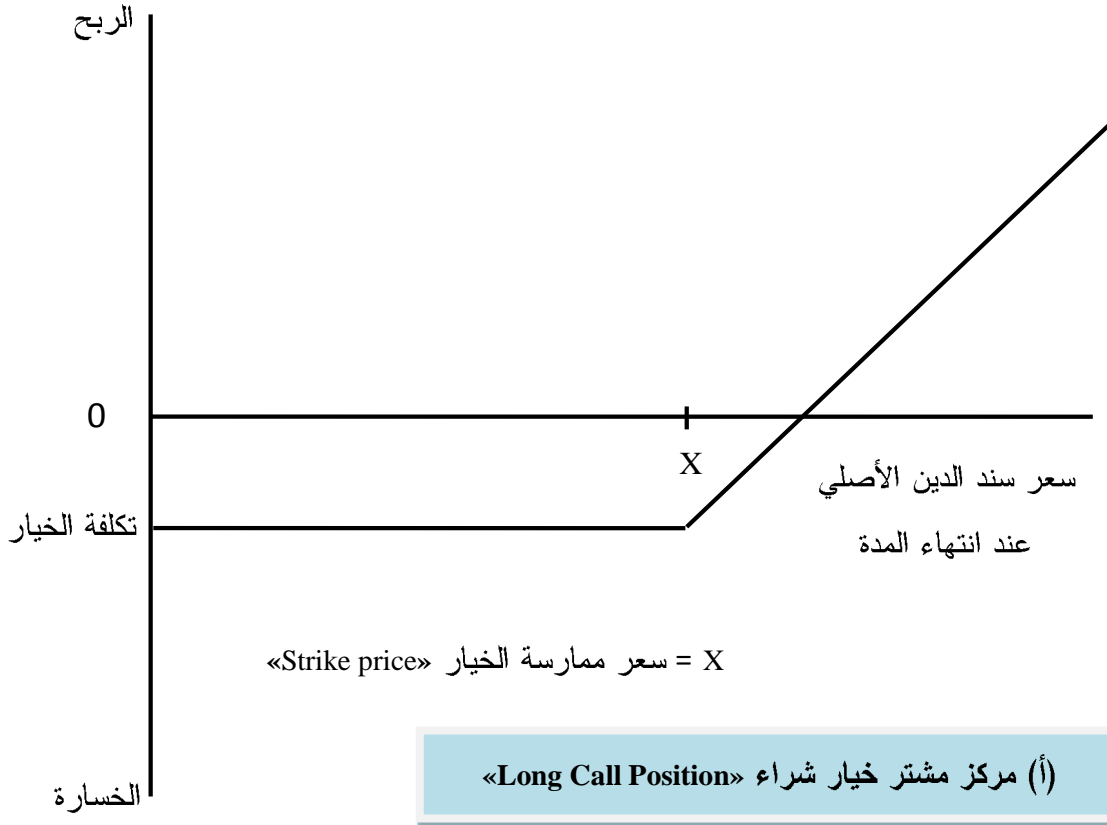
- أ. مركز مشتري خيار شراء «Long Call Position» (شراء خيار شراء)
- ب. مركز بائع خيار شراء «Short Call Position» (بيع خيار شراء)
- ج. مركز مشتري خيار بيع «Long Put Position» (شراء خيار بيع)
- د. مركز بائع خيار بيع «Short Put Position» (بيع خيار بيع)

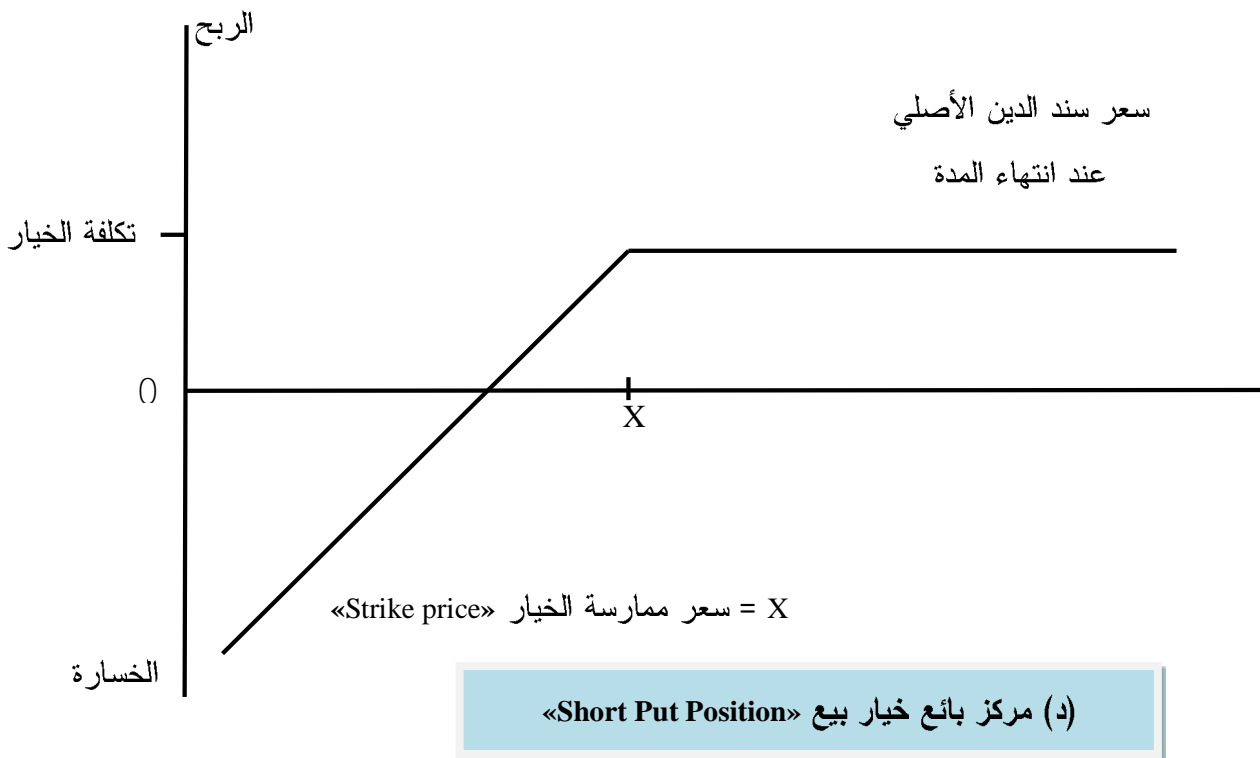
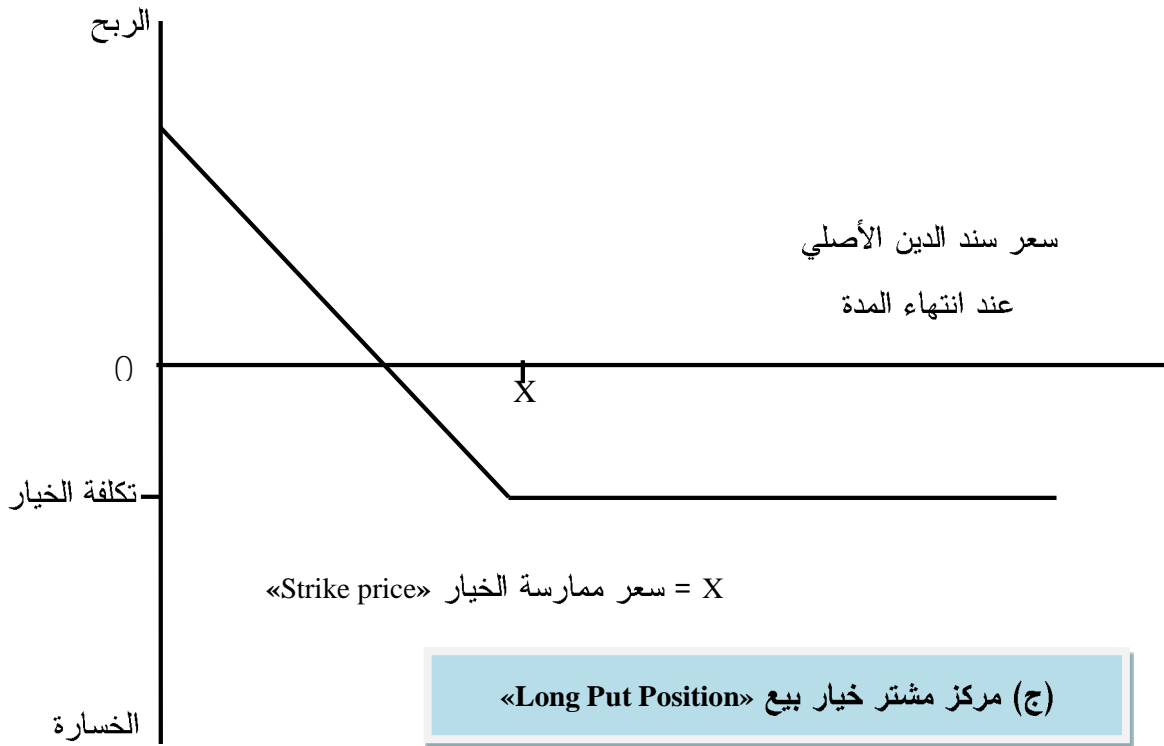
الشكل رقم 3 يبين صور العائد بالنسبة لهذه المراكز الأربعة بافتراض أن كل مركز خيار يتم توليه إلى تاريخ انتهاء المدة ولا يتم ممارسته قبل ذلك.²

¹ Fabozzi, Frank J., and all. **Fixed income analysis**, Op. Cit., pp. 371-372. and Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 36-37.

² Fabozzi, Frank J., and all. **Fixed income analysis**, Op. Cit., pp. 372-374.

الشكل رقم (3): العائد من مراكز الخيار الأساسية إذا ما تم الاحتفاظ بها إلى تاريخ انتهاء المدة





Source: Fabozzi, Frank J., and all. (2007) **Fixed income analysis**. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. pp. 373-374.

ثالثاً: الفرق ما بين الخيارات والعقود المستقبلية

على عكس العقود المستقبلية، هناك طرف واحد في عقد الخيار ليس مجبر على عقد الصفقة. على وجه الخصوص، مشتري الخيار له الحق لا الإلزام لإبرام الصفقة، بينما بائع الخيار له صفة الإلزام لأداء ذلك. في حالة العقود المستقبلية كلا الطرفين، المشتري والبائع لهما صفة الإلزام في الأداء، بطبيعة الحال فإن مشتري العقود المستقبلية لا يدفع للبائع لقبول الإلزام، في حين مشتري الخيار يدفع للبائع سعر الخيار.

بالتالي، فإن خصائص الربح والمخاطرة بالنسبة للنوعين من العقود تعتبر هي الأخرى مختلفة، ففي حالة العقود المستقبلية يحقق مشتري العقد ربح دولار مقابل دولار عندما يرتفع سعر العقد المستقبلي، ويتكبد خسارة دولار مقابل دولار لما ينزل سعر العقد المستقبلي. والعكس يحدث بالنسبة لبائع العقد المستقبلي. أما بالنسبة للخيارات فإنها لا توفر هذه العلاقة المتجانسة للمخاطرة والربح. الأغلب أن مشتري الخيار يمكن له أن يخسر سعر الخيار في حين يبقى يحتفظ بكل المزايا المحتملة، والأرباح يتم تخفيضها دائماً بمقدار سعر الخيار. الحد الأقصى للأرباح الذي يمكن أن يحققه البائع هو سعر الخيار؛ يعتبر هذا بمثابة تعويض نظير المخاطر المعتبرة لانخفاض الأسعار. هذا الفرق يعتبر جد مهم لأن مسيرو العقود يمكن لهم استخدام العقود المستقبلية للحماية ضد مخاطر التناظر* «Symmetric Risk» واستخدام الخيارات للحماية ضد المخاطر غير المتناظرة** «Asymmetric Risk».¹

رابعاً: الخيارات المتداولة في البورصة مقابل الخيارات غير المدرجة في البورصة

هناك خيارات يتم تداولها على مستوى البورصة «Exchange-Traded Options» وهناك خيارات يتم التعامل بها خارج السوق الرسمية «Over-The-Counter Options». الخيارات المتداولة في البورصة لها ميزتين: الأولى تكمن في توحيد المقاييس بالنسبة للعقود فيما يتعلق بسعر التنفيذ وتاريخ انتهاء المدة. أما الثانية، فكما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية، فإن الصلة المباشرة ما بين المشتري والبائع تعتبر منقطعة

* يكون التعرض لمخاطر التناظر «Symmetric risk exposure» لأن الربح الذي ينتج عندما يكون التحرك في الأصل الأساسي في اتجاه واحد، يكون مماثل إلى الخسارة عندما يتحرك الأصل الأساسي في الاتجاه المعاكس. على سبيل المثال، عندما يرتفع السهم بـ X دولار فهناك X دولار ربح. في الجهة الأخرى، إذا انخفض السهم بـ X دولار فهناك خسارة بـ X دولار.

** يكون التعرض للمخاطر غير المتناظرة «Asymmetric risk exposure» في الحالة التي تكون فيها الأرباح والخسائر المحتملة غير متجانسة. ففي عمليات تداول الخيارات والعقود المستقبلية، فإن التباين الكبير ما بين الربح والخسارة الناتج عن التحركات في قيمة الأصل الأساسي هي الحالة التي تكون فيها فجوة كبيرة ما بين الأرباح والخسائر المرتبطة بخيار الشراء (الذي يتم شراؤه لتخفيف الخسائر وتعزيز الأرباح) على ورقة مالية.

1 Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 301. and Fabozzi, Frank J., and all. **Op. Cit.**, p. 372.

بعد تنفيذ الأمر بسبب القابلية للتبادل بالنسبة للخيارات المتداولة في البورصة. تؤدي غرفة المقاصة المرتبطة بالتبادل، أين يتم تداول الخيار، نفس الوظيفة في سوق الخيارات التي تقوم بها في سوق العقود المستقبلية. تستخدم الخيارات خارج البورصة «OTC Options» في العديد من الحالات التي يسعى فيها المستثمر المؤسسي للحصول على خيار على المقاس، ذلك أن الخيار المنمط «Standardized» المتداول في البورصة لا يلبي أهدافه الاستثمارية، وتتصرف شركات الاستثمار البنكية والبنوك التجارية بمثابة موكلين «Principals» فضلاً عن وسطاء «Brokers» في سوق الخيارات غير الرسمية.

يمكن تصميم الخيارات خارج البورصة في أي شكل من الأشكال، على حسب رغبة المستثمر المؤسسي أو أي مستخدم آخر. هناك خيارات بسيطة ليس لها سمات خاصة «Plain Vanilla Options» كالخيارات على إصدار خزانة معين. أما تصميمات الخيارات خارج البورصة الأكثر تعقيداً التي يتم إنشاؤها فتسمى بالخيارات غير النمطية «Exotic Options».

على الرغم من أن الخيار المتداول خارج البورصة أقل سيولة من الخيار المتداول في البورصة، إلا أن هذا عموماً لا يبعث على القلق بالنسبة للمستثمرين الاعتباريين الذين يستخدمون الخيارات خارج البورصة كجزء من التغطية الوقائية أو استراتيجية أصول/خصوم تعتمد الاحتفاظ بها حتى تاريخ انتهاء مدتها. يمكن أن تحرر الخيارات على أسعار الفائدة المتداولة في البورصة على ورقة مالية ذات دخل ثابت أو عقود مستقبلية على أسعار الفائدة. الخيارات السابقة تسمى بالخيارات على الماديات «Options on physicals»، وتعتبر الخيارات على العقود المستقبلية لأسعار الفائدة الأكثر انتشاراً مقارنة بالخيارات على الماديات. إلا أن مديرو المحافظ قاموا وعلى نحو متزايد باستخدام أكبر للخيارات غير المدرجة في البورصة.¹

المطلب الرابع: عقود مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير غير المقيد والمقيد

«CAPS» و«FLOORS»

تعتبر عقود الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير وغير المقيد «CAPS» وعقود الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير المقيد «FLOORS» من أهم توليفات عقود الخيار في أسواق الدين، التي يتم استخدامها للسيطرة على حجم الانكشاف لمخاطر سعر الفائدة. «CAPS» و«FLOORS» عبارة عن توليفة من نفس أنواع الخيارات (خيارات الشراء أو خيارات البيع) مع أسعار ممارسة خيار مماثلة لكن مرتبة لتتخطى سلسلة من الفترات الزمنية.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, p. 39. and Fabozzi, Frank J., and all. *Fixed income analysis, Op. Cit.*, p. 374. and Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, pp. 301-302.

عقود الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير وغير المقيد «CAPS» وعقود الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير المقيد «FLOORS» هي عبارة عن اتفاقات بين طرفين، وفقاً لها يوافق أحد الأطراف لأجل علاوة تدفع مسبقاً على تعويض الطرف الآخر إذا كان سعر فائدة معين (يسمى بسعر الفائدة المرجعي) مختلف عن مستوى محدد مسبقاً. يسمى الطرف الذي يستفيد، إذا كان سعر الفائدة المرجعي يختلف عن مستوى محدد مسبقاً، بالمشتري. أما الطرف الذي يجب عليه احتمالاً القيام بمدفوعات فيسمى بالبائع. يسمى سعر الفائدة المحدد مسبقاً بسعر فائدة العقد «Strike Rate». سقف سعر الفائدة «Interest Rate Cap» يشترط بأن يوافق البائع على أن يدفع للمشتري إذا فاق سعر الفائدة المرجعي سعر فائدة العقد. أدنى سعر فائدة «Interest Rate Floor» يشترط بأن يوافق البائع على أن يدفع للمشتري إذا كان سعر الفائدة المرجعي أقل من سعر فائدة العقد.

المصطلحات التي يتضمنها اتفاق سعر الفائدة هي: (1) سعر الفائدة المرجعي «The Reference Rate»؛ (2) سعر فائدة العقد «The Strike Rate» الذي يحدد الحد الأقصى «CAP» والحد الأدنى «FLOOR»؛ (3) مدة الاتفاق؛ (4) تردد التغير «Frequency of reset»؛ و(5) المبلغ الافتراضي «Notional Amount» (الذي يحدد حجم المدفوعات).

أولاً: عقود مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير وغير المقيد «Caps»

يتكون عقد مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير وغير المقيد «Cap»، في الأساس، من مزيج* «Strip» من الخيارات. يمكن للمقترض مع دين سعر الفائدة القائم، الحماية ضد الارتفاع في أسعار الفائدة من خلال شراء «Cap». إذا ارتفعت أسعار الفائدة فوق سعر فائدة «cap» (أي فوق سعر فائدة الأوراق المالية محل العقد) فإنه سيتم تعويض المقترض من مدفوعات «Cap». وعلى العكس، إذا انخفضت أسعار الفائدة فإن المقترض يستفيد من التكاليف المنخفضة للتمويل، والنفقة الوحيدة بالنسبة له ستكون هي العلاوة المدفوعة مسبقاً لشراء «Cap». العائد بالنسبة لمشتري «Cap» عند تاريخ إعادة التعيين «Reset Date»، إذا كانت قيمة سعر الفائدة المرجعي تفوق سعر فائدة «Cap» عند ذلك التاريخ، هو كالتالي:¹

* مزيج من خيار شراء واحد «one call» واثنين من خيارات البيع «two puts».

** تاريخ إعادة التعيين المعروف أيضاً باسم تاريخ التثبيت هو مفهوم عام في الأسواق المالية، وهو يعني اللحظة الزمنية التي يتغير فيها سعر الفائدة الابتدائي على الأوراق المالية ليتم تحديد وتسجيل معدل مرجعي، ويكون عادة من أجل حساب قيمة تسوية لمدفوعات دورية مجدولة زمنياً ما بين طرفين.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, p. 43. and Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. (2008) *Interest Rate Options and Related Products*. In Fabozzi, Frank J. (ed.) *Handbook of Finance, Volume I: Financial Markets and Instruments*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 431.

المبلغ الافتراضي × (قيمة سعر الفائدة المرجعي - سعر فائدة Cap) × (عدد الأيام في فترة التسوية / عدد أيام السنة)

إذا كان السعر المرجعي أقل من سعر فائدة «Cap» فإن العائد، بطبيعة الحال، يكون صفر.

تستعمل عقود مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير وغير المقيد «Caps» أحياناً بدلاً من عقود المبادلات «Swaps» وذلك للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة، فإذا تم استخدام أصول بسعر فائدة ثابت في صفقة سعر فائدة معوم فإن «Cap» سيقوم بالتغطية الوقائية من مخاطر أسعار الفائدة كسعر يوريبور* «Euribor» على سبيل المثال.¹

كما يعتبر سقف سعر الفائدة «Interest Rate Cap» خيار سعر الفائدة الأكثر شعبية، المعروف من قبل الهيئات المالية في السوق غير الرسمية «OTC Market». يمكننا استيعاب جيداً عقود سقف سعر الفائدة «Caps» بالنظر أولاً إلى السند الإذني بسعر فائدة عائِم «floating-Rate Note (FRN)»، أين سعر الفائدة الذي يتم إعادة تعيينه دورياً يعادل سعر ليبور. الزمن ما بين إعادة التعيين (التثبيت) يعرف بالمدة المتبقية من العقد «The Tenor». فإذا افترضنا بأن المدة المتبقية هي ثلاث أشهر فإن سعر الفائدة على السند الإذني بالنسبة للثلاث أشهر الأولى هو سعر ليبور-3 أشهر الأولي؛ ثم سعر الفائدة بالنسبة للثلاث أشهر التالية يتم تثبيته مساوياً لسعر ليبور-3 أشهر السائد في السوق عند نقطة 3 أشهر؛ وهكذا ..

يتم تصميم سقف سعر الفائدة «Cap» لتوفير حماية ضد معدل الفائدة على السند الإذني بسعر فائدة عائِم، الذي يرتفع فوق مستوى معين. هذا المستوى يعرف بمعدل سقف سعر الفائدة «Cap Rate». لنفترض أن مبلغ الأصل هو 10 مليون \$ والمدة المتبقية من العقد «The Tenor» هي 3 أشهر ومدة عقد «Cap» هي 5 سنوات ومعدل سقف سعر الفائدة هو 4% (لأن المدفوعات جعلت ربع سنوية ويتم التعبير عن معدل سقف سعر الفائدة بتركيب ربع سنوي). يوفر عقد «Cap» حماية ضد معدل الفائدة على السند الإذني بسعر فائدة عائِم، المتصاعد فوق 4%. سنتجاهل حساب أيام الإصدارات ونفترض أن هناك بالضبط 0,25 سنة بين كل تاريخ يتم فيه الدفع. لنفترض أنه في تاريخ إعادة تعيين معين كان سعر الفائدة ليبور-3 أشهر 5%. السند الإذني بسعر فائدة عائِم سيتطلب:

$$\$ 125.000 = \$ 10.000.000 \times 0,05 \times 0,25$$

من الفائدة التي سيتم دفعها لاحقاً بعد 3 أشهر. مع سعر ليبور-3 أشهر معادل لـ 4% ستكون

$$\$ 100.000 = \$ 10.000.000 \times 0,04 \times 0,25$$

* سعر الفائدة السائد بين بنوك أوروبا «Euro Interbank Offered Rate».

¹ TAVAKOLI, Janet M. Op. Cit., p. 232.

إذن، فإن عقد سقف سعر الفائدة «Cap» يوفر عائداً بـ 25.000 \$. لا يحصل العائد عند تاريخ إعادة التعيين لما تم اتباع 5%، بل يحصل لاحقاً بعد ثلاث أشهر. هذا يعكس الفجوة الزمنية المعتادة ما بين سعر فائدة يجري رسده والمبلغ المدفوع الملائم الذي سيكون مطلوب.

عند كل تاريخ إعادة تعيين من عمر عقد سقف سعر الفائدة «Cap» يتم رصد سعر ليبور. إذا كان سعر ليبور أقل من 4% فلا يكون هناك عائد من عقد «Cap» للأشهر الثلاث اللاحقة. أما إذا كان سعر ليبور أكبر من 4% فإن العائد هو ربع واحد للزيادة مطبق على مبلغ الأصل المقدر بـ 10 مليون \$. نلاحظ بأن عقود سقف سعر الفائدة «Caps» يتم تحديدها على نحو أن معدل سعر ليبور، حتى وإن كان أكبر من معدل سقف سعر الفائدة، لا يؤدي إلى حصول العائد عند تاريخ إعادة التعيين الأول. في مثالنا يستمر عقد «Cap» لـ 5 سنوات. هناك بالتالي مجموع من 19 تاريخ إعادة تعيين (في الفترات: 0.25، 0.50، 0.75، ...، 4.75 سنة) و19 عائد محتمل من عقود Caps (في الفترات: 0.50، 0.75، 1.00، ...، 5.00 سنة).¹

ثانياً: عقود مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير المقيد «Floors»

من الممكن الحماية ضد الانخفاض في أسعار الفائدة بشراء عقد مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير المقيد «Floor». هذا معاكس تماماً لعقد «cap»، حيث أن عقد «Floor» يدفع عندما ينخفض سعر الفائدة المرجعي إلى أقل من سعر فائدة العقد، ويستخدم من قبل هيئة ترغب في الحماية ضد انخفاض الدخل الذي يكون مرده إلى انخفاض سعر الفائدة - على سبيل المثال، بنك تجاري بحصص كبيرة من الأصول ذات أسعار فائدة معومة. بالنسبة لمشتري «Floor» فإن العائد عند تاريخ إعادة التعيين «Reset date»، إذا كانت قيمة سعر الفائدة المرجعي أقل من سعر فائدة «Floor» عند ذلك التاريخ، هو كالتالي:²

$$\text{المبلغ الافتراضي} \times (\text{سعر فائدة Floor} - \text{قيمة سعر الفائدة المرجعي}) \times (\text{عدد الأيام في فترة التسوية} / \text{عدد أيام السنة})$$

إذا كان السعر المرجعي أكبر من سعر فائدة Floor فإن العائد يكون صفر.

من أجل توضيح ذلك، نستخدم حاسبة بلومبرغ «Bloomberg» لعقود «Cap» و«Floor» وعقد الخيار المختلط «Collar»، كما هو مبين في الشكل رقم 4. نعتبر عقد «Floor» الافتراضي لسنة واحدة على سعر ليبور-3 أشهر بسعر فائدة «Strike rate» 1,25%. تاريخ التسوية بالنسبة للعقد هو 25 فيفري 2003

¹ Hull, John C. (2012) **Options, Futures, and Other Derivatives**. 8th edition. New Jersey: Prentice Hall PTR, p. 653.

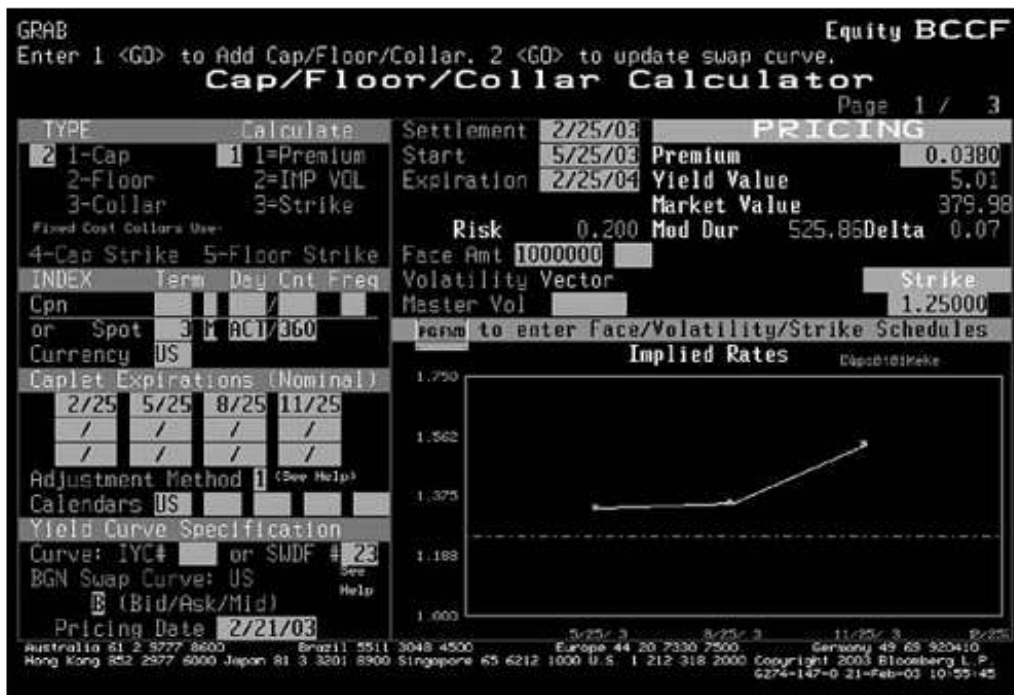
² Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 43-45.

وتاريخ انتهاء المدة هو 25 فيفري 2004. إذا كان سعر ليبور-3 أشهر أقل من سعر فائدة العقد «Strike» rate في هذا اليوم، و لنقل 1%، فإن عائد عقد «Floor» بافتراض أن المبلغ الافتراضي هو \$1.000.000

يُحسب كالآتي: $\$ 1.000.000 \times (1,25\% - 1,0\%) \times (92 \div 360) = \$ 638,89$

هذا المبلغ تم سداده يوم 25 ماي 2003. يمكن اعتبار عقد «Floor» كسلسلة من خيارات بيع على سعر فائدة مرجعي محل عقد خيار، والذي هو في هذه الحالة سعر ليبور- 3 أشهر. قيمة العقد «Floor» هي مجموع قيم كل خيارات البيع الفردية. في لوحة التسعير، العلاوة «Premium» بالنسبة لعقد الـ «Floor» الافتراضي، كما هو مبين في الشكل 4، هي 0,0380% أو بالتقريب \$ 379,98¹.

الشكل رقم (4): حاسبة بلومبرغ «Bloomberg» لعقود «cap» و«Floor» وعقد الخيار المختلط «Collar»



Source: Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. (2003) **Measuring and Controlling Interest Rate and Credit Risk**. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 341
From Bloomberg Financial Markets

ثالثاً: عقود الخيارات المختلطة «Collars»

المزوجة بين عقد «Cap» وعقد «Floor» تنشئ عقد خيار مختلط «Collar»، وهو خيار السقف والقاع «Corridor» الذي يُنَبِّت مدفوعات الفائدة أو مستويات التحصيل. يكون عقد الخيار المختلط محفزاً أحياناً بالنسبة للمقترضين لأن لديه تكلفة منخفضة مقارنة بعقد «Cap» العادي. كما يمنح عقد الخيار المختلط

¹ Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 340-341

الحماية ضد الارتفاع في معدلات الفائدة، ويوفر بعض المكاسب إذا كان هناك انهيار لمعدل «Floor». الهيكل الأرخص بالنسبة لعقود «Collar» هو الخيار المختلط ذو الهامش الضعيف ما بين أسعار فائدة «Cap» «Floor»¹.

رابعاً: خصائص العائد والمخاطرة

في اتفاقات سعر الفائدة، يدفع المشتري عمولة مسبقة تمثل المبلغ الأقصى الذي يمكن للمشتري خسارته والمبلغ الأقصى الذي يمكن للبائع «Writer» أن يربحه. الجهة الوحيدة المطالبة بالأداء هي بائع اتفاق سعر الفائدة. تحصل الاستفادة بالنسبة لمشتري اتفاق «Cap» على سعر الفائدة إذا ارتفع سعر الفائدة المرجعي فوق سعر فائدة العقد لأن البائع يتعين عليه تعويض المشتري. وتحصل الاستفادة بالنسبة لبائع اتفاق «Floor» على سعر الفائدة إذا انخفض سعر الفائدة إلى مستوى أقل من سعر فائدة العقد لأن البائع يتعين عليه تعويض المشتري. بائع الاتفاقات على أسعار الفائدة «Cap & Floor» لا يواجه مخاطر الطرف المقابل بمجرد أن يدفع المشتري العلاوة، لكن في المقابل يواجه المشتري مخاطر الطرف المقابل. كذلك، كما هو الحال مع الخيارات، هناك مخاطر الطرف المقابل من جانب واحد.²

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 44.

² Fabozzi, Frank J., and all. **Op. Cit.**, p. 383.

المبحث الرابع: مشتقات الائتمان «Credit derivatives»

تُستخدم مشتقات أسعار الفائدة التي تطرقنا إليها في المبحث السابق، في معاملات التمويل المهيكّل لأجل السيطرة على مخاطر أسعار الفائدة فيما يتعلق بالتغيرات في مستوى أسعار الفائدة. في المقابل، تسمح مشتقات الائتمان بتحويل مخاطر الائتمان من الأطراف المتعاملة في صفقة تمويل مهيكّل التي تريد نقل مخاطر الائتمان إلى الأطراف التي هي على استعداد لقبول مخاطر الائتمان. وبالتالي فإن مشتقات الائتمان عبارة عن عقود مالية تهدف إلى خفض أو استبعاد التعرض لمخاطر الائتمان من خلال توفير الحماية ضد الخسائر المتكبدة بسبب الأحداث الائتمانية. القرض أو السند الذي يتحمل المخاطر، التي نحن بصددّها، هو المرجع أو الأساس أو الأصل. والجهة المصدرة للأصل المرجعي هي المتعهد بالالتزام (ويسمى كذلك بالملتزم) «The Obligor».

سننظر في هذا المبحث إلى بعض أهم مشتقات الائتمان، المشار إليها أسفله، على أن نتطرق إلى أنواع أخرى بالتفصيل في الفصل الموالي.

- مبادلات الائتمان المعيبة «Credit Default Swaps»؛
- مبادلات المؤشرات مثل مبادلات مؤشرات الائتمان المعيبة «Credit Default Index Swaps»؛
- مبادلات السلة المعيبة «Basket Default Swaps»؛
- مبادلات العائد الكلي «Total Return Swaps».

المطلب الأول: مشتقات الائتمان، مفهومها وتوثيقها وشروطها

قبل وصف مختلف أنواع مشتقات الائتمان، فإنه يجدر بنا أولاً التطرق إلى مفهومها ثم مناقشة جانب التوثيق المتعلق بتصميم عقودها وكذا الشروط الرئيسية لمشتقات الائتمان. تعتبر الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات «The International Swap and Derivatives Association (ISDA)» الأولى التي قامت بتطوير (في سنة 1998) عقد موحد للمقاييس الذي يمكن استخدامه من قبل الأطراف للتداول في عقود مشتقات الائتمان. مع أن التوثيق صمم في الأساس لأجل مبادلات الائتمان المعيبة ومبادلات العائد الكلي، إلا أن شكل العقد يعتبر مرناً بما فيه الكفاية مما يسمح باستخدامه لأجل مشتقات الائتمان الأخرى.

أولاً: مفهوم مشتقات الائتمان

تعمل مشتقات الائتمان، التي استُهلّ العمل بها سنة 1993، على فصل الائتمان كفئة أصول مستقلة، مشابهة في الكيفية إلى حد كبير مشتقات أسعار الفائدة، مثل المبادلات والمستقبليات، التي فصلت أسعار

الفائدة في سنوات الثمانينات. هذا الفصل للائتمان أدى إلى تحسين كفاءة أسواق رأس المال لأن المشاركين في السوق بإمكانهم الآن فصل وظائف إنشاء القروض وتحمل مخاطر الائتمان¹. وتعتبر مشتقات الائتمان أدوات هامة تستخدم لغرض التحوط وإدارة مخاطر الائتمان، فضلاً عن المتاجرة والاستثمار في الائتمان. كل مشتقات الائتمان عبارة عن أدوات، هي في الواقع عقود مالية، تسمح لمخاطر ائتمان على أصل يسمى خاص أو كيان اقتراض، الذي هو الكيان المرجعي، أن يتم نقلها من طرف واحد إلى طرف آخر. في الأساس، يشتري طرف واحد الحماية على الكيان المرجعي من الطرف المقابل، الذي يبيع حماية الائتمان، حيث يدفع المشتري علاوة للبائع خلال فترة عقد مشتقة الائتمان مقابل حصوله على حماية الائتمان. ويوافق البائع أن يدفع للمشتري مبلغ محدد مسبقاً تحت بعض الشروط المرتبطة بالتقصير أو حال وقوع حدث إعادة هيكلة². إذن، فإن مشتقات الائتمان تسمح للمستثمرين بإدارة التعرض لمخاطر الائتمان بالنسبة لمحافظهم أو الأصول التي بحوزتهم، وذلك أساساً من خلال توفير تأمين ضد تدهور نوعية الائتمان للكيان المقترض. فإذا كان هناك تقصير تقني من طرف المقترض أو في حال تعثر فعلي على القرض نفسه وتسجيل انخفاض في السعر للسند فإن الخسائر المتكبدة من قبل المستثمر يمكن استرداد جزء منها أو كلها من خلال المدفوعات التي تمت بواسطة مشتقات الائتمان³. إن المرونة التي تتمتع بها مشتقات الائتمان توفر للمستخدمين العديد من المزايا. وكما أنها منتجات متداولة خارج البورصة «OTC products» فإنه يمكن أن تكون مصممة لتلبية متطلبات محددة للمستخدمين⁴.

ثانياً: التوثيق القانوني

تعتبر مشتقات الائتمان اتفاقات تفاوض بالتراضي يتم تداولها خارج السوق الرسمية، حيث يتم وضع الإطار التنظيمي لمشتقات الائتمان من خلال مضمون عقود التفاوض بالتراضي. وفي هذا الشأن، أقرت الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات «ISDA» بالحاجة إلى توفير شكل موحد لتوثيق مشتقات الائتمان. على الرغم من أن مشتقات الائتمان بدأت في الظهور على ساحة السوق المالي في 1993، في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن «ISDA» لم تقم بتطوير عقد موحد للمقاييس لتقييد التداولات حتى سنة 1998. إن تأسيس صناعة معايير، من خلالها يتم توثيق معاملة مشتقات، يعتبر خطوة مهمة لتطوير أي سوق مشتقات، وتدل

¹ Choudhry, Moorad. (2013) **An introduction to credit derivatives**. Second Edition. Oxford: Ed Elsevier, p. 17.

² Choudhry, Moorad. (2010) **Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation**. Second Edition. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte, Ltd., p. 21.

³ Choudhry, Moorad. (2002) **Credit Derivatives**. In Fabozzi, Frank J. (éd) *The Handbook of financial instruments*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., pp. 785-786.

⁴ Choudhry, Moorad. **An introduction to credit derivatives**. Op. Cit., p. 18.

على أن الكتلة الحرجة للتداول قد أتت مجتمعة مما أدى بالمشاركين في السوق إلى الاعتراف بالحاجة إلى نقطة مرجعية مشتركة.

بالإضافة إلى وضع تعريفات لأحداث الائتمان، قامت «ISDA» بتطوير اتفاق نموذجي أعتبر بمثابة العقد الرسمي المستخدم من قبل المشاركين في هذه الصناعة، والذي أسس لوضع معايير دولية تحكم اتفاقات التفاوض بالتراضي للمشتقات (كل المشتقات وليس مشتقات الائتمان فقط). يقلل الاتفاق النموذجي عدم اليقين القانوني بتوفير شروط تعاقدية موحدة لجميع المشاركين في عقود المشتقات. وينص أيضاً الاتفاق النموذجي في المقابل على تخفيض مخاطر الائتمان من خلال السماح بالمقاصة ما بين المراكز للالتزامات التعاقدية.¹

ثالثاً: الكيان المرجعي والسند المرجعي

سيحدد التوثيق بالنسبة لعقود المشتقات الكيان المرجعي «The Reference Entity» و/أو السند المرجعي «The Reference Obligation». الكيان المرجعي، الذي يشار إليه أيضاً بالمصدر المرجعي، هو الجهة المصدرة لأداة الدين. والسند المرجعي الذي يشار إليه أيضاً بالأصل المرجعي، هو إصدار الدين الخاص الذي لأجله تطلب الحماية. على سبيل المثال، قد يكون السند المرجعي إصدار خاص لسند "فياكوم" * «Viacom Bond»². غالباً ما يكون للسند المرجعي أولوية محددة مسبقاً، لتأمين سهولة تحديد مدفوعات التسوية. عندما تكون درجة الأولوية مرتفعة (عليها)، فعادةً ما تقود إلى معدل تحصيل أفضل، وبالتالي معدل خسارة منخفض في أعقاب حدث ائتماني، كما ينعكس ذلك أيضاً في سعر منخفض لعقد مشتقة ائتمان.³

رابعاً: الأحداث الائتمانية

إن وقوع حدث ائتماني معين من شأنه أن يؤدي إلى إنهاء عقد مشتقة الائتمان ونقل الدفع المعيب «The Default Payment» من بائع الحماية إلى مشتري الحماية. فيما يلي، أبرز ما يمكن وصفه في التوثيق القانوني بين الأطراف المتقابلة كأحداث ائتمانية:⁴

- التخفيض في المرتبة من قبل وكالات التصنيف الائتماني (Moody's و/أو Standard & Poor's) إلى ما دون المستوى الأدنى المحدد؛

¹ Fabozzi, Frank J., and all. **Credit Derivatives Primer**. In FABOZZI, Frank J., CHOUDHRY, Moorad. (eds.) (2004) *The Handbook of European Structured Financial Products*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 58.

* «Viacom Inc» اختصار لـ «Video Audio Communication» وهو كتل أمريكي لمجموعة شركات ممثل في وسائل إعلام.

² Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 46.

³ Choudhry, Moorad. **Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation**. **Op. Cit.**, p. 65.

⁴ Choudhry, Moorad. **An introduction to credit derivatives**, **Op. Cit.**, p. 20.

- إعادة هيكلة مالية أو إعادة هيكلة ديون، تكون ناجمة على سبيل المثال عن أسباب إدارية أو تحقيقاً لمتطلبات حماية من الإفلاس؛
- إفلاس أو إفسار المتعهد بالالتزام للأصل المرجعي؛
- عجز عن الوفاء بالتزامات الدفع مثل قسيمة السند والاستمرار في عدم الدفع بعد فترة زمنية محددة؛
- تقصير تقني، كعدم سداد فائدة أو قسيمة عندما تصبح مستحقة؛
- تغيير في فرق العائد واجب الدفع من قبل الملتزم فوق مستوى أقصى محدد.

وفي هذا الشأن، قدمت تعريفات ISDA 1999 لمشتقات الائتمان لائحة من ثمانية أحداث انتمائية (الإفلاس، حدث انتمان حال الاندماج، تعجيل سداد متلازم «Cross acceleration»، إفسار مشترك «Cross default»، تخفيض المرتبة، التخلف عن الدفع «Failure to pay»، رفض أو تأجيل السداد «Repudiation/Moratorium» وإعادة الهيكلة)، سعياً منها لتقييد كل نوع من الحالات التي من شأنها أن تؤثر على نوعية الائتمان للكيان المرجعي وتكون سبباً في تدهورها، أو أن تؤثر على قيمة السند المرجعي وتكون سبباً في انخفاضه.¹

المطلب الثاني: مبادلات الائتمان المعيبة ومبادلات مؤشرات الائتمان المعيبة

تعتبر مبادلة الائتمان المعيبة، أو كما يشار إليها ببساطة بالمبادلة المعيبة، أهم أنواع مشتقات الائتمان، حيث تثبت إحصائيات السوق أن نصف كل مشتقات الائتمان تقريباً تستخدم مبادلات الائتمان المعيبة، كما أن معظم عمليات التوريق التركيبية تستخدم كذلك مبادلة الائتمان المعيبة. ومع مرور الوقت، نمت المبادلات المعيبة لتشغل هذا المركز في بداية سنوات ظهور مشتقات الائتمان، حيث تعتبر المبادلات المعيبة في مختلف أشكالها المعدلة أساس معظم ابتكارات السوق، مثل تداول المؤشرات ومبادلات الائتمان المعيبة للقروض فقط، وغيرها من الابتكارات الأخرى. باختصار، فإن المبادلة المعيبة هي بكل وضوح الشكل الأكثر رواجاً لمشتقة الائتمان.

أولاً: مبادلة الائتمان المعيبة «Credit Default Swap (CDS)»

مبادلة الائتمان المعيبة «CDS»، أو كما تعرف عند البعض بمبادلة مخاطر الائتمان، هي عقد مالي ثنائي ما بين طرفين، هما مشتري الحماية وبائع الحماية، بالإحالة إلى قيمة نظرية معينة، منسوبة إلى التزامات مرجعية لكيان مرجعي. لمبادلة الائتمان المعيبة كيان مرجعي واحد، لذا يشار إليها بعقد السند

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 46.

الواحد (أي شركة مرجعية واحدة فقط) لمبادلة الائتمان المعيبة «Single-Name Credit Default Swap»¹. في «CDS» يدفع السابق (مشتري الحماية) إلى اللاحق (بائع الحماية) علاوة معبر عنها بنقاط أساس في السنة على القيمة النظرية، والتي عادةً ما تدفع فصلية كمتأخرات. في المقابل، يوافق اللاحق على القيام ببعض مدفوعات حماية إلى السابق، حيث تكون هذه الأخيرة مرهونة بوقوع حدث ائتماني يتعلق بكيان مرجعي. بمعنى آخر فإن الطرفين يتبادلان مخاطرة تعثر الائتمان؛ وهذا هو وقوع أحداث ائتمانية على الالتزامات المرجعية. المعاملة تُثبت نفسها مع الكيان المرجعي ويمكن أن تحدد أي من التزامات الكيان المرجعي التي ستكون ذات صلة بالدافع المُشكل للتقصير. عموماً تعرف الالتزامات بشكل عام على أنها "القروض والسندات"، وبالتالي فإن مشتري الحماية يسعى إلى الحماية ضد التقصير الحاصل على كل من القروض والسندات للكيان المرجعي. الطارئ الذي بموجبه يتم القيام بمدفوعات حماية من طرف بائع الحماية لفائدة مشتري الحماية هو الحدث (الأحداث) الائتماني².

إذاً، كي يقوم بائع الحماية بالدفع ينبغي أن يطرأ حدث ائتماني، ومنه يتم إنهاء العقد. إن لم يطرأ حدث ائتماني حتى استحقاق المبادلة فإن الجهتين تنهيان عقد المبادلة ولا التزامات أخرى يتم تعهدها. المدة المتبقية من العقد «The Tenor»، أو الفترة الزمنية لمبادلة الائتمان المعيبة، عادةً ما تكون من ثلاث إلى خمس سنوات.

في مبادلة ائتمان معيبة نموذجية، يدفع مشتري الحماية علاوة الحماية على عدة تواريخ تسوية يتم الاتفاق عليها مسبقاً، وتشتترط مبادلة الائتمان المعيبة العادية مدفوعات ربع سنوية (فصلية)، حيث يتم تحديد المدفوعات الفصلية باستعمال أحد طرق عدد الأيام لاحتساب الفائدة «Day-Count Convention» في سوق السندات. طريقة عدد الأيام لاحتساب الفائدة المستعملة هي عدد الأيام الفعلي\360، ونفس الطريقة يتم استعمالها في سوق مبادلة سعر الفائدة على الدولار الأمريكي. عدد الأيام الفعلي\360 هذا يعني لتحديد المبلغ المدفوع في ربع سنة، حيث يتم استعمال العدد الفعلي للأيام في الفصل وافترض أن هناك 360 يوم في السنة. وبالتالي فإن المبلغ المدفوع لعلاوة المبادلة بالنسبة للفصل هو:

$$\text{المبلغ المدفوع لعلاوة المبادلة الفصلي} = \text{المبلغ الافتراضي} \times \text{معدل المبادلة (بالعشري)} \times \left(\frac{\text{عدد الأيام الفعلي في الفصل}}{360} \right)$$

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 48.

² Kothari, Vinod. (2009) **Credit Derivatives and Structured Credit Trading**. Revised Edition. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte, Ltd., p. 81.

يمكن تسوية مبادلات الائتمان المعيبة إما نقداً أو مادياً، ويعني التسليم المادي أنه إذا كان الحدث الائتماني يقع على النحو المحدد في التوثيق فإن السندات المصدرة للكيان المرجعي يتم تسليمها من طرف مشتري الحماية إلى بائع الحماية في مقابل سداد نقدي، لأن التسليم المادي لا يرتبط بالحصول على أسعار السوق للالتزام المرجعي من أجل تحديد المبلغ المدفوع في مبادلة الائتمان المعيبة. تعتبر طريقة التسليم هذه أكثر كفاءةً من حيث تحديد تعويض الحماية.

لتوضيح آلية مبادلة الائتمان المعيبة أكثر، نفترض أن الكيان المرجعي يكون ممثلاً في الشركة W وأن الأصل الأساسي هو 10 مليون \$ الذي يعبر عن القيمة الاسمية لسندات الشركة W. 10 مليون \$ هو المبلغ الافتراضي للعقد. علاوة المبادلة، أي مبلغ السداد الذي سيدفعه مشتري الحماية لبائع الحماية هو 250 نقطة أساس في السنة. لنفترض أن هناك 91 يوم فعلي في الفصل، المبلغ المدفوع لعلاوة المبادلة الفصلي

$$\text{سيكون: } \$ 63.194,44 = \left(\frac{91}{360} \right) \times 0,025 \times \$ 10.000.000$$

في غياب حدث ائتماني، فإن مشتري الحماية سيقوم بدفع مبلغ علاوة مبادلة فصلي على امتداد عمر المبادلة. إذا طرأ حدث ائتماني فهناك شيئان يحدثان:

(1) يسدد مشتري الحماية العلاوة المستحقة من تاريخ الدفعة الأخيرة إلى زمن وقوع الحدث الائتماني على أساس قسمة الأيام، وبعد عملية السداد هذه لن تكون هناك مدفوعات جديدة لعلاوة المبادلة من قبل مشتري الحماية لبائع الحماية.

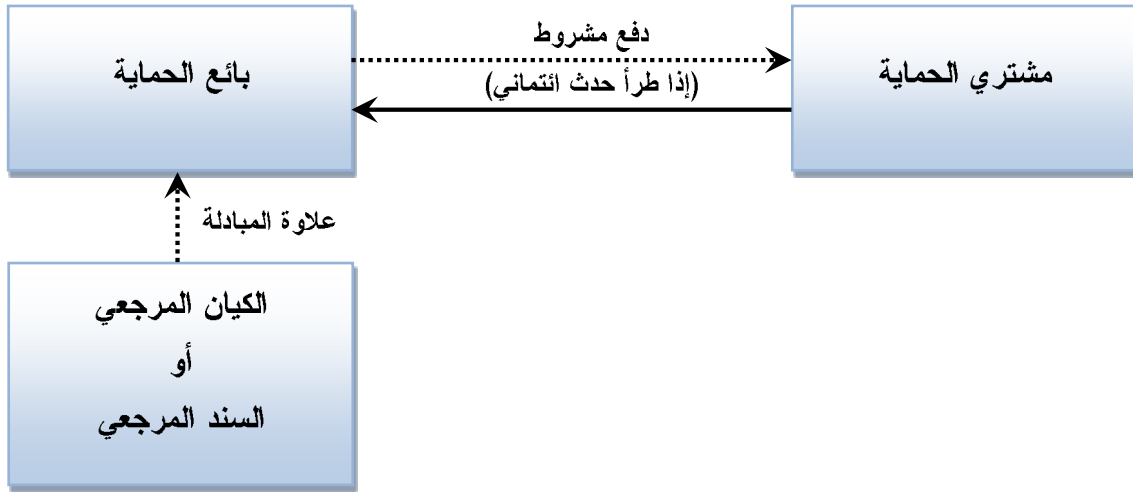
(2) يتم تحديد قيمة إنهاء المبادلة.

تتوقف طريقة حساب قيمة الإنهاء على شروط التسوية المنصوص عليها في عقد المبادلة. والتسوية إما أن تكون مادية أو نقداً. كما تم الإشارة إليه أعلاه، فإن ممارسة السوق بالنسبة لمبادلات الائتمان المعيبة هي تسوية مادية، التي معها يقدم مشتري الحماية مبلغ معين من القيمة الاسمية لسندات الكيان المرجعي إلى بائع الحماية. هذا الأخير يدفع لمشتري الحماية القيمة الاسمية للسندات.¹

الشكل رقم (5) يوضح آلية مبادلة الائتمان المعيبة.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 48-49. and Fabozzi, Frank J., and all. **Credit Derivatives Primer. In** FABOZZI, Frank J., CHOUDHRY, Moorad. (eds.), **Op. Cit.**, pp. 68-69.

الشكل رقم (5): آلية مبادلة الائتمان المعيبة



Source: Fabozzi, Frank J., and all. **Credit Derivatives Primer.** In FABOZZI, Frank J., CHOUDHRY, Moorad. (eds.) (2004) *The Handbook of European Structured Financial Products*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 68.

ثانياً: مؤشر مبادلة الائتمان المعيبة «Credit Default Swap Index (CDX)»

إن مؤشرات مبادلات الائتمان المعيبة عبارة عن محافظ عقود السند الواحد لمبادلات الائتمان المعيبة «Single-Name Default Swaps»، حيث تستعمل لوظيفتين هامتين. الأولى، أنها تجعل من الممكن بالنسبة للمستثمرين الاتجار فعلياً في محافظ عقود السند الواحد لـ «CDS»، ولعل هذه الوظيفة هي الأكثر نجاعة. كما أنه بإمكان مديري محافظ سندات الشركات والقروض تغيير انكشافهم للمخاطر إما بالشراء أو البيع لهذه المؤشرات. إن شراء مؤشر هو مكافئ للبيع على المكشوف * «Shorting» لمحفظه السندات المرجعية «Reference Names» في المؤشر. هذه الإمكانية للبيع على المكشوف لمحفظه بأكملها لا تتوافر في أي شكل ذو مغزى قبل إدراج هذه المؤشرات. بالإضافة إلى ذلك، أصبحت هذه المؤشرات مقاييس لنشاط السوق في أسواق الائتمان، كما سمحت مؤشرات مبادلات الائتمان المعيبة «CDXs» كذلك بإمكانية التقسيم إلى شرائح لمخاطر الائتمان¹.

في «CDX» يتم تحويل مخاطر الائتمان لسلة منمطة من الكيانات المرجعية ما بين مشتري الحماية وبائع الحماية. في نهاية سنة 2005، كانت المؤشرات المنمطة الوحيدة هي فقط تلك التي كانت معدة ومدارة من قبل داو جونز «Dow Jones». بالنسبة لمؤشرات سندات الشركات، هناك مؤشرات منفصلة لسندات المرتبة الاستثمارية ولسندات العائد المرتفع. اعتباراً من نهاية سنة 2005، فإن العقد الأكثر تداولاً هو ذلك

* ويقصد به اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

¹ Sundaresan, Suresh. **Op. Cit.**, p. 394.

الذي يستند على مؤشر المرتبة الاستثمارية لشمال أمريكا (الذي يشار إليه بـ «DJ.CDX.NA.IG»). كما يوحي الاسم فإن الكيانات المرجعية في هذا المؤشر هي التي تكون بتصنيف المرتبة الاستثمارية. المؤشر هو عبارة عن مؤشر متساوي التأثير «Equally Weighted Index»، لهذا فإن كل اسم شركة (أي الكيان المرجعي) مشتمل على مؤشر له ترجيح من 0,8 %، ويتم تحديث المؤشر نصف سنوياً من قبل داو جونز. إن آليات مؤشر معادلة الائتمان المعيبة تختلف قليلاً عن آليات عقد السند الواحد لمبادلة الائتمان المعيبة. كما هو الحال مع عقد السند الواحد لمبادلة الائتمان المعيبة فإن علاوة المبادلة يتم دفعها، لكن إذا طرأ حدث ائتماني فإن سداد علاوة المبادلة يتوقف في حالة عقد السند الواحد لمبادلة الائتمان المعيبة. بالمقابل، يستمر دفع مبلغ العلاوة بالنسبة لمؤشر مبادلة الائتمان المعيبة من قبل مشتري الحماية، إلا أن المبلغ المدفوع لعلاوة المبادلة الفصلي يتم تخفيضه، وهذا بسبب تخفيض المبلغ الافتراضي كنتيجة للحدث الائتماني بالنسبة للكيان مرجعي.¹

المطلب الثالث: مبادلات السلة المعيبة «Basket Default Swaps»

يعد عقد السند الواحد لمبادلة الائتمان المعيبة أبسط مبادلات الائتمان المعيبة، وهو يشير إلى كيان مرجعي واحد أو أصل معين لكيان. وترتبط مبادلة السلة المعيبة بمجموعة كيانات مرجعية، قد تكون خمسة أو عشرة أو عشرون أو أسماء تجارية (كيانات) أكثر في السلة، في حين من الممكن شراء مبادلة ائتمان معيبة تغطي كل الأصول المسماة في حدث تقصير، مع أن هذا نادر، وسلة الائتمان الأكثر شيوعاً تقدم حماية على مجموعة مختارة من الأسماء التجارية في السلة فقط.² هناك عدة أنواع لمبادلات السلة المعيبة مصنفة كالتالي:

- الرقم غير المحدد «Nth» إلى المبادلات المعيبة «Nth to default swaps»؛
- مبادلات السلة المعيبة التابعة «Subordinate Basket Default Swaps»؛
- مبادلات السلة المعيبة من الدرجة الأولى «Senior Basket Default Swaps».

أولاً: الرقم غير المحدد «Nth» إلى المبادلات المعيبة «Nth to default swaps»

في الرقم غير المحدد «Nth» إلى المبادلات المعيبة يقوم بائع الحماية بالدفع لمشتري الحماية فقط عندما يحصل تقصير بالنسبة للكيان المرجعي «Nth» ولا يكون هناك دفع بالنسبة لتقصير الأول (N-1) من الكيانات المرجعية. بمجرد أن يكون هناك تعويض للكيان المرجعي «Nth» يتم إنهاء مبادلة الائتمان المعيبة.

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 50.

² Choudhry, Moorad. **An introduction to credit derivatives. Op. Cit.**, p. 26.

يكون هذا، في حالة ما إذا الكيانات المرجعية الأخرى التي لم يحصل لها تقصير تقوم فيما بعد بالتقصير، وبائع الحماية لم يقم بأي تعويض.

لتوضيح ذلك، نفترض أن هناك خمسة كيانات مرجعية. يتم البدء في التعويض للأول-إلى-المبادلة المعيبة للسلة بعد أن يكون هناك تقصير بالنسبة لواحد فقط من الكيانات المرجعية. ولا مجال للقيام بأي تعويض آخر من قبل بائع الحماية في حال حصول أي تقصير لاحق مرتبط بالكيانات المرجعية الأربعة المتبقية. إذا تم استدعاء تعويض فقط بعد حصول تقصير ثاني من بين الكيانات المرجعية، فإن المبادلة يشار إليها كأنها الثاني-إلى-المبادلة المعيبة للسلة. إذاً، إذا كان هناك كيان مرجعي واحد فقط، الذي لأجله يكون تقصير طوال المدة المتبقية من المبادلة، فإن بائع الحماية لا يقوم بأي دفع. وإذا حصل هناك تقصير بالنسبة للكيان المرجعي الثاني في حين أن المبادلة سارية المفعول فإنه يكون تعويض من قبل بائع الحماية والمبادلة تنتهين، ولا يقوم بائع الحماية بأي دفع لأجل تقصير قد يحصل بالنسبة للكيانات المرجعية الثلاثة المتبقية.¹

ثانياً: مبادلات السلة المعيبة التابعة «Subordinate basket default swaps»

في مبادلة السلة المعيبة التابعة هناك عنصرين أساسيين:

أ. تعويض أقصى لكل كيان مرجعي متعثر؛

ب. تعويض إجمالي أقصى طوال المدة المتبقية من المبادلة بالنسبة لسلة الكيانات المرجعية.

لتوضيح مبادلة سلة معيبة تابعة، نفترض أن هناك خمسة كيانات مرجعية وأن (أ) التعويض الأقصى هو 10 مليون \$ للكيان المرجعي و(ب) التعويض الإجمالي الأقصى هو 15 مليون \$. وسنفترض كذلك أن التعثرات تحدث الخسائر التالية طوال المدة المتبقية للمبادلة:²

المبلغ	الخسارة الناجمة عن التعثر
6 مليون \$	الكيان المرجعي الأول
10 مليون \$	الكيان المرجعي الثاني
16 مليون \$	الكيان المرجعي الثالث
12 مليون \$	الكيان المرجعي الرابع
15 مليون \$	الكيان المرجعي الخامس

تتم آليات مبادلة السلة المعيبة التابعة على النحو التالي:

¹ Fabozzi, Frank J., and all. **Credit Derivatives Primer**. In FABOZZI, Frank J., CHOUDHRY, Moorad. (eds.), **Op. Cit.**, pp. 69-70.

² Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 52-53.

- في حالة كون تقصير (تعثر) بالنسبة للكيان المرجعي الأول فهناك تعويض 6 مليون \$.
- المبلغ المتبقي الذي يمكن أن يدفع على أي تعثرات لاحقة بالنسبة للأربعة كيانات مرجعية الأخرى هو 9 مليون \$.
- في حالة كون تقصير بالنسبة للكيان المرجعي الثاني بـ 10 مليون \$، فقط 9 ملايين \$ سيتم دفعها.
- المبادلة تنتهي.

ثالثاً: مبادلات السلة المعيبة من الدرجة الأولى «Senior basket default swaps»

في مبادلة سلة معيبة من الدرجة الأولى هناك تعويض أقصى بالنسبة لكل كيان مرجعي، لكن التعويض لا يُستدعى إلا بعد الوصول إلى عتبة محددة. للتوضيح، نفترض كذلك وجود خمسة كيانات مرجعية وأن التعويض الأقصى بالنسبة للكيان المرجعي هو 10 مليون \$. نفترض كذلك أنه لا يوجد تعويض حتى الأربعين (40) مليون \$ الأولى لخسائر التقصير (العتبة). باستعمال الخسائر الافتراضية للعنصر السابق أعلاه، فإن التعويض من قبل بائع الحماية سيكون على النحو التالي: الخسائر بالنسبة للتعثرات الثلاث الأولى هي 32 مليون \$. في حين، وبسبب الخسارة القصوى بالنسبة للكيان المرجعي، فقط 10 مليون \$ من الـ 16 مليون \$ يتم تطبيقها إلى عتبة الـ 40 مليون \$. بالتالي، بعد التقصير الثالث، 26 مليون \$ (6 مليون \$ + 10 مليون \$ + 10 مليون \$) يتم تطبيقها نحو العتبة. عند تعثرات الكيان المرجعي الرابع، فقط 10 مليون \$ (من الـ 12 مليون \$) يتم تطبيقها إلى عتبة الـ 40 مليون \$. عند هذه النقطة يتم تطبيق 36 مليون \$ (6 مليون \$ + 10 مليون \$ + 10 مليون \$ + 10 مليون \$) إلى عتبة الأربعين (40) مليون \$. عند تعثرات الكيان المرجعي الخامس، في مثالنا هذا، فقط 10 مليون \$ يتم أخذها بعين الاعتبار لأن التعويض الأقصى بالنسبة للكيان هو 10 مليون \$. الأربعة (4) مليون \$ الأولى من العشر (10) ملايين \$ يتم تطبيقها لتغطية العتبة. وبالتالي هناك تعويض 6 ملايين \$ من قبل بائع الحماية.¹

المطلب الرابع: مبادلات العائد الكلي «Total Return Swaps (TRS)»

إن مبادلة العائد الكلي «TRS»، المعروفة أحياناً بالمعدل الكلي لمبادلة العائد «Total Rate of return Swap» أو «TR swap» هي عبارة عن اتفاق ما بين طرفين، اللذان يتبادلان فيما بينهما العائد الكلي المتولد عن أصل مالي. تم تصميم هذا لنقل مخاطرة الائتمان من طرف إلى طرف آخر، حيث تعتبر «TRS» واحدة

¹ Fabozzi, Frank J., and all. **Credit Derivatives Primer**. In FABOZZI, Frank J., CHOUDHRY, Moorad. (eds.), **Op. Cit.**, pp. 70-71.

من الأدوات الرئيسية المستعملة من قبل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لإدارة تعرضهم لمخاطر الائتمان، وعلى هذا النحو هي مشتقة ائتمان.

أولاً: مفهوم مبادلة العائد الكلي

إن مبادلة العائد الكلي «TRS» هي المبادلة التي فيها يقوم طرف واحد بمدفوعات دورية لسعر فائدة معوم للطرف المقابل في مقابل العائد الكلي المحقق على أصل مرجعي (أو أصل أساسي). قد يكون الأصل المرجعي أحد العناصر التالية:¹

- سند ائتمان مخاطر؛
- قرض؛
- حافظة مرجعية مكونة من سندات وقروض؛
- مؤشر يمثل قطاع من سوق السندات؛
- مؤشر أسهم.

إن عملية تداول «TRS» نفسها يمكن أن تتم في أي أجل استحقاق، وهذا يعني أنه ليس من الضروري تطابق الاستحقاق للورقة المالية الأساسية. في «TRS» يتم دفع العائد الكلي من الأصل الأساسي للطرف المقابل في مقابل تدفق نقدي ثابت أو متغير، مما يجعل «TRS» تختلف قليلاً عن مشتقات الائتمان الأخرى.²

ثانياً: آلية مبادلة العائد الكلي

يعمل هذا النوع من المبادلات على نقل كل المنافع الاقتصادية لأصل مالي أساسي (كل التدفقات المرتبطة بالائتمان المرجعي: فوائد القسائم والمدفوعات، بما في ذلك العمولات والتغيرات في قيمة الأصل) لفترة محددة. يتم السداد الموافق للتغير في القيمة (زيادة «Appreciation» أو إهلاك «Depreciation») للأصل إما عند استحقاق المبادلة أو في فترات منتظمة (مثلاً، عند سداد القسائم). وبالتالي، فإن بائع الحماية (الذي يحصل على العائد الكلي) يكتسب كل الخصائص الاقتصادية للأصل دون امتلاكه، وفي مقابل ذلك يدفع لمشتري الحماية (الذي يسدد العائد الكلي) قسيمة دورية (عموماً، بمعدل متغير لسعر ليبور أكثر أو أقل فارقاً)، فيمول مركز مشتري الحماية في الأصل المرجعي.³

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 57-58.

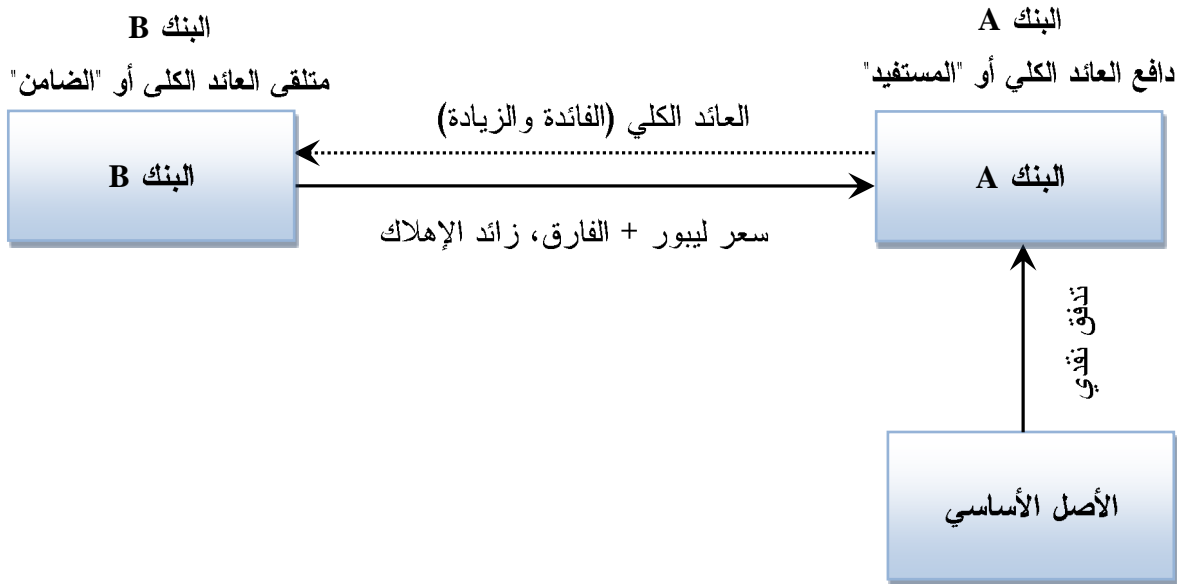
² Choudhry, Moorad. **An introduction to credit derivatives. Op. Cit.**, p. 30.

³ Bruyère, Richard., and all. (Translated by Gabrielle Smart) (2006) **Credit Derivatives and Structured Credit: A Guide for Investors**. England: John Wiley & Sons Ltd, p. 61.

إذاً، ترتبط المدفوعات ما بين الأطراف المتقابلة لمبادلة العائد الكلي بالتغيرات في القيمة السوقية للأصل، إضافةً إلى التغيرات الناجمة عن وقوع حدث ائتماني. أي بعبارة أخرى، لا ترتبط التدفقات النقدية لـ «TRS» فقط بوقوع حدث ائتماني؛ وفي «TRS» فإن مخاطرة سعر الفائدة يتم تحويلها كذلك. وتسمح المعاملة بتدفقات نقدية كاملة للسند يتم الحصول عليها في الواقع بدون أن يقوم المتلقي بشراء السند، مما يجعله منتج سند تركيبى وبالتالي مشتق مالي. قد يرغب مستثمر في الحصول على بعض التدفقات النقدية تركيبياً لأجل أغراض ضريبية أو محاسبية أو لأجل رأس المال التنظيمي أو تدقيق خارجي أو لأغراض قانونية. من جهة أخرى، قد يكون اشتقاق الأصل المرجعي تركيبياً عبر «TRS» أسهل منه في السوق النقدية، وهذا يحدث في بعض الأحيان مع السندات غير السائلة.

في بعض إصدارات «TRS» يباع الأصل الأساسي في الحقيقة إلى الطرف المقابل مع معاملة مبادلة مقابلة متفق عليها جنباً إلى جنب؛ وفي إصدارات أخرى لا يوجد هناك تغير مادي في الملكية للأصل الأساسي.

الشكل رقم (6): مبادلة العائد الكلي



Source: Choudhry, Moorad. (2010) **Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation**. Second Edition. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte, Ltd., p. 102.

الشكل رقم (6) يوضح مبادلة عائد كلي شاملة. الطرفان المتعاقدان تم اعتبارهما كبنوك، لكن الطرف الأول المسمى "البنك A" يمكن أن يكون مؤسسة مالية، لاسيما مديرو محافظ الدخل الثابت ذوو السيولة المرتفعة مثل شركات التأمين وصناديق التحوط.

في الشكل رقم (6)، تعاقد البنك A لدفع العائد الكلي على أصل مرجعي معين، في حين يتلقى وبشكل آني عائد على أساس سعر ليبور من البنك B. يمكن أن يكون المرجع أو الأصل الأساسي قرض بنكي مثل قرض لشركة أو قرض سيادي أو سند شركة. تشمل مدفوعات العائد الكلي من البنك A مدفوعات الفائدة على القرض الأساسي، إضافة إلى الزيادة في القيمة السوقية للأصل. والبنك B سيدفع العائد على أساس سعر ليبور؛ كما سيدفع أي فارق إذا كان هناك إهلاك (تخفيض) في سعر الأصل. والأثر الاقتصادي هو كما لو كان البنك B قام بحيازة الأصل الأساسي، وعلى هذا النحو فإن مبادلات العائد الكلي هي عبارة عن قروض أو أوراق مالية تركيبية. الميزة الهامة هي أن البنك A سيحتفظ غالباً بالأصل الأساسي في ميزانيته، وذلك لأنه إذا كان هذا الأصل أولاً في ميزانية البنك B فإن هذه وسيلة من خلالها يمكن لهذا الأخير إزالة الأصل من ميزانيته لمدة مبادلة العائد.

لو افترضنا أن البنك A يمكنه الدخول كطرف في عملية تمويل قائمة على أساس سعر ليبور، فإنه سيتلقى فرق على هذا من البنك B، وتحت شروط المبادلة، سيدفع البنك B الفرق ما بين القيمة السوقية الابتدائية وأي إهلاك، لذا فإنه يطلق عليه أحياناً "الضامن"، في حين يطلق على البنك A "المستفيد". العائد الكلي على الأصل الأساسي هو مدفوعات الفائدة وأي تغيير في القيمة السوقية إذا كان هناك قيمة مضافة (زيادة في الأصل). قيمة الزيادة قد يتم تسويتها نقداً، أو كبديل عن ذلك قد يكون هناك تسليم فعلي (مادي) للأصل المرجعي عند استحقاق المبادلة في مقابل دفع القيمة الابتدائية للأصل من قبل "متلقي" العائد الكلي. ولا يحتاج أجل استحقاق مبادلة العائد الكلي أن يكون مماثلاً لأجل استحقاق الأصل المرجعي، وفي الواقع نادراً ما يكون ذلك.

عادةً ما يُدفع عنصر المبادلة محل التداول على أساس ربع أو نصف سنوي، مع إجراء إعادة التقييم أو التقييم على أساس السوق للأصل الأساسي عند تواريخ إعادة التثبيت. وغالباً ما يتم الحصول على سعر الأصل من مصدر يكون طرف ثالث مستقل، مثل بلومبرغ «Bloomberg» أو رويترز «Reuters»، أو كمتوسط لمجموعة من تسعيرات السوق. إذا حدث تقصير من المتعهد بالالتزام «Obligor» للأصل المرجعي، فإن المبادلة تنتهي فوراً مع دفع قيمة حالية صافية تنتقل من مالك إلى آخر وفقاً لما تكون عليه هذه القيمة، أو يمكن لها أن تستمر مع أي طرف يقوم بمدفوعات زيادة أو تخفيض حسب الاقتضاء. هذا الخيار الثاني متوفر فقط إذا كان هناك سوق للأصل، وهو أمر غير مرجح في حالة القرض البنكي. إذا تم إنهاء المبادلة، كل طرف مقابل سيكون ملتزماً تجاه الآخر بفائدة مستحقة مضافاً إليها أي زيادة أو تخفيض للأصل. عموماً تحت شروط التداول، البنك الضامن لديه الخيار لشراء الأصل الأساسي من البنك المستفيد، ومن ثم التعامل مباشرة مع القرض المتخلف عن الدفع.

خلاصة الفصل الأول:

لقد تم التركيز في هذا الفصل على التعريف بالتمويل المهيكل وتبيان مختلف أدواته وتقنياته وشركات تشغيله، وذلك من أجل رفع اللبس المحيط بهذا الشكل من أشكال التمويل الحديث فيما يتعلق بالجانب المفاهيمي، فعلى الرغم من اتفاق وجهات النظر على مجموعة من الجوانب المتعلقة بهذا النوع من التمويل إلا أن هناك ملاحظات وانتقادات يمكن توجيهها إلى بعض الدارسين والباحثين في هذا الشأن كون تصوراتهم للتمويل المهيكل تركز على مجال واحد فقط ألا وهو التوريد، وهو ما يمكن أن يعتبره العديد من المشاركين في السوق على أنه التمويل المهيكل، بينما لا يعدو التوريد أن يكون مجموعة فرعية منه. يغطي التمويل المهيكل مجموعة واسعة من الأنشطة والمنتجات، وهو عبارة عن معاملة مالية متطورة تقتضي ترتيبات خاصة ومعقدة تُستخدم فيها الهندسة المالية، بحيث يسعى هذا النوع من التمويل ليحل محل التمويل الذي يعتمد على سوق رأس المال لتمويل الائتمان من خلال رعاية العلاقات المالية خارج القدرات البنكية للإقراض وتلقي الودائع (أي الاستغناء عن الوساطة المالية «Disintermediation»).

ومن أهم وأقوى الأدوات المستخدمة في التمويل المهيكل، المنشأة ذات الغرض الخاص «SPE» التي تعتبر بمثابة العامل المحفز للمقرضين والمستثمرين على حد سواء، وذلك لتعدد استعمالاتها في هيكلة عمليات التمويل. كما أن للتمويل المهيكل منتجات أغلبها مرتبط بالأدوات المشتقة، حيث تأخذ هذه الأدوات شكل عقود مستقبلية وعقود آجلة واتفاقات مبادلة وعقود خيار بأنواعها، وهي تشمل مشتقات معدلات الفائدة ومشتقات العملة ومشتقات الأسهم ومشتقات السلع والمشتقات الائتمانية، بينما تعد مشتقات سعر الفائدة ومشتقات الائتمان أهم المشتقات التي يتم استخدامها وعلى نحو مشترك في معاملات التمويل المهيكل.

الفصل الثاني: توريق الديون الرهنية العقارية

المبحث الأول: ماهية التوريق

المبحث الثاني: هيكل التوريق

المبحث الثالث: مزايا التوريق بالنسبة للأسواق المالية والاقتصاد

المبحث الرابع: الانشغالات المتعلقة بأثر التوريق على الأسواق المالية والاقتصاد

تمهيد:

يعتبر التوريق أحد أهم وأعرق الابتكارات بروزاً في الأسواق المالية، حيث يعود ظهوره إلى سنوات الثلاثينات، أين غير وجه المالية الأمريكية والعالمية مما أحدث ثورة في الطريقة التي يتم بها تلبية الاحتياجات الائتمانية للمستهلكين والشركات. إن الاستخدام التاريخي للوسطاء الماليين في جمع الودائع وإعادة إقراضها إلى أولئك الذين ينشدون التمويل أصبح أمراً تكميلياً، إن لم يتم استبداله بآلية التوريق التي تتجاوز الوساطة المالية التقليدية وتربط المقترضين مباشرة بالأموال وأسواق رأس المال.

وتعتبر القروض الرهنية العقارية الفئة الوحيدة الأكبر في الأصول، في الولايات المتحدة الأمريكية، حسب الجرد الذي قامت به المؤسسة الاستثمارية لتسوية الأصول المتعثرة «Resolution Trust Corporation (RTC)». ففي أوت 1990، قُدر الحجم الإجمالي لهذه القروض المحتفظ بها من قبل المؤسسات الواقعة تحت رقابة «RTC» بـ 34 مليون \$. ولقد قاد حجم هذه الحافطة «RTC» إلى استغلال مفهوم التوريق كطريقة لتوسيع النطاق المحتمل لحائزي القروض الرهنية العقارية، ذلك أن سوق الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري كان كبيراً ومتطوراً.

ومن أجل مناقشة مختلف المفاهيم المرتبطة بالتوريق وكذا هياكل التوريق ومزاياه فضلاً عن الانشغالات المتعلقة بالآثار المترتبة على هذه العملية، جرى تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الأربع التالية:

المبحث الأول: ماهية التوريق

المبحث الثاني: هياكل التوريق

المبحث الثالث: مزايا التوريق بالنسبة للأسواق المالية والاقتصاد

المبحث الرابع: الانشغالات المتعلقة بآثار التوريق على الأسواق المالية والاقتصاد

المبحث الأول: ماهية التوريق

إن التوريق هو ممارسة راسخة في الأسواق العالمية لرأس المال المقترض، وهو يشير إلى بيع الأصول التي تولد السيولة النقدية، من الكيان المالك لها إلى كيان آخر يتم وضعه خصيصاً لهذا الغرض، وإصدار أوراق مالية من قبل هذا الكيان الثاني. هذه الأوراق المالية المدعومة بواسطة التدفقات النقدية المتأتية من بيع الأصول الأصلية إلى الكيان الثاني، يشار إليها بالأوراق المالية المدعومة بأصول. تم إدراج هذه التقنية 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.

المطلب الأول: 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 استبدال إصدار الأوراق المالية للحصول على تمويل للدين بالنسبة للبنوك المقترضة، حيث يشير الاقتصاديون إلى هذه العملية في جمع الأموال باللاوساطة «Disintermediation».

أولاً: تعريف التوريق

يقدم الرئيس السابق لـ «Citicorp» (الشركة الأم لـ «Citibank») التعريف التالي للتوريق: "هو إحلال أسواق رأس المال العام الأكثر كفاءة محل الوساطات المالية الأقل كفاءةً والأعلى كلفة في تمويل أدوات الدين" (عن Kendall and Fishman, 1996).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 المقترضين.

ويرى "Suleman Baig and Moorad Choudhry, 2013" بأن التوريق يعد ممارسة راسخة في أسواق رأس المال العالمية، وهو يشير إلى إحالة (التنازل عن بيع) للأصول، التي تولد تدفقات نقدية، من المؤسسة

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. (2008) **Introduction to Securitization**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 3.

التي تمتلكها إلى شركة أخرى تم تعيينها خصيصاً لهذا الغرض، وإصدار صكوك من قبل هذه الشركة الثانية، بحيث تكون هذه الصكوك مدعومة (مضمونة) بواسطة التدفقات النقدية المتولدة عن الأصول الأصلية. وحسب "Suleman Baig and Moorad Choudhry, 2013" فإن هذه التقنية تم استحداثها لأول مرة كوسيلة لتمويل بنوك الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية. ومتعارف عموماً على أن أول صفقة من هذا النوع تم الاضطلاع بها من قبل «Salomon Brothers» سنة 1979¹.

ويعرف "هشام فضلي، 2004" التوريق على النحو التالي: «... يعد الاستثمار الجماعي في الحقوق أداة للربط بين السوق المصرفية وبين سوق المال، من خلال عمليتين: يناط بالأولى إعادة تمويل مانح الائتمان عبر نقل أصوله غير السائلة والمتمثلة في محفظة حقوقه على مدينيه، إلى المنشأة الوسيطة بطريق حوالة الحق. وتختص الثانية بتفتيت هذه الأصول إلى وحدات تطرحها المنشأة الوسيطة للاكتتاب في صورة صكوك مالية قابلة للتداول...». كما هو واضح من التعريف فإن هشام فضلي ينتقد إطلاق مصطلح التوريق على هذه العملية، فهو يستبدله بمصطلح الاستثمار الجماعي في الحقوق الأجلة لأنه يرى بأن التوريق مصطلح غير جامع كونه يبرز إحدى مراحل عملية الاستثمار فقط، وهي المرحلة الثانية التي يتم خلالها تحويل الحقوق (والتي يطلق عليها، كما هو متعارف على ذلك، تسمية الديون) إلى أوراق مالية، دون الأولى التي تتمثل في نقل محفظة الحقوق إلى المنشأة الوسيطة، وأن هذا المصطلح (التوريق) يعتبر كذلك غير مانع لأن تجسيد الدين في صورة ورقية ليس قصراً على هذه العملية².

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"³.

أما "Leon T. Kendall, 1998" 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. هذه العملية تحول القروض الفردية غير السائلة أو أدوات الدين، التي لا يمكن بيعها بسهولة إلى أطراف ثالثة مستثمرة، إلى سيولة وأوراق مالية قابلة للتسويق"⁴.

¹ Baig, Suleman., Choudhry, Moorad. (2013) **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 4.

² فضلي، هشام. (2004) **الاستثمار الجماعي في الحقوق الأجلة: التوريق**. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي. ص. 6.

³ Choudhry, Moorad. (2005) **Fixed income securities and derivatives handbook: Analysis and Valuation**. Princeton, New Jersey: Bloomberg Press, p. 241.

⁴ Kendall, Leon T. (1998) **Securitization: A New Era in American Finance**. In Kendall, Leon T., Fishman, Michael J. (Ed). **A Primer on Securitization**. England: The MIT Press, pp. 1-2.

ويرى "John Deacon, 2004" 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"¹.

ويعرف "Janet M. Tavakoli, 2003" التوريق على أنه: "مجموعة جزئية من التمويل المهيكل، 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 إمكانية لتتبع الحافطة، حتى وإن كان لا يوفرها بصفة دائمة. في العديد من عمليات توريق الأصول، يطلق على مجمع الأصول اسم الحافطة"².

كما استخدم مصطلح التوريق للإشارة إلى ما يسمى بالتمويل المهيكل، كما رأينا في الفصل السابق، العملية التي بواسطتها (نسبياً) يتم 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 المستثمرين الآخرين.

إذا سلمنا وقمنا بتعريف التوريق من خلال مصطلح التمويل المهيكل فإن هذا سي طرح التساؤل التالي: ما هو المقصود بالتمويل المهيكل؟ كما رأينا في الفصل الأول، فإنه لا يوجد هناك تعريف عام وجامع للتمويل المهيكل، وقلنا كذلك بأن هذا المصطلح يغطي نطاق واسع لنشاط السوق المالي. واستناداً إلى دراسة استقصائية لمجموعة من المشاركين في سوق رأس المال، تم تقديم التعريف العملي التالي للتمويل المهيكل:

"... هو التقنيات المستخدمة كلما كانت متطلبات منشئ أو مالك أصل ما متعلقة بتمويل أو سيولة أو نقل مخاطر أو احتياج آخر لا يمكن تلبيةه 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 المهيكل هو أداة مرنة للهندسة المالية..."³.

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

² Tavakoli, Janet M. **Op. Cit.**, p. 15.

³ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, p. 4.

من خلال هذا التعريف نلاحظ بأن التمويل المهيكل 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، كما سيتم توضيحه لاحقاً، فإن النتيجة النهائية للمعاملة تكمن في استطاعة الشركة الحصول على حصيلة بيع الأصول وليس اقتراض الأموال. إن عملية توريق الأصل تحول مجمع ما من الأصول إلى ورقة مالية أو عدد أكثر من الأوراق المالية التي يشار إليها كأوراق مالية مدعومة بأصول.

ثانياً: 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 العميلة يتوقف على: (1) ما يراه المقرض مقبولاً استناداً إلى نوعية وطبيعة المستحقات؛ (2) نوع عميل الشركة العميلة (التي تبيع له) وشروط البيع؛ و(3) تاريخ أداء الحسابات المدينة للشركة العميلة. إضافة 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 المقرضين 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 وفي المقام الثاني فقط على القيمة الناجمة عن تصفية الضمان 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 المقرضين غير المضمونين، والمكاتبون في رأس المال يحصلون على 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 العامل* «The Factor». وتتوقف مخاطر ائتمان العامل على طبيعة الاتفاق، حيث 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 مخاطر 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 مخاطر الائتمان يتم نقلها إلى العامل. إذن، على خلاف التمويل مع حق الرجوع، فإن التوريق يجرى مخاطر الائتمان إلى عدة شرائح، حيث قد يتم الاحتفاظ بالشريحة الأقل صغراً من قبل المقرض بينما يتم نقل الشرائح الأخرى إلى "المقرضين". 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: (1) هناك عادةً تكلفة تمويل منخفضة عندما يتم استخدام التوريق؛ و(2) المستحقات التي لن يشتريها العوامل «factors»

* العامل أو العنصر «The Factor» هو مؤسسة مالية تشتري حسابات شركة مدينة (ذمم مالية) وتحصل الحسابات.

قد تكون مقبولة بالنسبة للتوريق؛ و(3) 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 المهيكل، 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 المهيكل 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 بتنقيد (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: (1) أصول قائمة أو مستحقات (ذمم) قائمة؛ و(2) 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 بـ: "توريق التدفقات المستقبلية"، ومن الأمثلة عليها: مستحقات تذاكر شركات الطيران ورسوم امتياز النفط والغاز ومستحقات الإيرادات الضريبية.¹

المطلب الثاني: متطلبات التوريق

باعتبارها أداة مالية كان لها أثر مهم جداً على النظام المالي العالمي، فإن التوريق يبني على مجموعة من الركائز بحيث تكون شرطاً أساسياً لقيامه وإنجاحه. لأجل ذلك، ارتأينا أن نتناول في هذا المطلب أهم العناصر الأساسية التي ينبغي توفرها في معاملة توريق قاعدية مع التطرق إلى مختلف الأطراف المتدخلة وكذا الأوراق المالية التي يتم إصدارها في هذا الإطار.

أولاً: العناصر الأساسية للتوريق والأطراف المتعاملة

يكمن العنصر الأساسي للتوريق في كون أن التزام جهة الإصدار بسداد المقرضين مدعوم بواسطة قيمة الأصل المالي أو دعم ائتمان مقدم من طرف ثالث إلى الصفقة. عندما نقول قيمة "الأصل المالي" فإننا نعني بذلك قرض أو حساب مقبوضات «Account receivable» أو أوراق قبض «Note receivable». لنضع

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. Op. Cit., pp. 5-8.

في اعتبارنا أن القرض أو المقبوضات (المستحقات أو الذمم) هي أصل مالي للمقرض لكن التزام (دين) بالنسبة للمقرض. إذن، يقوم المقرض في التوريق باستخدام مجمع قروض أو مستحقات يمتلكها كضمان لأجل أدوات دين يصدرها، حيث يشار إلى الأصول المالية المدرجة في الضمان لأجل عملية التوريق بالأصول المورقة. وللحصول على التصنيف الائتماني المرغوب، المنشود من قبل شركة لأجل الأوراق المالية المدعومة بأصول التي تم إنشاؤها في عملية توريق، فإن كلا من قيمة الأصول المالية ودعم ائتمان الطرف الثالث قد تكون مطلوبة على حد سواء.¹

تقوم الشركة بإصدار أداة دين مضمونة أين يكون المركز الائتماني مدعوم بواسطة حق على أصول معينة (أي سند مضمون برهن عقاري أو سند معزز بضمان إضافي) أو بواسطة طرف ثالث ضامن. بينما مع سندات الدين المضمونة التقليدية فإن المركز الائتماني يكون مدعوم بقدرة جهة الإصدار على توليد أرباح كافية لسداد سند الدين، حيث يكون من الضروري بالنسبة لجهة الإصدار سداد الدين.

لتوضيح العناصر الأساسية والأطراف المتعاملة في معاملة توريق نقوم باستخدام مثال نظري. الشركة الافتراضية في مثالنا التوضيحي هذا هي «Ace Corporation»، مختصة في تصنيع عتاد خاص لبناء المباني التجارية. البعض من مبيعاتها يتم تسويتها نقداً، لكن معظمها يتم وفق عقود بيع بالتقسيط، حيث نفترض بأن فترة التقسيط تكون عادةً سبع سنوات. الضمان بالنسبة لكل عقد بيع بالتقسيط (أحياناً، بصفة عامة يشار إليه هنا كقرض) هو عتاد البناء المقتنى من قبل المقرض. ينص القرض على سعر فائدة يسدده الزبون.

يتخذ قرار منح القرض للزبون من قبل قسم الائتمان لـ «Ace Corporation» استناداً إلى معايير تم إعدادها من طرف الشركة والتي يشار إليها بمعايير ضمان الاكتتاب. في عملية التوريق هذه يشار إلى «Ace Corporation» بالمنشئ «The Originator» لأنها قامت بإنشاء القروض لفائدة زبائنها. إضافةً إلى ذلك، قد يكون لـ «Ace Corporation» قسم مسؤول عن جمع المدفوعات من العملاء وإخطار المتأخرين في السداد منهم وعند الضرورة تحصيل الضمان والتصرف فيه (أي عتاد البناء في مثالنا التوضيحي) إذا عجز العميل عن القيام بمدفوعات سداد القرض في الوقت المحدد. هذه الأنشطة يشار إليها بإدارة القرض. على الرغم من أن محصل القروض لا يحتاج بالضرورة أن يكون المنشئ للقروض إلا أنه في مثالنا هذا نفترض بأن «Ace Corporation» هي المحصل.

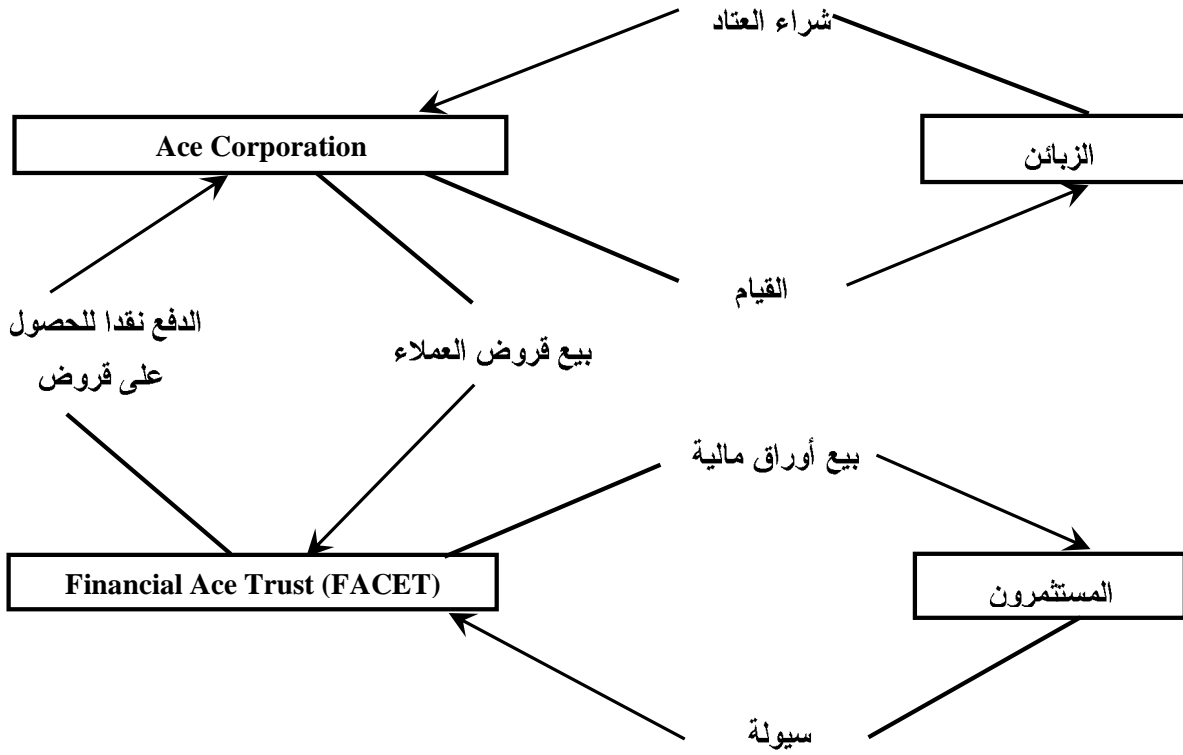
نفترض بأن «Ace Corporation» لديها حالياً عقود بيع بالتقسيط قيمتها 400 مليون \$ (أي حساباتها المدينة "المستحقة"). يريد المسؤول المالي الرئيسي لـ «Ace Corporation» استخدام عقودها للبيع بالتقسيط

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 66.

للحصول على تمويل بـ 320 مليون \$ بدلاً من إصدار سند شركة تقليدي. للقيام بذلك، سيعمل المسؤول المالي الرئيسي مع فريقه القانوني لتأسيس كيان قانوني يشار إليه كأداة ذات غرض خاص «SPV» ويشار إليه كذلك بكيان ذو غرض خاص «SPE». تعتبر «SPV» عنصر أساسي في معاملة التوريق لأنها الكيان الذي يفك ارتباط الائتمان للكيان الساعي للتمويل «Ace Corporation» عن درجة الملاءة للأوراق المالية التي تم إنشاؤها في عملية التوريق. لنفترض أن «SPV» التي تم تأسيسها من قبل «Ace Corporation» تسمى بـ «Financial Ace Trust (FACET)». تباع «Ace Corporation» 320 مليون \$ من القروض لـ «FACET» وتقبض من «FACET» 320 مليون \$ نقداً، وهو المبلغ الذي يريد المسؤول المالي الرئيسي جمعه. بما أن «Ace Corporation» هي المنشئ للقروض وقد قامت ببيع هذه القروض لـ «FACET» فإن «Ace Corporation» يشار إليها في هذه المعاملة بالمنشئ أو البائع.

من الأهمية بمكان أن يكون بيع القروض المحولة ببيع حقيقي من قبل «Ace Corporation». بالبيع الحقيقي يصبح بيع الأصول يشبه بشكل جوهري بيع تجاري لبعض الأصول من قبل «Ace Corporation»، لأنه إذا تم تحديد فيما بعد في إجراءات إفلاس الشركة أن ما اصطلح عليه ببيع من قبل «Ace Corporation» كان ببساطة مجرد وضع مفردات أو تمويه، فإنه من ثم يمكن لقاضي التفليسة إقرار بأن الأصول لم يتم أبداً بيعها وأنها كانت مجرد أصول مرهونة كضمان للحصول على التمويل. في مثل هكذا حالة، عند حدوث إفلاس مصرح به من قبل «Ace Corporation»، فإن قاضي التفليسة يمكنه معالجة أصول «FACET» كجزء من أصول «Ace Corporation»، وهذا يمكن له أن يعمل على إخفاق هدف تأسيس «SPV».

الشكل رقم (7): هيكل قاعدي للتوريق



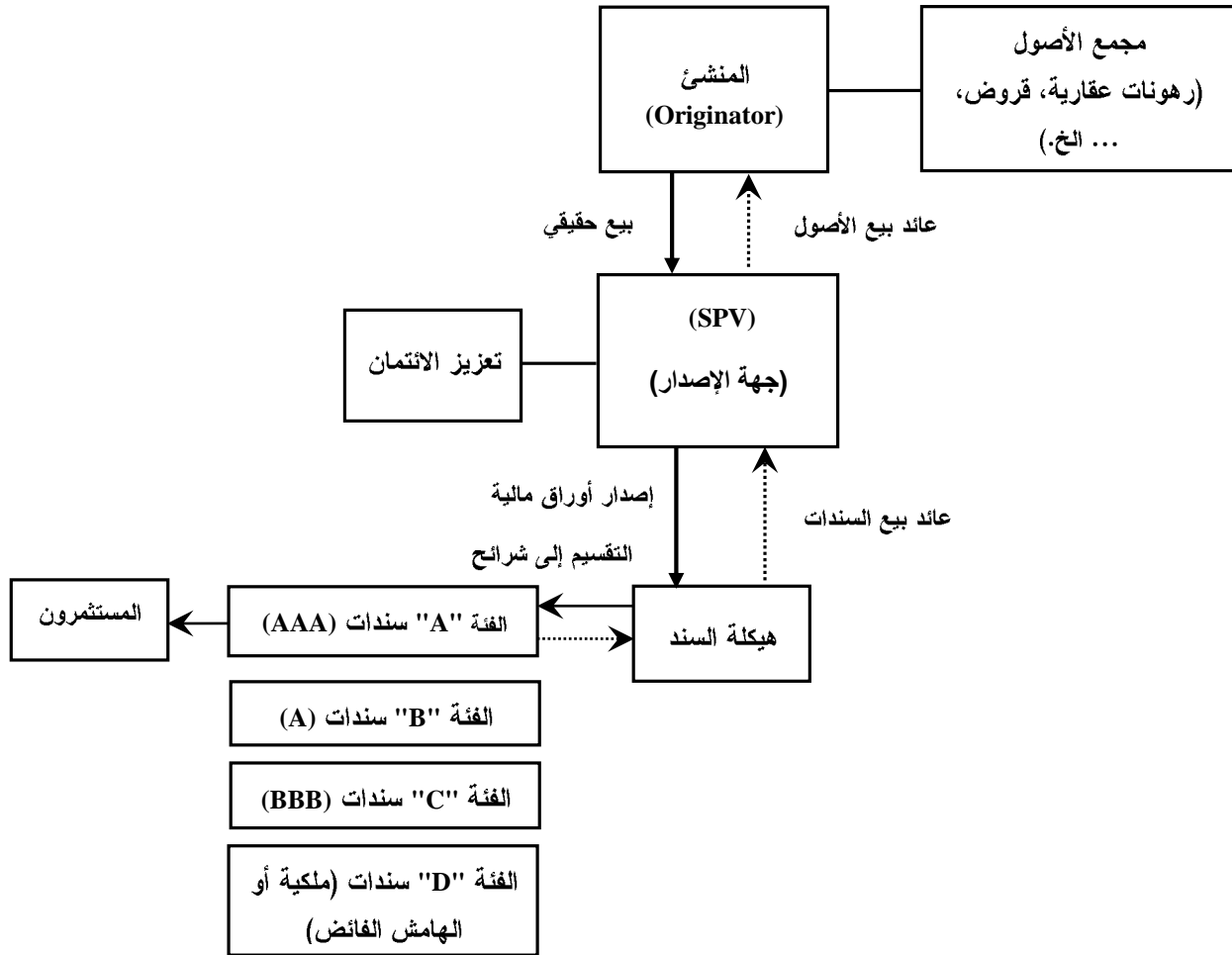
Source: Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. (2006) **Introduction to Structured Finance**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 69.

السؤال المطروح هنا هو من أين لـ «FACET» الحصول على 320 مليون \$ لشراء الأصول؟. الإجابة: يمكنها تحقيق ذلك من خلال إصدار أوراق مالية مدعومة بأصول، والتي يصطلح على تسميتها بـ فئات السند «Bond classes» أو الشرائح «Tranches». معاملة بسيطة يمكن أن تقتضي بيع فئة سند واحدة فقط بسعر يعادل 320 مليون \$. المدفوعات إلى فئات السند يتم الحصول عليها من المدفوعات المسددة من قبل المتعهدين بالالتزام «Obligors» (أي مقتنو عتاد البناء). تضم المدفوعات المسددة من قبل المتعهدين سداد الأصل والفائدة، إلا أن معظم معاملات التوريق تقتضي هيكل أكثر تعقيداً من مجرد فئة سند وحيدة. على سبيل المثال، يمكن أن تكون هناك قواعد لتوزيع أصل الدين والفائدة مختلفة عن التوزيع التناسبي بالاعتماد على فئات سند مختلفة. إن إنشاء فئات سند مختلفة يسمح بتوزيع مخاطر الضمان ما بين مختلف أنواع المستثمرين، أي مستثمرون مع إقبال مختلف على مخاطر سعر الفائدة.

لإعطاء مثال عن معاملة أكثر تعقيداً، نفترض واحدة تم فيها إنشاء فئتين للسند: فئة سند A1 وفئة سند A2. سعر التعادل «Par value» لفئة السند A1 هو 120 مليون \$ وفئة A2 هو 200 مليون \$. قاعدة الأولوية المنصوص عليها في الهيكل يمكن لها ببساطة تحديد أن فئة السند A1 تستلم كل الأصل المتولد عن الضمان حتى انتهاء سداد الـ 120 مليون \$ بأكملها من فئة السند A1، ثم بعد ذلك تبدأ فئة سند A2 باستلام

الأصل. فئة السند A1 هي إذن أقصر أجلاً من فئة السند A2. هذا النوع من التقسيم إلى شرائح يستخدم لإنشاء أوراق مالية بتعرضات (انكشافات) مختلفة لمخاطر سعر الفائدة.¹

الشكل رقم (8): سير عملية التوريق



Source: Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. (2006) **Introduction to Structured Finance**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 70.

كما أشرنا إذن، فإنه في معظم عمليات التوريق هناك أكثر من فئة سند واحدة، بحيث تختلف فئات السند المتنوعة على حسب الجودة التي تتقاسم بها أي خسائر ناجمة عن تعثرات المتعهد.

ثانياً: الأوراق المالية المصدرة في إطار عملية التوريق

يشار إلى المصطلح المستخدم لوصف الأوراق المالية المصدرة من قبل «SPV» في عملية التوريق بالسندات المدعومة (أو المضمونة) بالأصول (Asset-Backed Notes, Asset-Backed Bonds, or Asset-Backed Obligations). عندما تكون الورقة المالية ورقة تجارية قصيرة الأجل، فإنه يشار إلى هذا الصنف

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 8-10.

بالأوراق التجارية المضمونة بالأصول «Asset-Backed Commercial Paper (ABCP)». مثلما سيتم توضيحه في المبحث المقبل عند مناقشة مختلف أنواع هياكل التوريق، فإن الأوراق المالية المدعومة بأصول يمكن أن تتطوي على عدة انكشافات ائتمانية وترتكز على الأولوية الائتمانية، حيث توصف هذه الأوراق المالية بسندات من الدرجة الأولى «Senior notes» وسندات من الدرجة الثانية (سندات تابعة أو غير ذات أولوية) «Junior notes (subordinated notes)».

في نشرة الإصدار بالنسبة للتوريق يشار إلى الأوراق المالية بشهادات بـ: شهادات بتدفقات متماثلة* «Pass-Through Certificates» أو شهادة بتدفقات معاد تشكيلها** «Pay-Through Certificates». إن الذي يميز ما بين هذين النوعين من الشهادات هو طبيعة الاستحقاق (أي، الحق أو الدين) الذي يحوزه حامل الشهادة على التدفقات النقدية المتولدة بواسطة مجمع الأصول. إذا كان المستثمر لديه استحقاق مباشر على كل التدفق النقدي وحامل الشهادة لديه حصة نسبية من التدفق النقدي للضمان فإنه يستخدم مصطلح شهادة «Pass-Through» (أو شهادة حق الانتفاع). وعندما تكون هناك قواعد يتم استخدامها لمنح التدفق النقدي للضمان ما بين فئات السند المختلفة، فإنه يشار إلى الأوراق المالية المدعومة بأصول بشهادات «Pay-Through»¹.

المطلب الثالث: دوافع توريق الأصول

سنقوم في هذا المطلب بشرح الدافع الاقتصادي من وراء استخدام المؤسسات المالية وغير المالية للتوريق، حيث أن أحد أهم هذه الأسباب يكمن في خفض تكاليف التمويل (الدافع الذي سنتطرق إليه لاحقاً وبالتفصيل في المبحث الثالث في سياق العديد من النظريات الاقتصادية بشأن هيكل رأس مال الشركة). إن القدرة على تحقيق الغاية التي تم ذكرها، من خفض لتكاليف التمويل، مردها إلى مقدرة جهة الإصدار على هيكلية التدفقات النقدية المتولدة عن مجمع من الأصول لإنشاء أوراق مالية تتمتع بجاذبية أكبر لمجموعة واسعة من المستثمرين المؤسساتيين، أين يشار إلى الأوراق المالية التي تنشأ من مجمع الأصول بهيكلية معاملة.

* بالفرنسية «Titre avec flux identiques»: في عملية توريق الديون السندات المضمونة بديون أين يتم انتقال تدفقات الأصل والفائدة إلى حاملي الشهادات بمجرد تحصيلها من قبل جهة الإصدار، دون إجراء أي إعادة تشكيل أو تحويل.

** بالفرنسية «Titre avec flux transformés»: في عملية توريق الديون السندات المضمونة بديون أين يتم انتقال تدفقات الأصل والفائدة إلى حاملي الشهادات بعد إعادة ترتيب الذي يمكن أن يأخذ عدة أشكال، حيث أن الانتقال لا يتم بالضرورة بمجرد تحصيل التدفقات من قبل جهة الإصدار.

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. *Op. Cit.*, p. 10.

إن الأسباب الرئيسية الكامنة وراء اختيار المؤسسات المالية وغير المالية فضلاً عن الدولة أو الحكومات المحلية إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول بدلاً من سندات شركة هي:

- إمكانية تخفيض تكاليف التمويل.
- إمكانية تنويع موارد التمويل.
- القدرة على إدارة مخاطر الشركة.
- التخلص المحتمل من متطلبات رأس المال بالنسبة للكيانات المالية المعنية بتلبية متطلبات رأس المال المرجح بالمخاطر.
- فرصة تحقيق تمويل خارج الميزانية.
- توليد دخل من أتعاب الخدمات.

أولاً: تخفيض تكاليف التمويل

لتوضيح هذا الغرض نستعين بمثالنا التوضيحي السابق، حيث نفترض بأن «Ace Corporation» تصنيف ائتماني B منفرد، حيث يشار إلى هذا التصنيف بتصنيف عالي المخاطر «speculative-grade rating» وإذا ما قامت «Ace Corporation» بإصدار سندات فإنه يشار إليها بالسندات ذات العائد المرتفع «high-yield bonds» أو سندات متدنية الجودة «junk bonds». إذا ما أراد المسؤول المالي الرئيسي الحصول على تمويل بـ 320 مليون \$ عن طريق إصدار سند شركة فإن تكلفة التمويل ستكون أياً كان عائد الخزينة المعياري هي زائد هامش لمصدري التصنيف B منفرد في القطاع الصناعي الذي تشتغل فيه «Ace Corporation» (نفس الشيء صحيح إذا ما أرادت «Ace Corporation» الحصول على التمويل عن طريق الأوراق التجارية). نفترض عوض ذلك، استخدام «Ace Corporation» عقودها للبيع بالتقسيط المقدر بـ 320 مليون \$ كضمان لإصدار سندات. بالرغم من هذا الشكل للإقراض المضمون فإن التصنيف الائتماني سيكون نفسه في حال ما إذا قامت بإصدار سند شركة، والسبب هو أنه إذا عجزت «Ace Corporation» عن الدفع على أي من سندات دينها المتداولة فإن قوانين الإفلاس قد تضعف قدرة المقرض المضمون على طلب إنفاذ حق الضمان لتصفية السندات.

إلا أننا نفترض استطاعة «Ace Corporation» على إنشاء كيان قانوني آخر وبيع القروض لذلك الكيان، حيث أن الكيان هو «SPV» الذي تم وصفه في المطلب السابق «FACET». إذا تم بيع القروض بشكل صحيح فهذا يعني أن هناك بيع حقيقي للقروض، ومن ثم فإن «FACET» هي التي تمتلك قانوناً المستحقات وليس «Ace Corporation». هذا يعني أنه إذا ما أجبرت «Ace Corporation» نحو الإفلاس،

فإن دائئيتها لا يمكنهم تحصيل القروض المباعة لأداة الغرض الخاص «SPV» لأنها مملوكة قانوناً من قبل «FACET».

الآثار المترتبة عن هيكل صفقة ما باستخدام «FACET» أداة الغرض الخاص، هي أنه عندما تباع هذه الأخيرة سندات مدعومة بقروض (أي ABS) فإن وكالات التصنيف ستقيم مخاطر الائتمان المرتبطة بجميع المدفوعات المستحقة على القروض بمعزل عن التصنيف الائتماني للمنشئ/البائع «Ace Corporation» لأنه ليس ذو صلة. التصنيف الائتماني الذي سيتم تحديده لفئات السند المصدرة من قبل «FACET» سيكون أياً كان التصنيف الائتماني الذي تريده جهة الإصدار أن يكون! قد يبدو الأمر غريب لكن هذا هو الواقع. السبب هو أن «FACET» ستظهر لوكالات التصنيف الخصائص والأداء التاريخي لقروض مماثلة في معاملة التوريق من تلك التصنيفات لفئات السند التي تروجها. بدورها، وكالات التصنيف المقيمة لفئات السندات ستبدي للمصدر كيف ينبغي عليه هيكل المعاملة بغية الحصول على تصنيف معين بالنسبة لكل فئة من فئات السند في الهيكل. وبشكل أكثر تحديداً، سوف يتم إعلام المصدر بعدد تعزيز الائتمان المطلوب في الهيكل لمنح تصنيف ائتماني معين لكل فئة سند.

بتعزيز الائتمان، يعني ذلك أن هناك مورد لرأس مال بحيث يمكن استخدامه لاستيعاب الخسائر المتكبدة من قبل مجمع الأصول. جوهرياً تقيم وكالات التصنيف الخسائر المحتملة من الضمان وتحدد العدد المطلوب من تعزيز الائتمان لفئات السند في الهيكل المقترح لتحقيق التصنيف المستهدف المرجو من قبل جهة الإصدار. التصنيف الائتماني الأعلى المأمول من قبل المصدر سيقنضي عدد أكبر لتعزيز الائتمان من قبل وكالة التصنيف لفائدة ضمان معطى. إذن فإن «Ace Corporation» التي نفترض أن تصنيفها الائتماني B منفرد، يمكنها الحصول على تمويل باستخدام القروض الممنوحة لزيائنها كضمان للحصول على تصنيف ائتماني لفائدة فئة واحدة أو أكثر من فئات السند أفضل من التصنيف الائتماني الخاص بها. في الواقع، مع تعزيز ائتمان كاف يمكن أن تُمنح فئات السند المدعومة بواسطة الضمان التصنيف الائتماني الأعلى المتمثل في ثلاثي A. المفتاح بالنسبة لشركة تصدر سندات بواسطة عملية التوريق بتصنيف ائتماني أعلى من التصنيف الائتماني الخاص بها (الشركة) يكمن في أداة الغرض الخاص «SPV»، التي يعتبر دورها بالغ الأهمية بسبب مقدرتها قانوناً على عزل الأصول المستخدمة كضمان لأجل التوريق عن الشركة الساعية للتمويل (المنشئ/البائع)، وبالتالي عزل المعاملة عن مخاطر ائتمان المنشئ، فأداة الغرض الخاص «SPV» هي في حد ذاتها مهيكلة ككيان بعيد عن الإفلاس. وبالنتيجة، نحن في نهاية المطاف مع مخاطر الخسائر

في الأصول أو مخاطر الائتمان التي يمكن التخفيف منها بتعزيز ائتماني خاص إلى نقطة أين التصنيف المستهدف يمكن تحقيقه.¹

لماذا لا تسعى دائماً الشركة إلى التصنيف الائتماني الأعلى (AAA) لسندات المدعومة بضمان في معاملة التوريق؟ الجواب على ذلك هو أن التصنيف الائتماني لا يتأتى من دون تكلفة. كما سيتم التطرق إليه لاحقاً، فهناك آليات متنوعة لتعزيز الائتماني، كل منها يزيد في التكاليف المرتبطة بالاقتراض المورق عن طريق ورقة مالية مضمونة بأصول. لذلك عندما تسعى الشركة إلى تصنيف ائتماني أعلى فإنه ينبغي عليها تقدير المفاضلة ما بين التكلفة الإضافية لتعزيز ائتمان السندات مقابل التخفيض في تكلفة التمويل بإصدار سندات بتصنيف ائتماني عالي.²

ثانياً: تنوع موارد التمويل

على الشركة التي تسعى إلى جمع الأموال عبر عملية التوريق أن تُعد نفسها كي تصبح مُصدراً في سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول. ويقتضي هذا الأمر من المصدر أن يكون كثير التداول في السوق، كي يحصل على اسمه المؤسسي في سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول، والعمل على إنشاء قدر معقول من السيولة في السوق الثانوية لتداول تلك الأوراق المالية. بمجرد أن يؤسس المصدر لنفسه مكانة في السوق، يستطيع حينئذ التطلع إلى كل من سوق سندات الشركات وسوق الأوراق المالية المدعومة بأصول قصد تحديد مورد تمويله الأمثل من خلال مقارنة تكلفة التمويل بالنسبة لكلا السوقين، إضافة إلى المزايا الأخرى المرتبطة بعملية التوريق.³

ثالثاً: إدارة مخاطر الشركة

لم تعد مخاطر الائتمان ومخاطر سعر الفائدة للأصول المورقة من المخاطر التي يواجهها المنشئ/البائع. وعليه، فإنه يمكن استخدام التوريق كأداة لإدارة مخاطر الشركة. فبالنسبة لمخاطرة سعر الفائدة مثلاً، نجد بأن البنك الذي يُنشأ قروض رهنية عقارية طويلة الأجل بسعر فائدة ثابت (أي أصول طويلة الأجل) ويمول هذه القروض بإصدار سندات قصيرة الأجل (خصوم قصيرة الأجل) يكون معرض لمخاطر معتبرة لأسعار الفائدة بسبب التباين ما بين مدة الأصول (القروض الرهنية العقارية) والخصوم (سندات قصيرة الأجل بسعر فائدة متغير). بتصفية القروض الرهنية العقارية وقبض الفرق من عملية

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. *Op. Cit.*, pp. 14-16 and:

فتحي عثمان، حسين. (2002) التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني. موسوعة التوريق ج2. بيروت: اتحاد المصارف العربية. ص. 225.

² Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. *Op. Cit.*, p. 72.

³ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. *Op. Cit.*, p. 17.

الإشياء سلفاً يكون البنك قد أبعد تباين أسعار الفائدة. كما سيتم إزالة مخاطر الائتمان إلى حد أن المنشئ/البائع يكون لديه فقط فائدة محددة في الهيكل المورق. أما بالنسبة لقدرة التوريق على إدارة المخاطر فهي لا تقتصر فقط على البنوك بل تمتد إلى الأنواع الأخرى من الشركات.

رابعاً: إدارة رأس المال التنظيمي

من وجهة النظر التنظيمية، يمكن لمعاملات التوريق أن تؤدي إلى تخفيض في متطلبات رأس المال إذا ما تم نقل مخاطر الائتمان. هذه الأخيرة، المحتفظ بها جزئياً أو المعاد شراؤها من قبل المنشئ، ينبغي أخذها في الحسبان عند تحديد متطلبات رأس المال في ظل اللوائح المعمول بها لأنها قد تحد من الأثر المرغوب لتخفيض متطلبات رأس المال.¹

بالنسبة للكيانات المالية النظامية يعتبر التوريق أداة لإدارة متطلبات رأس المال المرجح بالمخاطر (أي، استيفاء المعايير المثلى لكفاية رأس المال). وتكمن الفكرة المركزية التي تقوم عليها المبادئ التوجيهية القائمة على رأس المال المخاطر في المتطلب التنظيمي للصلة المباشرة ما بين الاحتياطيات الرأسمالية ومخاطر الائتمان المرتبطة بحافظة أصول الكيان المالي النظامي، حيث يتم قياس كميّاً المخاطر المرتبطة بكل أصل بتخصيص نسبة ترجيح مخاطر لكل فئة أصول. عند تصنيف الأصول المملوكة لكيان مالي في مختلف فئات المخاطر، يتم تحديد قيمة الترجيح بالمخاطر لتلك الفئة من خلال ترجيح القيمة الدفترية لفئة الأصول بنسبة ترجيح المخاطر. إذن، فإن إجمالي الاحتياطيات الرأسمالية المطلوبة من قبل الكيان يتم تحديدها كنسبة مئوية من مجموع قيم الأصول المرجحة بالمخاطر.

وبما أن التوريق يحدث انخفاض في الاحتفاظ بالمخاطر لدى المنشئ، فإن المبادئ التوجيهية لرأس المال، التي تعتبر حساسة للمخاطر، تستوجب بدون شك رأس مال أقل في حال التوريق مقارنة بحالة حافظة القروض غير المورقة. نتيجة لذلك، فإنه في أغلب الأحيان يستطيع الكيان المالي النظامي تخفيض رأس ماله التنظيمي الإلزامي عبر توريق بعض القروض التي عادةً ما سيحتفظ بها في حافظته.²

¹ Thonabauer, Günther., Nösslinger, Barbara. (2004) **Guidelines on Credit Risk Management: Best Practices in Risk Management for Securitized Products**. Oesterreichische Nationalbank (OeNB), the Financial Market Authority (FMA), December 2004, Vol. 1, p. 28. Available at: http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=2139&t=1399217214&hash=3652e1d0c4fbc023644f266c68b1c522 or http://www.oenb.at/dms/oenbEN/publications/Financial-Market/Publications-of-Banking-Supervision/lf_securit_engl_tcm16-23501.pdf

² Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 18-19.

خامسا: تحقيق تمويل خارج الميزانية

يمكن استخدام التوريق لتوسيع نطاق الميزانية العمومية للمنشئ، بحيث لن يظهر الرفع التمويلي، كليا أو جزئياً، كبنء إضافي على الميزانية العمومية للمنشئ في حساباته القانونية أو الحسابات المجمعة، وسيتم حذف الأصول المورقة كليا أو جزئياً من الميزانية العمومية، إذ يعتبر ذلك بمثابة تمويل جديد لمنشآت الأعمال، أو إذا تم استخدام كل العائدات أو جزء منها للتخفيف الجزئي من الديون القائمة مما سيمكنها من خفض نسبة استءانئها. كما أنها (المنشآت) قد تعتمد على أي تخفيض في نسبة استءانئها من أجل الحصول على تمويل مصرفي مستقبلبي بشروط أفضل¹. ومع فهم أعمق لترتيبات التمويل خارج الميزانية للمنشأة وللالتزامات التعاقدية، سيكون للمستثمرين قدرة أفضل على فهم كيفية إدارة المنشأة للجوانب المهمة لأنشطتها التجارية باستخدام التوريق، وعلى التقييم النوعي لعائدات المنشأة والمخاطر التي لا تظهر على واجهة القوائم المالية.²

سادسا: توليد دخل من أءاعب الخدمات

عادةً ما يتولى المنشئ للقروض أمر الإدارة «the servicing» لهذه الأخيرة، حيث يمكن أن يُستعمل التوريق ليسمح لمنشئ القروض بتحويل أصول ذات كثافة رأسمالية إلى مورد رأس مال أقل كثافة يتمثل في الإيرادات المتأئية من أءاعب إدارة القروض. من خلال قيام المنشئ بذلك، فإنه يعزز من خدماته المقدمة ومن رسوم إنشاء القروض «Origination fee» دون زيادة قاعدة رأسماله، حيث يتم إنجاز هذا بواسطة توريق وبيع القروض مع الحفاظ على الحقوق في خدمة القروض.³

المطلب الرابع: أهداف الهيكلة

قلنا بأن التوريق يتيح إنشاء أوراق مالية من مجمع أصول تعتبر ذات جاذبية كبيرة بالنسبة لطيف واسع من أصناف المستثمرين. مع ذلك، نجد أنه من الصعب إدراك هذا القول إذا لم يتم فهم سير عملية هيكلة المعاملة على المستوى الجزئي.

من المجدي تصنيف عمليات التوريق من حيث ائتمان المقرض. يمكن تقسيم السوق عموماً إلى مقرضين من الدرجة الأولى (ممتازون أو مفضلون) «Prime Borrowers» ومقرضين من الدرجة الثانية (أي منخفضي الجودة أو ذوو المخاطر العالية). ينظر إلى مقرضي الدرجة الأولى على أنهم يحوزون على ائتمان عالي الجودة لأن لديهم توظيف قوي وتاريخ ائتماني ودخل كاف لسداد القروض دون المساس

¹ Deacon, John. **Op. Cit.**, p. 4.

² Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 19-20.

³ **Ibid.**, pp. 20-21.

بجدارتهم الائتمانية ومساهمة معتبرة في الملكية الأساسية. القروض المقدمة لمثل هؤلاء الأفراد تصنف عموماً كقروض من الدرجة الأولى «Prime loans»، وهي التي شهدت تاريخياً حالات منخفضة للتأخر أو العجز عن السداد. في المقابل، نجد بأن القروض للمقترضين ذوي الائتمان منخفض الجودة، التي هي احتمالاً أكثر عرضة وبشكل ملحوظ لمستويات عليا من العجز عن السداد، تصنف كقروض من الدرجة الثانية (قروض عالية المخاطر أو منخفضة الجودة) «Subprime loans»، وعادةً ما يعتمد اكتتاب هذا الصنف من القروض على تدابير غير تقليدية لتقييم مخاطر ائتمان المقترض، حيث أن هؤلاء المقترضين غالباً ما يكون لديهم مستويات دخل منخفضة وأصول أقل ووقائع ائتمانية معيبة. بعد إصدارها، يتعين إدارة هذه القروض من قبل وحدات خاصة مصممة لمراقبة عن كثب مدفوعات مقترضي الدرجة الثانية. في حال تخلف مقترضي الدرجة الثانية عن السداد يتحرك مديرو القرض فوراً إما لمساعدة المقترضين كي يصبحوا غير متخلفين عن السداد أو التخفيف من احتمالات الخسائر الناجمة عن تعثرات القروض.

إن الغاية من وراء هذا التمييز ما بين الصفقات المضمونة بمقترضين من الدرجة الأولى والثانية تعتبر مهمة بسبب أن تعزيز الائتمان يقتضي ذلك. فمثلاً، نجد بأن جودة الائتمان العالية للقروض في قطاع الدرجة الأولى يجعل من تعزيز الائتمان أمراً واضحاً إلى حد ما. على سبيل المثال، القروض العقارية السكنية التي تستوفي معايير «Ginnie Mae» و«Fannie Mae» و«Freddie Mac» ينظر إليها كقروض من الدرجة الأولى وعمليات التوريق الناتجة يشار إليها كصفقات وكالة*. يتم الحصول على تعزيز الائتمان في معاملات الوكالة من خلال آلية الضمان المقدمة من قبل الوكالة المصدرة للصفقة. هذا الضمان يتم سداه من قبل الضامن (الكفيل) في شكل عمولة ضمان «Garanty fee». في حالة التوريق بالنسبة لبقية قروض الدرجة الأولى ذات السمات المشتركة فإن آلية تعزيز الائتمان المستخدمة هي الهيكل الثانوي حيث هناك فئات السند التي لها درجات أولوية مختلفة فيما يتعلق بكل من التدفقات النقدية الداخلة «Cash Inflows» وشطب الخسارة «Write-Offs»**. بينما نجد بأن الهياكل لديها بعض المرونة فيما يتعلق بإنشاء تعزيز ائتمان أكثر كفاءةً في صفقات الدرجة الأولى، إلا أن تحديد قدر تعزيز الائتمان غالباً ما يملى من قبل وكالات التصنيف، والهياكل الثانوية تعتبر واضحة إلى حد ما. الشيء الذي له الأثر الأكبر على تنفيذ الصفقة هو كيفية هيكله السندات من الدرجة الأولى. بسبب تجميع عدد كبير من القروض المتنوعة فإن حجم فئات

* تقنياً، تعتبر «Ginnie Mae» (الجمعية الحكومية للتمويل العقاري الوطني) الوكالة الوحيدة التابعة للحكومة الأمريكية كونها جزء من وزارة الإسكان والتنمية الحضرية. «Fannie Mae» و«Freddie Mac» تعتبران مؤسسات تدعمهما الحكومة، «GSEs» والأوراق المالية التي تقوم بإصدارها يطلق عليها الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS».

** الشطب «Write-Offs» هو الفقدان الكلي أو إلغاء لدين معدوم (دين رديء مشكوك في تحصيله) أو إزالة لقيمة أصل من حسابات شركة.

السندات التي ليست من الدرجة الأولى تعتبر صغيرة من حيث سعر التعادل نسبة إلى فئات السندات من الدرجة الأولى (وهي الصفر في حالة صفقات الوكالة). القواعد المستخدمة في تخصيص الخسائر تعتبر واضحة إلى حد ما (بالنسبة لصفقات الوكالة ليست هناك قواعد لتخصيص الخسارة)، فغالباً ما يسعى المورق إلى تصنيف ثلاثي A بالنسبة لمعظم فئة السندات من الدرجة الأولى التي في الهيكل.

فيما يتعلق بتوريق القروض من الدرجة الثانية، فكما هو الحال مع القروض من الدرجة الأولى التي تم توريقها والتي ليست صفقات وكالة، ستحصل عمليات التوريق هذه على فئات سند تتمتع بمجموعة من أولويات التدفق النقدي ومراتب التصنيف الائتمانية. إلا أنه، وبالمقارنة مع توريق القروض من الدرجة الأولى، فإن توريق القروض من الدرجة الثانية يتطلب قدراً أكبر من تعزيز الائتمان لأجل إنشاء فئات سند من الدرجة الأولى. هذا الأمر يؤثر على ما يدفع فعالية التكلفة لصفقات الدرجة الأولى مقابل الدرجة الثانية، فبينما القوة الدافعة في صفقات الدرجة الأولى، قصد إنشاء هياكل فعالة، تتمثل في التجزيء «the carving up» لسندات الدرجة الأولى، إلا أنها تتمثل في صفقات الدرجة الثانية في هيكلة المعاملة على النحو الذي ينتج تعزيز ائتمان فعال مع الهدف الجوهرى المتمثل في حماية السندات من الدرجة الأولى في الصفقة.

لهذا السبب، وعلى الرغم من أن الهيكل تعتبر متشابهة من حيث إنشاء فئات سند بأولويات ومراتب تصنيف مختلفة، فإن تقنيات تعزيز الائتمان المستخدمة لأجل توريق قروض الدرجة الأولى ستكون غير فعالة إذا ما طبقت على قروض الدرجة الثانية، خصوصاً إذا تم استخدام التبعية باعتبارها الشكل الوحيد لدعم الائتمان. هناك على الأقل سببان لذلك. الأول، أن فئات السند الثانوية ستكون أكبر مقارنة بتلك الموجودة في حالة عمليات توريق الدرجة الأولى. علاوة على ذلك، فإن الفوائد المتزايدة المسددة من طرف المقترضين الذين تم توريق قروضهم (التي عادةً ما تحمل معدلات عالية بسبب مخاطرهم الائتمانية المتزايدة) قد تستخدم بطريقة مثلى نحو توفير دعم ائتماني بالنسبة لفئات السند من الدرجة الأولى. إنه لأجل هذا السبب تستخدم الهياكل مزيج من آليات تعزيز الائتمان في توريق القروض من الدرجة الثانية، وهو ما سنتطرق إليه في المبحث الموالي. السبب الثاني، هو أنه عند إعداد القواعد لأجل تخصيص التدفقات النقدية في عملية توريق القروض من الدرجة الثانية، يجب أن يكون هناك الكثير مثل تلك الاختبارات المصممة لحماية فئات السند من الدرجة الأولى مقارنة بتوريق القروض من الدرجة الأولى.

ليس الهدف من الهيكل هو تعظيم عدد فئات السند، بل الهدف الاقتصادي الوحيد من الهيكل هو تعظيم العائد الإجمالي المتحصل عليه من بيع كل فئات السند المدعومة بواسطة مجمع أصول (في لغة السوق، الهدف هو الحصول على أفضل تنفيذ). أو بدلاً من ذلك، بالنسبة لحجم تمويل معين، الهدف هو بلوغ أدنى متوسط تكلفة مرجح. في السعي للحصول على أعلى الأسعار أو التكلفة الدنيا، يتعين على المهيكّل «The

«Structurer» الأخذ في الحسبان ظروف السوق والطلب على مختلف المنتجات المهيكله وجميع تكاليف الإنشاء من قبيل فئات السند.

إن تعظيم العائد في عملية توريق أصول يمكن تحقيقه من خلال هيكله التدفقات النقدية عبر طريقتين. الأولى، تكمن في تجزئ «carving up» التدفقات النقدية للضمان ثم تقسيمها إلى شرائح على نحو يتم فيه إنشاء فئات سند تنسجم أفضل مع مخاطر محددة لسعر الفائدة وملاحم العائد أو آراء مختلف الزبائن المستثمرين. هذا النوع من الهيكله عادةً ما يتواجد في كل من صفقات الوكالة وبالنسبة لفئات السند من الدرجة الأولى في التعاملات مع القروض من الدرجة الأولى. يسعى المهيكل إلى إنتاج مزيج من فئات السند التي تعظم العائد المحصل بمجرد بيع كل فئات السند.

الطريقة الثانية لتعظيم العائد في عملية توريق أصول، تكمن بالنسبة للبنكي المستثمر في إنشاء هياكل أكثر فعالية من جانب التكلفة، لاسيما بالنسبة للصفقات من خارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية «Non-agency deals» أين يتم تضمين تكلفة تعزيز الائتمان في الصفقة عبر آلية التبعية. عموماً، المورق في مثل هكذا حالات سيحقق تنفيذ أفضل من خلال إنشاء أكبر قدر ممكن من السندات من الدرجة الأولى، بينما في الوقت نفسه الحصول على أكبر عائد ممكن بالنسبة لفئات السند الناتجة التي ليست من الدرجة الأولى. غالباً ما قد تكون فئات السند التي ليست من الدرجة الأولى معقدة، لاسيما بالنسبة لصفقات الأوراق المالية المضمونة بأصول «ABS» التي تستخدم آليات التبعية وزيادة حجم التعزيز الائتماني* «Overcollateralization».¹

* زيادة حجم التعزيز الائتماني «Overcollateralization» هو تقنية لتعزيز الائتمان، أين يتم إدراج ضمان زائد لتثبيت عناصر مخاطر الائتمان لمعاملة محفوفة بالمخاطر. التعهد بضمان إضافي يخلق وافي لتغطية أي مخاطر غير متوقعة، ويحدث عموماً حجم ائتماني قوي وتصنيف ائتماني عالي. يستخدم زيادة حجم التعزيز الائتماني لرفع التصنيف الائتماني لبعض الشرائح في التوريق.

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 21-24.

المبحث الثاني: هياكل التوريق

بعض النظر عن نوعية الضمان أو مرونة الهيكل أو رغبات المستثمرين، فإن التوريق يحصل فقط عندما يختار مالك القروض فعل ذلك. إن مالك القروض من الناحية الفنية قد لا ينتهي به الأمر كجهة مصدرة قانونية للأوراق المالية، وفي معظم الحالات لا يقوم بذلك، إلا أن المالك وحده هو من يقرر ما إذا كان سيستخدم التوريق أو لا. أما فيما يتعلق بجانب هيكل الصفقة فإن هذه المسألة تعتبر واحدة من النقاط التي تتطلب دراسة متأنية في مرحلة مبكرة من الصفقة، فعادةً لا يمكن تغيير هيكل المعاملة بعد أن يتم إغلاق الصفقة. وعند النظر في هيكل الصفقة المقترح ينبغي البحث في التأثير الذي سيحدثه الهيكل على المجالات التالية:¹

- تكلفة وضع هيكل خاص والحفاظ عليه على مدى فترة الصفقة.
- الآثار المترتبة على الضرائب (الترجمة إلى تكاليف واحتمالاً قيود أخرى).
- شهية المستثمرين لهياكل معينة.
- التنظيم (مثل بازل 3 وما ترضعه من بعض القيود على هياكل الصفقة واستخدام شرائح متعددة).
- إعداد الأداة ذات الغرض الخاص (داخلية/ خارجية/ أمانة استثمار، ... الخ).

بعد ما تناولنا أساسيات التوريق، سنتناول من خلال هذا المبحث هياكل التوريق وكذا استعمال مشتقات أسعار الفائدة في معاملات التوريق.

المطلب الأول: استعمال مشتقات أسعار الفائدة في معاملات التوريق

سنوضح في هذا القسم استخدام مشتقات أسعار الفائدة في معاملات التوريق بغرض التحوط وتعزيز العائد. هناك ثلاث أنواع من مشتقات أسعار الفائدة التي يتم التعامل بها خارج السوق الرسمية والتي تستخدم عادةً في عمليات التوريق، هي: مبادلات أسعار الفائدة «interest rate swaps» وعقود مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير غير المقيد «interest rate caps» وخيارات السقف والقاع «interest rate corridors». ولأنها أدوات غير مدرجة في السوق الرسمية، فإنها تعرض أمانة الاستثمار «the trust» (أداة الغرض الخاص «SPV») إلى مخاطر الطرف المقابل.

¹ Krebsz, Markus. (2011) **Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch: A Best Practice Deal Lifecycle Guide**. West Sussex (UK): John Wiley & Sons, p. 63-64.

أولاً: مبادلات أسعار الفائدة

يمكن استخدام مبادلة أسعار الفائدة لغرض تغيير خصائص التدفق النقدي للأصول (الخصوم) كي تتناسب مع خصائص الخصوم (الأصول). على سبيل المثال، نفترض معاملة تحتوي على مجمع مدفوعات قروض بمعدل ثابت، لكن فئات السند التي هي مدعومة بواسطة الضمان لها خصائص دفع شهري بمعدل متغير. يمكن استخدام مبادلة عامة أو بسيطة من أجل تحويل التدفق النقدي الشهري بمعدل ثابت إلى تدفق نقدي شهري بمعدل متغير على أساس سعر فائدة مرجعي وهامش مستحق إلى الفئات المغطاة من السندات.

في بعض عمليات التوريق تسدد أمانة الاستثمار معدل ثابت إلى الطرف المقابل في مقابل معدل متغير. وفي عمليات توريق أخرى يتم عكس المدفوعات، بحيث تسدد أمانة الاستثمار معدل متغير إلى الطرف المقابل في مقابل معدل ثابت. على سبيل المثال، في إصدار لأمانة استثمار «Citibank» مستحقات بطاقات الائتمان: \$ 500 000 000,00، 4,75%، فئة السندات 10-A-2003 لمعاملة ديسمبر 2013، يتم دفع فئة السندات A بمعدل ثابت، لكن الأصول (مستحقات بطاقات الائتمان في هذا المثال) تولد معدل فائدة متغير. عدم التجانس هذا لمعدلات الفائدة يتم التحوط منه عبر استخدام مبادلة إهلاك «Amortizing Swap» (تسمى كذلك مبادلة تنازلية «Swap décroissant») أين تسدد أمانة الاستثمار إلى الطرف المقابل سعر ليبور زائد هامش مقابل معدل ثابت الذي ينتقل إلى حاملي سندات «ABS». المعلومات التالية مأخوذة من ملحق النشرة ذات الصلة:

في ظل مبادلة أسعار الفائدة ستسدد الجهة المصدرة إلى الطرف المقابل للمبادلة فائدة على المبلغ الافتراضي شهرياً على أساس معدل فائدة متغير مساوي لسعر ليبور شهر واحد زائد هامش لا يفوق 0.21% سنوياً والطرف المقابل للمبادلة سيدفع فائدة على المبلغ الافتراضي شهرياً على أساس معدل فائدة مطبق على فئة السندات A هذه.

مدفوعات المبادلة الصافية للجهة المصدرة ستقتطع من الأموال المتاحة في الحساب الفرعي لتمويل الفائدة بالنسبة لفئة السندات A. مقبوضات المبادلة الصافية من الطرف المقابل للمبادلة سيتم إيداعها في الحساب الفرعي لتمويل الفائدة لفئة السندات A وستكون متاحة لسداد الفائدة على فئة السندات A هذه.

مبادلة الإهلاك (المبادلة التنازلية «Swap décroissant») هي المبادلة التي ينخفض فيها المبلغ الافتراضي مع مرور الوقت على أساس جدول سداد دين محدد سلفاً أو رصيد ضمان فعلي أو رصيد

السندات الفعلية. هذا النوع من المبادلات يستخدم في بعض أنواع عمليات التوريق أين يهتك الضمان بمرور الوقت.¹

ثانياً: أسعار الفائدة «Caps» و«Corridors»

يمكن استخدام سعر الفائدة «Cap» للتحوط ضد ارتفاع أسعار الفائدة، حيث يدفع مشتري عقد «Cap» للبائع علاوة مقدماً لأجل هذا الحق عند الإقبال. سعر الفائدة «Corridor» هو سعر فائدة «Cap» أين يكون التزام البائع مقتصر على معدل أقصى محدد (سقف) وبطبيعة الحال التكلفة على المشتري يتم خفضها وفقاً لذلك، وكما هو الحال مع سعر الفائدة «Cap» يتم تعويض البائع بعمولة منفردة مقدماً.

هناك استعمال آخر لأسعار الفائدة «Cap» أو «Corridor» يتمثل في صيانة العائد * Yield Maintenance، أين يلاحظ ذلك في كثير من الأحيان في معاملات صافي هامش الفائدة Net Interest Margin (NIM) للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS». الأوراق المالية ذات صافي هامش الفائدة «NIM» عبارة عن سندات مهيكلت لتلقي تدفقات نقدية من الهوامش الزائدة** بمقدار ما يوجد. المعاملة النموذجية «MBS NIM» هي أداة قصيرة الأجل لأصل الدين والفائدة بثلاث مصادر رئيسية للأموال، لاسيما غرامات الدفع المسبق والقيمة الباقية المحررة من معاملة «MBS» الرئيسية (غالباً ما تكون معتمدة كفاءة X أو فئة P) والمدفوعات من «Cap» و«Corridor» (تسمى كذلك باتفاق صيانة العائد). عادةً ما يدفع «NIM» معدل فائدة ثابت أو متغير، الذي يُدفع أولاً في توزيع «NIM» حسب نظام «waterfall»، وكل الأموال المتبقية يتم تخصيصها للأصل. غرامة السداد المسبق والتدفق النقدي المتبقي لا تعتبر إلى حد كبير مصادر مستقرة للأموال، وبما أن أمانة استثمار «NIM» يتعين عليها سداد الفائدة إلى حاملي سندات «NIM» كل شهر، فإن الهيكل عادةً ما يشتمل على «Cap» أو «Corridor» ليساعد على استقرار التدفق النقدي وضمان أن الفائدة ستسد في الوقت المناسب إلى حاملي سندات «NIM».²

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 95-98.

* علاوة مسددة مسبقاً تسمح للمستثمرين بتحقيق نفس العائد كما لو أن المقرض قام بكل مدفوعات القرض الرهني العقاري المجدولة حتى موعد الاستحقاق، بحيث أن صيانة العائد مصممة لجعل المستثمرين غير مكترئين لعمليات مدفوعات السداد المبكر ولجعل إعادة التمويل غير جذاب وغير اقتصادي للمقرضين.

** «Excess Interest/Excess Spread»: وهي الفائدة المقبوضة من مدفوعات السداد التي هي أكبر من الفائدة على الشهادات. وتعرف

على أنها الفرق ما بين الفائدة المدفوعة على القروض الرهنية العقارية (صافي رسوم الخدمة) والفائدة المستحقة على الشهادات.

* «Waterfall payment» هو نظام سداد من خلاله يتلقى المقرضون من الدرجة الأولى مدفوعات الأصل والفائدة من المقرضين في حين يتلقى المقرضون من الدرجة الثانية مدفوعات الفائدة فقط. عندما يتم استلام كل مدفوعات الأصل والفائدة من قبل مقرضي الدرجة الأولى وبالكامل، يبدأ مقرضو الدرجة الثانية في تلقي مدفوعات الأصل والفائدة.

² Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 102-103.

ثالثاً: مخاطر سعر الأساس واستعمال العائد

تستعمل كذلك مشتقات أسعار الفائدة في التوريق للتحوط ضد سيناريوهات أسعار الفائدة أين قد يرتفع المؤشر القياسي للخصوم بسرعة أكبر من مؤشر الأصول القياسي. يسمى هذا التباين في المؤشرات بمخاطر سعر الأساس** «Basis Risk». إن التزام فائدة أمانة الاستثمار لحاملي السندات، الخاضع لتعزيز الائتمان، يقتصر على مبلغ الفائدة التي يولدها الضمان. إن هذا العجز المتمثل في مخاطر سعر الأساس هو مخاطرة للمستثمرين، يمكن التخفيف منها من خلال دمج مشتقات أسعار الفائدة في المعاملات، حيث يمكن لهذه الأخيرة أن تخفف مخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر الأساس بالنسبة لمدفوعات ضمان مختلفة الخصائص باستخدام مشتقات أسعار فائدة عدة.

يستعمل العائد من مشتقات أسعار الفائدة في نظام «Waterfall» لأجل غرض واحد أو أكثر من الأغراض الثلاثة التالية:

- (1) تغطية الخسائر على الضمان؛
- (2) بناء زيادة حجم التعزيز الائتماني بتسديد أصل السند؛
- (3) تغطية عجز مخاطر سعر الأساس*** «Basis Risk Shortfall».

يتم توجيه العائدات نحو هذه الأغراض في نظام «Waterfall» ويمكن إعطاؤها الأولوية في أي ترتيب كان.

في عمليات التوريق المدعومة بقروض عقارية سكنية التي تستخدم فائدة زائدة وزيادة حجم الائتمان «Overcollateralization» كدعم ائتمان، فإن العائد من المبادلة النموذجية سيستخدم لتغطية الخسائر وبناء زيادة حجم التعزيز الائتماني قبل أن يتم استخدامه لسد عجز مخاطر سعر الأساس (الفرق ما بين قسيمة الشهادة وسقف الأموال المتاحة* «Available Funds Cap»). من ناحية أخرى، تستخدم بعض معاملات التوريق المدعومة بقروض عقارية سكنية حصيلة (عائد) المبادلة لتغطية عجز مخاطر سعر الأساس قبل

** «Basis Risk» هو المخاطرة التي تنشأ عندما يكون التدفق النقدي من القروض الرهنية العقارية لا يعكس المدفوعات المطلوبة إلى حاملي السندات بسبب أن الشهادات المطروحة مرتبطة بمؤشرات مختلفة عن مثيلاتها المرتبطة بالقروض الرهنية العقارية (مثلاً، القروض الرهنية العقارية معدلاتها ثابتة بينما السندات لها معدلات متغيرة). هذا يرفع احتمال أن الشهادات تراكم فائدة عند معدلات فائدة عالية مقارنة بالقروض الرهنية العقارية الأساسية.

*** عندما يكون المبلغ الإجمالي للفائدة على الشهادات أكبر منه على الضمان فإن الفرق يعرف بعجز مخاطر سعر الأساس «Basis Risk Shortfall».

* وهو حد أقصى على مبلغ الفائدة المستحقة لحاملي الشهادات، إلى حجم الفوائد المجمعة على مجموعة أو مجمع من القروض الرهنية العقارية.

تغطية الخسائر وبناء زيادة حجم تعزيز الائتمان. هذا النوع من نظام «waterfall» هو انحراف عن نظام توزيع «waterfall» الذي يضع حد أقصى لمدفوعات فائدة الشهادات عند سقف الأموال المتاحة. بما أن العائد الإجمالي للمبادلة يتم خفضه عن طريق سداد عجز مخاطر سعر الأساس قبل تغطية الخسائر وبناء زيادة حجم تعزيز الائتمان في هذا الهيكل، فإن المبادلة ستمنح تعزيز ائتمان أقل للشهادات، لكن ستساعد على خفض مخاطر سعر الأساس.¹

المطلب الثاني: هيكله معاملات الوكالة المدعومة بواسطة «MBS»

تعتبر الأوراق المالية المدعومة بعقارات، أوراق مالية تستند إلى مجمع من القروض الرهنية العقارية، بحيث يمكن استخدام القروض الرهنية العقارية السكنية أو التجارية كضمان لمثل هذا النوع من الأوراق المالية. الأوراق المالية العقارية المضمونة بقروض عقارية سكنية تشتمل على الأوراق المالية العقارية بتدفقات متماثلة «Mortgage Passthrough Securities» والأوراق المالية منزوعة القسيمة المدعومة برهن عقاري** «Stripped Mortgage-Backed Securities (SMBS)» والأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية***² «Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)» التي تسمى كذلك بالتزام الرهن المضمون، إلا أن هذه التسمية الأخيرة تعتبر الترجمة الحرفية للتسمية الإنجليزية. إجمالاً يشار إلى هذه الأوراق المالية بالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري «MBS»، ويشار إليها كذلك (وفقاً للنموذج الأمريكي الرائد في هذا المجال)، عندما تكون مصدرة إما من قبل الجمعية الحكومية لتمويل العقاري الوطني «Ginnie Mae» أو الجمعية الفيدرالية لتمويل العقاري الوطني «Fannie Mae» أو المؤسسة الفيدرالية لتمويل قروض الإسكان «Freddie Mac»، بالأوراق المالية للوكالة المضمونة برهن عقاري «Agency MBS». سنحاول من خلال هذا المطلب توضيح هيكله صفقات الوكالة المدعومة بالأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني «MBS»، والتي يشار إلى الهياكل الناتجة عنها بالأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية «CMOs»، لكن قبل توضيح الهيكله ينبغي أن نستعرض ولو بإيجاز مفهوم

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 98-102.

** «SMBS» هي الأوراق المالية التي تعيد توزيع التدفقات النقدية من الضمان الأساسي للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري إلى مكونات الأصل والفائدة للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري من أجل تعزيز جاذبيتها لمجموعة مختلفة من المستثمرين.

*** وهي الأوراق المالية المضمونة بمجمع القروض المضمونة بالرهن أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني والأوراق المالية للوكالة. وعادة ما تتضمن العملية التي يتم فيها إصدار مثل هذا النوع من الأوراق «CMOs» فئات متعددة من الأوراق المالية بحيث يكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة.

² Banks, Erik. (2006) **Synthetic and Structured Assets: A Practical Guide to Investment and Risk**. West Sussex (UK): John Wiley & Sons, p. 62.

التسديدات المسبقة وكذا الاتفاقيات التي تم تطويرها في سوق التعامل من أجل تحديد معدل التسديدات المسبقة.

التسديدات المسبقة واتفاقيات الدفع المسبق: هناك أنواع مختلفة من القروض قد تسمح للمقترض بسداد القرض كلياً أو جزئياً في أي وقت شاء قبل تاريخ السداد الرئيسي المجدول، مثل ما هو عليه الحال بالنسبة لأكبر فئات الأصول التي تم توريقها في الولايات المتحدة الأمريكية، والمتمثلة في القروض الرهنية العقارية السكنية، فيسمى السداد الذي يقوم به المقترض خارج السداد الرئيسي المقرر بالدفع أو السداد المسبق «Prepayment». إن تقدير التدفق النقدي من الضمان الذي يسمح بالتسديدات المسبقة يتطلب القيام بتنبؤ حول التسديدات المسبقة المستقبلية. مع سند الدين، يعتبر التوقف أو التأخر عن الدفع نتيجة سلبية على حامل سند الدين. بالمقابل، قد يكون الدفع المسبق مفيد أو ضار بالنسبة لحامل سند الدين تبعاً للظروف¹، فالتسديدات المسبقة تعتبر سيف ذو حدين لسوق «MBS»، فهي كما تنشأ الفرص تنشأ كذلك المخاطرة.

إن القروض الرهنية العقارية الفردية الداعمة لـ «MBS» هي الضمان للأوراق المالية، ومنه فإن أداء الضمان هو الذي يقود أداء الأوراق المالية². فقد يسبب السداد المسبق للقروض الرهني خسارة معتبرة في القيمة بالنسبة لمقرض القرض الرهني ولعملية التوريق ومنها إلى المستثمر في الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، والسبب الذي يجعل الدفع المسبق مؤلم هو كونه خيار ممنوح للمقترض يُمارس عادةً لمصلحته و ضد مصلحة المقرض. على سبيل المثال، قرض رهني بمعدل ثابت يمكن أن يتم تسديده مسبقاً عند انخفاض أسعار الفائدة على القروض العقارية إلى ما دون سعر فائدة القرض المسدد من قبل المقترض، بحيث يمكن للمقترض إعادة تمويل القرض الرهني عند المعدل المنخفض السائد.

في سوق «MBS» السكنية للولايات المتحدة استخدمت العديد من الاتفاقيات كمقياس لمعدلات الدفع المسبق: (1) خبرة الإدارة الفدرالية للإسكان «FHA»؛ و(2) معدل الدفع المسبق المشروط؛ و(3) اتفاقية الدفع المسبق للجمعية العمومية للأوراق المالية «PSA». الاتفاقية الأولى لم تعد تستخدم، بينما الثانية والثالثة يجري التداول بهما حالياً.³

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 31-32.

² Davidson, Andrew., et al. (2003) **Securitization Structuring and Investment Analysis**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons, p. 152.

³ Fabozzi, F J., Bhattacharya, A K., Berliner, W S. (2007) **Mortgage-Backed Securities: Products, Structuring, and Analytical Techniques**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons, p. 48.

أولاً: الأوراق المالية العقارية بتدفقات متماثلة «Mortgage Pass-through Securities»

تمثل الأوراق المالية «Pass-Through» حصص ملكية في مجوعات القروض الرهنية العقارية السكنية المضمونة بمساكن الأسر المنفردة. مدفوعات الأصل والفائدة عبارة عن تدفقات متماثلة «Pass-Through» إلى مالكي المجمع على أساس تناسبي، بشرط أن يتم احتجاز حصة صغيرة من الفائدة من قبل المصدر/المدير «Servicer» لتغطية المصاريف الإدارية ورسوم الضمان. مبلغ الخدمة هذا «Strip» يتفاوت ما بين برامج الوكالة.

إن الاستثمار في القروض الرهنية العقارية يعرض المستثمر إلى مخاطر عدم السداد ومخاطر السداد المسبق. الطريقة الأكثر فعالية هي الاستثمار في الورقة المالية العقارية ذات التدفقات المتماثلة، فهي ورقة مالية تنشأ عندما يقوم حائز واحد أو أكثر للقروض الرهنية العقارية بتشكيل مجمع «Pool» من القروض الرهنية العقارية وبيع شهادات مساهمة أو مشاركة في المجمع. قد يشتمل المجمع على عدة آلاف أو فقط بعض القروض الرهنية العقارية، وعندما يتم ضم قرض رهني عقاري إلى مجمع من القروض الرهنية العقارية الذي يستخدم كضمان للورقة المالية «Pass-Through» فإنه يقال على القرض الرهني العقاري بأنه تم توريقه.

تخضع التدفقات النقدية للورقة المالية «Pass-Through» إلى التدفقات النقدية للقروض الرهنية العقارية الأساسية، حيث تكمن التدفقات النقدية في المدفوعات الشهرية للقروض الرهنية العقارية التي تتمثل في الفائدة والسداد المنتظم للأصل وأي تسديدات مسبقة لكل القروض الرهنية العقارية في المجمع.

ليست كل القروض الرهنية العقارية التي يتم إدراجها في مجمع القروض الرهنية العقارية والتي يتم توريقها لها نفس سعر الفائدة على القرض العقاري ونفس تاريخ الاستحقاق. بالتالي، عندما نريد وصف ورقة مالية «Pass-Through»، فإنه يتعين علينا تحديد المتوسط المرجح لسعر الفائدة على مجموعة من القروض* «Weighted Average Coupon rate (WAC)» والمتوسط المرجح لأجل الاستحقاق «Weighted Average Maturity (WAM)». يتم إيجاد المتوسط المرجح لسعر الفائدة الإسمي لسند القسائم «WAC» من خلال ترجيح سعر الفائدة على القرض العقاري لكل قرض رهني عقاري في المجمع بمقدار الرصيد القائم للقرض الرهني العقاري، ويتم إيجاد المتوسط المرجح لأجل الاستحقاق «WAM» من خلال ترجيح العدد

* «WAC» هو متوسط القسيمة أو دفع الفائدة على مجموعة من القروض الرهنية العقارية، مرجحة حسب حجم كل قرض رهني عقاري في المجمع.

المتبقي من الأشهر إلى أجل استحقاق كل قرض رهني عقاري في المجمع بمقدار الرصيد القائم للقرض الرهني العقاري.¹

ثانياً: الأوراق المالية منزوعة القسيمة المدعومة برهن عقاري «SMBS»

كما رأينا سلفاً، تعمل الأوراق المالية العقارية بتدفقات متماثلة على توزيع التدفق النقدي من المجمع الأساسي للقروض الرهنية العقارية إلى حاملي الأوراق المالية على أساس تناسبي. في حين، يتم إنشاء الأوراق المالية منزوعة القسيمة المدعومة برهن عقاري من خلال تغيير هذا التوزيع لأصل القرض والفائدة من توزيع تناسبي إلى توزيع غير متكافئ. والنتيجة هي أن الأوراق المالية التي تم إنشاؤها ستكون لها علاقة سعر/عائد مختلفة عن علاقة السعر/العائد للورقة المالية «Pass-through» الأساسية. في النوع الأكثر انتشاراً للأوراق المالية منزوعة القسيمة المدعومة برهن عقاري يتم تخصيص كل الفائدة إلى فئة واحدة (تسمى الفائدة فقط «Interest Only» أو فئة الفائدة فقط «IO class») وكل أصل القرض إلى فئة أخرى (تسمى أصل القرض فقط «Principal Only» أو فئة أصل القرض فقط «PO class»)، بحيث لا تتلقى فئة الفائدة مدفوعات أصل القرض.²

ثالثاً: الأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية «CMOs»

عندما يتم إعادة توزيع التدفقات النقدية لمجمعات القروض الرهنية العقارية ذات التدفقات المتماثلة إلى مختلف فئات السند فإن الأوراق المالية الناتجة عن ذلك تسمى بالأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية. إذن فإن «CMOs» يقصد بها الأوراق المالية التي تكون مضمونة إما بمجمع قروض مضمونة بالرهن أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني والأوراق المالية «Pass-Through» للوكالة، بحيث تكون في شكل شرائح بخصائص معينة للمخاطرة والعائد. تم تطوير هذا النوع من الأوراق المالية في الأساس من أجل تلبية متطلبات مخاطر معينة للمستثمرين، فعلى الرغم من أن العديد من المستثمرين على استعداد لتحمل مخاطر الدفع المسبق التي هي سمة لـ «MBS»، فإن البعض الآخر ليسوا كذلك، حيث تسمح آلية «CMO» بإعادة توجيه مخاطر الدفع المسبق نحو شرائح مختلفة سامحةً بذلك للمستثمرين باختيار ورقة مالية بخصائص تفضيلية للمخاطرة/العائد.³

¹ Fabozzi, Frank J., Yuen, David. (2002) *Agency Mortgage-Backed Securities*. In Fabozzi, Frank J. (éd). *Op. Cit.*, pp. 339-340.

² Fabozzi, Frank J. (2002) *Fixed Income Securities*. 2e éd. New York: John Wiley & Sons, p. 245.

³ Banks, Erik. *Op. Cit.*, p. 83.

يكن المبدأ الأساسي في أن إعادة توجيه التدفقات النقدية (الفائدة وأصل القرض) إلى مختلف فئات السند، المسماة شرائح، يخفف أشكال مختلفة لمخاطر الدفع المسبق، إلا أنه لا يمكن بأي حال القضاء نهائياً على مخاطر الدفع المسبق، فإذا كانت هناك شريحة واحدة في هيكل «CMO» لها قدر من مخاطر الدفع المسبق أقل من الأوراق المالية العقارية «Pass-Through»، التي هي ضمان للهيكل، فإن هناك شريحة أخرى في نفس الهيكل لها قدر من مخاطر الدفع المسبق أكبر من الضمان. وبالتالي، فإن بيان بأن «CMOs» لها قدر من مخاطر الائتمان أكبر من الأوراق المالية ذات التدفقات المتماثلة غير صحيح.

يشار إلى «CMOs» كشهادات بتدفقات معاد تشكيلها «Paythroughs» أو شهادات بتدفقات متماثلة متعددة الفئات «Multiclass Passthroughs» (ويشار إليها كذلك كأدوات توصيل الاستثمار الرهني العقاري «Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs)»، كما تم الإشارة إلى ذلك في الفصل السابق).¹

المطلب الثالث: هيكله المعاملات خارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية

تناولنا في المطلب السابق الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» المصدرة من قبل «Ginnie Mae» أو «Fannie Mae» أو «Freddie Mac»، على اعتبار أنها معاملات وكالة. ومنه فإن مصطلح "المؤسسات خارج الرعاية الحكومية «Non-agency» يشير إلى الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري التي لا تتمتع بالضمان الائتماني لأحد الكيانات الحكومية المذكورة أعلاه. سنتطرق في هذا المطلب إلى المنتجات المدعومة بقروض رهنية عقارية سكنية التي لا يتم إصدارها من قبل تلك الكيانات. هذه المنتجات تنقسم إلى مجموعتين: الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري لخارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية «Non-Agency MBS» والأوراق المالية المدعومة بأصول والمضمونة بقروض رهنية عقارية سكنية «Real Estate-Backed ABS».

إن تصنيف الورقة المالية سواءً «Non-Agency MBS» أو «Real Estate-Backed ABS» لا يكون دائماً واضحاً، ذلك أن هناك أوراق مالية يكون فيها الضمان الأساسي مختلط مع أنواع مختلفة من القروض المرتبطة بالرهن العقاري، لذا يتم اللجوء إلى قواعد بيانات متعلقة بالأوراق المالية (على غرار «The Securities Data Corporation (SDC) في الولايات المتحدة الأمريكية) تم إنشاؤها كميّار للتفريق ما بين منتجات القروض الرهنية ذات الضمان المختلط إما «CMO» أو «ABS».²

¹ Fabozzi, Frank J. **Fixed Income Securities**. Op. Cit., pp. 253-254.

² Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. (2002) **Nonagency MBS and Real Estate-Backed ABS**. In Fabozzi, Frank J. (éd). **Op. Cit.**, pp. 367-368.

الضمانات بالنسبة للأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية سكنية: تعتبر القروض الرهنية العقارية المستخدمة كضمان للأوراق المالية المصدرة من قبل الوكالة قروض مطابقة «Conforming loans» (مستوفية الشروط)، هذا يعني أنها ينبغي أن تستوفي معايير الاكتتاب في الوكالة، كحجم القرض ونسبة القرض إلى القيمة (نسبة قيمة القرض إلى قيمة الشيء المرهون) ونوع الملكية وكذا درجة الائتمان، حيث يعتبر هذا المعيار الأخير مقياس لقدرة مقدم الطلب على سداد القرض¹. أما الضمان بالنسبة للأوراق المالية المضمونة بقروض رهنية عقارية المصدرة من خارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية فتكمن في القروض غير المطابقة (أي القروض غير المستوفاة لمعايير اكتتاب الوكالة). وقد يكون القرض غير مطابق لسبب واحد أو أكثر من الأسباب التالية:

(1) رصيد القرض يتجاوز المبلغ المسموح به من قبل الوكالة.

(2) إخفاق خصائص المقترض في تلبية معايير الاكتتاب التي وضعتها الوكالة.

(3) إخفاق خصائص القرض في تلبية معايير الاكتتاب التي وضعتها الوكالة.

(4) فشل مقدم الطلب في تقديم كل الوثائق المطلوبة من قبل الوكالة.

هناك برامج إقراض بديلة لصالح المقترضين الساعين للحصول على القروض غير المطابقة لأجل أي سبب من الأسباب أعلاه. القرض الرهني العقاري الذي يكون غير مطابق لمجرد تجاوزه الحد الأقصى المسموح به من قبل توجيهات الوكالة، يسمى بالقرض الضخم «Jumbo loan»².

أولاً: الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» لخارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية

كما أشرنا إلى ذلك في العنصر السابق، فإن الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري لخارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية لا تحمل ضمانات صريحة أو ضمنية من الكيانات التي ترعاها الحكومة «GSE»، حيث تقدم هذه الأخيرة عموماً ضمانات لأجل السداد في وقته بالنسبة لأصل القرض والفائدة. لكن مع أن «CMO» لا تحمل ضمانات من الوكالة الحكومية ولا من الكيانات التي ترعاها الحكومة «GSE»، إلا أن بعض أشكال التعزيز الائتماني تكون مطلوبة من أجل حصولها على تصنيفات المرتبة الاستثمارية.

كما هو الحال مع «Agency MBS»، هناك أوراق مالية بتدفقات متماثلة «Passthroughs» لخارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية وأوراق مالية مضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية «CMOs» لخارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية. «CMOs» المصدرة من قبل الوكالة يتم إنشاؤها من مجموعات لأوراق

¹ Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. Op. Cit., p. 368.

² Fabozzi, Frank J. **Fixed Income Securities**. Op. Cit., pp. 285-286.

مالية بتدفقات متماثلة. في السوق لخارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية يمكن إنشاء «CMO» إما من مجمع «Passthroughs» أو من قروض رهنية عقارية غير مورقة، فمن غير المألوف أن يتم توريق القروض الرهنية العقارية غير المطابقة كأوراق مالية بتدفقات متماثلة «Passthroughs» ومن ثم «Passthroughs» المفصولة لإنشاء «CMO». بدلاً من ذلك، في السوق لخارج المؤسسات تحت الرعاية الحكومية يتم فصل «CMO» من القروض الرهنية العقارية التي لم يتم توريقها كأوراق مالية بتدفقات متماثلة. ولأن القرض الرهني العقاري يشار إليه عادةً بالقرض العقاري بضمان كامل* «whole loan»، فإن Non-Agency CMOs يشار إليها عادةً بالأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية «CMOs» لقروض عقارية بضمان كامل «whole-loan CMOs».¹

ثانياً: الأوراق المالية المدعومة بأصول «ABS» المضمونة بقروض رهنية عقارية سكنية

سنناقش في هذا العنصر المنتجات المرتبطة بالقروض الرهنية العقارية المصنفة في سوق التداول كأوراق مالية مدعومة بأصول. تشتمل هذه المنتجات على السندات المدعومة بقروض بضمانات عقارية وقروض المنازل المصنعة.

1. الأوراق المالية المدعومة بقروض بضمانات عقارية:

القرض بضمان عقاري «Home Equity Loan (HEL)» أو ما يعرف كذلك بقرض شراء وتملك المنازل، هو قرض مدعوم بملكية سكنية. يستخدم المقترض عادةً القرض بضمان عقاري لتوحيد ديون الاستهلاك** باستخدام السكن الحالي كضمان بدلاً من الحصول على أموال لشراء منزل جديد.

القروض بضمانات عقارية إما أن تكون مغلقة «Closed-end HELs» أو مفتوحة «Open-end HELs»:

1.1. الأوراق المالية المدعومة بقروض بضمانات عقارية مغلقة:

يتم هيكلة القرض بضمان عقاري مغلق بنفس الطريقة التي يتم بها هيكلة القرض العقاري السكني الذي يطفأ بالكامل. هذا يعني أن لديه أجل استحقاق ثابت والمدفوعات يتم هيكلتها لاستهلاك القرض بالكامل عند تاريخ الاستحقاق. هناك على حد سواء نوعان: قروض بضمان عقاري مغلقة بمعدل ثابت وقروض بضمان

* القرض العقاري بضمان كامل هو قرض رهني عقاري تجاري أو سكني مباع إلى مستثمر كاملاً مع حقوق الخدمة (جمع أصل القرض والفائدة).

¹ Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. Op. Cit., p. 373.

** وهي عملية مالية تسمح بتجميع كل ديون المقترض في قرض واحد (قرض رهني عقاري) من أجل تخفيض تكاليفه المالية، حيث عادةً ما يكون سعر الفائدة على القرض الرهني العقاري أقل منه على الدين قصير الأجل والفائدة على الرهن العقاري هي أيضاً معفاة من الضرائب. والمقترضون يحبذون لراحتهم كذلك القيام بعدد مدفوعات أقل.

عقاري مغلقة بمعدل متغير. نموذجياً، للقروض بمعدل متغير معدل مرجعي يتمثل في سعر ليبور 6 أشهر، ولها كذلك أسقف دورية «Periodic Caps»* وأسقف مدى الحياة «Lifetime Caps»**. يتألف التدفق النقدي لمجمع قروض بضمانات عقارية مغلقة من الفائدة ومدفوعات أصل القرض المجدولة بصفة منتظمة والتسديدات المسبقة، تماماً كما هو الحال مع الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري.

2.1. الأوراق المالية المدعومة بقروض بضمانات عقارية مفتوحة:

مع القرض بضمان عقاري مفتوح يُعطى مالك المنزل خط ائتمان «Credit line» يستطيع بموجبه تحرير شيكات أو استعمال بطاقة ائتمان في حدود مبلغ خط الائتمان، حيث يتوقف هذا الأخير على مبلغ المساهمة الذي يحوزه المقرض في الملكية. هناك فترة متجددة*** خلالها يستطيع مالك المنزل اقتراض أموال مقابل خط الائتمان. في نهاية مدة القرض إما أن يسدد مالك المنزل المبلغ المقرض في دفعة واحدة أو يتم اهتلاك الرصيد القائم.

الفترة المتجددة لحد الاعتماد الأقصى للأصل العقاري «Home Equity Line of Credit (HELOC)» هي الفترة التي يستطيع فيها المقرض خفض كل أو جزء من خط الائتمان، بحيث يمكن أن تستمر الفترة المتجددة من 5 إلى 10 سنوات. عند نهاية الفترة المتجددة، يمكن لحد الاعتماد الأقصى للأصل العقاري «HELOC» تخصيص إما دفعة كبيرة نهائية «Balloon payment» أو جدول اهتلاك دين (إلى غاية 10 سنوات). تقريباً، تعتبر كل «HELOCs» قروض ذات سعر فائدة متغير. وتعتبر السندات التي يتم إنشاؤها في معاملات «HELOC» شرائح بأسعار فائدة متغيرة.¹

2. الأوراق المالية المدعومة بديون السكن جاهز الصنع:

وهي أوراق مالية مدعومة بقروض المنازل جاهزة الصنع «Manufactured Housing-Backed Securities»، فعلى عكس المنازل المبنية في مواقعها فإن المنازل جاهزة الصنع يتم بناؤها في المصانع ثم يتم نقلها إلى مجمعات السكنات الجاهزة أو إلى أراضي خاصة. إما أن يكون القرض رهني عقاري (لكل

* السقف الدوري «Periodic Cap» هو الذي يحد من مقدار سعر الفائدة على قرض عقاري بسعر فائدة قابل للتعديل «ARM» يستطيع أن يتغير في فترة قابلة للتعديل. السقف الدوري يحد من المبلغ الذي يمكن للسداد زيادته أو تخفيضه خلال أي فترة من فترات التعديل.
** السقف مدى الحياة «Lifetime Cap» هو الحد الأقصى لسعر الفائدة على قرض عقاري بسعر فائدة قابل للتعديل «ARM» الذي قد يكون محتسب عند أي نقطة على مدى حياة القرض الرهني العقاري. يعبر عن السقف مدى الحياة عادة كنسبة مئوية تزيد عن سعر فائدة أولي.

*** يقصد بها الفترة التي يجوز خلالها إضافة قروض جديدة أو سندات مديونية أخرى إلى مجمع الأصول الخاص بعملية تجارية متجددة.

¹ Fabozzi, Frank J. *Fixed Income Securities*. Op. Cit., p. 305.

من الأرض والمنزل) أو قرض استهلاكي مجزأ يسدد على أقساط. الأوراق المالية المدعومة بالسكن الجاهز المصنع هي مضمونة بقروض تقليدية صادرة عن كيانات خاصة غير حكومية.

القرض النموذجي للمنزل جاهز الصنع يكون من 15 إلى 20 سنة، وتسديده يتم هيكلته على أساس اهتلاك المبلغ المقرض بالكامل. إذاً، فكما هو الحال مع القروض الرهنية العقارية السكنية والقروض بضمان عقاري فإن التدفق النقدي لمجمع من قروض المنازل جاهزة الصنع يكمن في الفائدة الصافية وأصل القرض المجدول بصفة منتظمة وكذا التسديدات المسبقة. مع ذلك، فإن التسديدات المسبقة تعتبر أكثر استقراراً بالنسبة للأوراق المالية المدعومة بديون السكن الجاهز لأنها غير حساسة لإعادة التمويل، وذلك لعدة أسباب أهمها: أولاً، أن أرصدة القروض تكون صغيرة عادةً وبالتالي لا يكون هناك توفير كبير من إعادة التمويل. ثانياً، أن وحدات السكن الجاهز هي مثل السيارات عرضة للانخفاض في القيمة. في السنوات الأولى من عمر القرض يتجاوز الانخفاض في القيمة استهلاك القرض تاركاً المقرض مع قليل من الأموال الخاصة التي هي ضرورية لإعادة التمويل. أخيراً، مقرضو السكن الجاهز هم عادةً ذوو جودة ائتمانية منخفضة، وبالتالي يجدون صعوبة في الحصول على الأموال اللازمة لإعادة التمويل.¹

المطلب الرابع: تعزيز الائتمان «Credit Enhancement»

للتصنيف المنشود على الصفة تأثير كبير على عملية الهيكل، أين ستعمل وكالات التصنيف على تحديد مستوى دعم أو تعزيز الائتمان لأجل الحصول على مستوى التصنيف المطلوب. إن توفير تعزيز الائتمان سواءً عبر وسائل داخلية أو خارجية يدخل ضمن مهام المهيكّل «The Structurer»، بحيث يكمن مضمون العملية في تقديم أقل قدر من تعزيز الائتمان لأعلى مستوى تصنيف ممكن، الذي سيوفر من المفروض التكلفة الأقل للأموال. أما من حيث المنهجية الكامنة وراء التصنيفات فهي في الأساس نفسها بغض النظر عما إذا كان أحدها جرت هيكلته في الولايات المتحدة أو أوروبا.

أولاً: مفهوم تعزيز الائتمان

يشير مصطلح تعزيز الائتمان إلى مجموعة من التدابير التي يمكن وضعها كجزء من عملية التوريق بالنسبة لإصدارات «ABS» و«MBS»، بحيث يستجيب التصنيف الائتماني للسندات المصدرة إلى متطلبات المستثمر، فكلما كانت نوعية الأصول المراد توريقها منخفضة كلما كانت الحاجة أكثر إلى تعزيز الائتمان.²

¹ Fabozzi, Frank J., and all. **Fixed income analysis**. Op. Cit., pp. 317-318. and Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. Op. Cit., pp. 396-397.

² Choudhry, Moorad. (2010) **Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation**. Op. Cit., pp. 415-416.

ويعكس التصنيف المعطى من قبل هيئة تصنيف الجدارة الائتمانية «Credit-Rating Agency» مخاطر الائتمان على الكيان، سواءً بصورة عامة أو فيما يتعلق بالتزام معين. فبالنسبة لـ «Standard & Poor's» هذا يعكس قدرة الكيان على دفع الفوائد والأصل على السند ذو الصلة أو السندات على أساس زمني، أو "احتمال التخلف عن الدفع" على الديون ذات الأولوية. أما «Moody's» فتستخدم مقارنة أكثر تهجيناً، التي لا تستند على مخاطرة أن المستثمرون ذوو الأولوية لن يتحصلوا على كامل الأصل والفائدة الخاصة بهم في الوقت المحدد، لكن تميل أكثر نحو مقارنة الخسارة المتوقعة التي تعكس المبلغ الذي قد يخسره المستثمرون على امتداد فترة المعاملة، أو درجة مخاطرة الاستثمار الملازمة للسند. بالنسبة لـ «Fitch»، فإنه يعطي مزيداً من الترجيح إلى احتمال مقارنة التخلف عن الدفع عند مستويات ذوي الأولوية (المرتبة الاستثمارية)، لكن يأخذ بعين الاعتبار الخسائر كذلك، وعلى الأخص عند مستويات تصنيف DDD أين الاستردادات (التحصيلات) هي الدخل الأكثر أهمية.¹

لتعزيز الائتمان أنواع مختلفة، حيث أن طبيعة وحجم تعزيز الائتمان المطلوب في المعاملة يكون محدد حسب نوع الأصل المورق ونوع المستثمر المستهدف، لذا تعتبر بعض أشكال تعزيز الائتمان أكثر ملائمة لبعض أنواع الأصول وفي الوقت نفسه ستكون غير مناسبة تماماً بالنسبة لأنواع أخرى. كل تعزيز ائتمان له تكاليفه المرتبطة به، والتحليل الاقتصادي للتكلفة من أجل تعزيز إضافي للهيكل مقابل التنفيذ الحسن للصفقة يتم القيام به من قبل المهيكل.

يتم تحديد مقدار أو حجم تعزيز الائتمان اللازم للحصول على التصنيف الائتماني من قبل وكالات التصنيف بناءً على طلب الجهة الساعية إلى التصنيف، حيث تقوم وكالة التصنيف بتحديد «the sizing» تعزيز الائتمان ويقوم المهيكل بتحديد المزيج الأفضل لتعزيزات الائتمان لإتمام المقدار المحدد من قبل وكالة التصنيف. العوامل التي تأخذها وكالات التصنيف بعين الاعتبار في تحديد المعاملة هي: (1) دوافع المتعهد بالالتزام «The Obligor» إلى التقصير؛ و(2) نوعية الائتمان بالنسبة للملتزمين؛ و(3) سيناريو الخسارة المرجح والتغير المتوقع للخسارة؛ و(4) تنوع مجمع الأصول. ويستند مستوى تعزيز الائتمان لكل فئة سند في الهيكل سيتم تصنيفها ائتمانياً على التصنيف المستهدف الذي تسعى له فئة السند تلك.²

ثانياً: آليات تعزيز الائتمان

يمكن تصنيف آليات تعزيز الائتمان إلى ثلاث فئات:³

¹ Deacon, John. Op. Cit., p. 15.

² Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. Op. Cit., p. 85.

³ Ibid., p. 86.

1. المقدم من المنشئ «Originator-provided»: يشير تعزيز الائتمان المقدم من المنشئ إلى دعم الائتمان الذي يتم فيه تحمل جزء من مخاطرة الائتمان لمجمع الأصول من قبل المنشئ/البائع.
2. الهيكلي «Structural»: يشير تعزيز الائتمان الهيكلي إلى إعادة توزيع مخاطر الائتمان ما بين فئات السند التي يشتمل عليها الهيكل، بحيث تقدم فئة سند واحدة تعزيز ائتماني إلى فئات السند الأخرى.
3. المقدم من طرف ثالث: يشير تعزيز الائتمان المقدم من طرف ثالث إلى تحمل مخاطر الائتمان من قبل جهات أخرى غير المنشئ وفئات السند الأخرى في الهيكل، أي من قبل جهة أخرى غير أداة الغرض الخاص «SPV».

ثالثاً: أشكال آليات تعزيز الائتمان

تكمن طريقة عمل تعزيز الائتمان في وجود طرف ثالث إما أن تسدد له عمولة (أو علاوة تأمين) أو يكسب عائد إضافي على ورقة مالية في الهيكل كي يتحمل مخاطر ائتمان. هناك شكلان لتعزيز الائتمان: خارجي وداخلي. يقتضي تعزيز الائتمان الخارجي ضمانات طرف ثالث مثل التأمين أو خطاب اعتماد «Letter Of Credit». أما تعزيز الائتمان الداخلي فيشتمل على زيادة حجم التعزيز الائتماني «Overcollateralization» وهياكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية «Senior-Subordinate Structures» والاحتياطيات «Reserves». غالباً ما يكون للمعاملات أكثر من شكل واحد لتعزيز الائتمان، بحيث تحدد وكالات التصنيف مقدار تعزيز الائتمان المطلوب للحصول على تصنيف ائتماني معين وتقرر الجهة المصدرة ما هي الآليات التي تستخدم.

من الأهمية بمكان بالنسبة للجهة المصدرة دراسة كل شكل من أشكال تعزيز الائتمان قبل القيام بعملية الإصدار قصد تحديد آلية التعزيز أو مزيج آليات تعزيز الائتمان الأكثر فعالية من حيث التكلفة، فنظراً للتغير في ظروف السوق فإن شكل تعزيز الائتمان الأقل تكلفة اليوم قد لا يكون الأقل تكلفة في معاملة التوريق اللاحقة.

1. تعزيزات الائتمان الخارجية:

تأتي تعزيزات الائتمان الخارجية في شكل ضمانات الجهة الثالثة التي تنص على مستوى أول للحماية ضد الخسائر إلى غاية مبلغ معين. تاريخياً، يعتبر خطاب الاعتماد وتأمين السند أكثر الأشكال شيوعاً لتعزيزات الائتمان الخارجية. يكون الهيكل مع دعم الائتمان الخارجي مرتين بمخاطر الائتمان لضمان (كفيل) الطرف الثالث، بحيث إذا تم تخفيض التصنيف الائتماني لضمان الطرف الثالث فإن فئات السند التي

تدخل ضمن معاملة مضمونة من طرف ذلك الكيان تكون مرتبهة بتخفيض التصنيف الائتماني اعتماداً على الأداء التاريخي للضمان، وهذا هو العيب الرئيسي لضمانات الطرف الثالث.

لا تغير تعزيزات الائتمان الخارجية جوهرياً في خصائص التدفق النقدي للهيكل إلا في شكل الدفع المسبق. في حال التقصير المفضي إلى خسائر ائتمانية في حدود مستوى الضمان فإن المستثمرون سيتحصلون على مبلغ أصل الدين كما لو حدث دفع مسبق، أما إذا تجاوزت خسائر الائتمان مستوى الضمان فإن المستثمرين قد يحققون نقص في التدفق النقدي.¹

1.1. خطاب الائتمان «Letter Of Credit (LOC)»:

يعتبر خطاب الائتمان «LOC» واحد من أقدم أشكال تعزيز الائتمان، لكن من أندرها استعمالاً في الوقت الحالي كونه أصبح أكثر الأشكال كلفة لتعزيز الائتمان. يتم إصدار خطاب الائتمان من قبل البنك، وبمقتضاه يقوم البنك بمدفوعات للوكيل «The Trustee» عند طلب ذلك، بحيث ستكون تلك الأموال متاحة لمصدر السند لمجابهة مدفوعاته من الفائدة وأصل الدين عند استحقاقها². وبالتالي، يعمل «LOC» على تعزيز الهيكل عن طريق استبدال مخاطر الائتمان للبنك المانح لـ «LOC» لأجل الأداء المتعلق بمجمع الأصول، ويتحصل البنك نظير ذلك على عمولة. تمنح خطابات الائتمان تغطية لخسائر الائتمان على مجمع الأصول بحيث تكون هذه التغطية لأقل من المبلغ الكلي لمجمع الأصول، لكن تكفي للحصول على تصنيف ائتماني ثلاثي A- لفائدة السندات من الدرجة الأولى.³

2.1. التأمين على السند «Bond Insurance»:

التأمين على السندات أو ما يعرف كذلك بالكفالة أو الضمان «Surety Bond» هو عبارة عن ضمان مالي مقدم من طرف شركة تأمين، عادةً ما تسمى شركة التأمين أحادية النشاط «Monoline Insurance Company»، التي تخصص في نشاط واحد دون أنشطة التأمين الأخرى، الذي هو في هذه الحالة الضمانات المالية. يكون هذا الضمان لأجل مدفوعات الأصل والفائدة في حينها إذا لم تتمكن هذه المدفوعات من أن تكون مستكفية من التدفقات النقدية الصادرة عن مجمع القروض الأساسي⁴. عادةً، لا يستخدم التأمين على السند كحماية أولية ولكن لاستكمال الأشكال الأخرى لتعزيز الائتمان.⁵

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 105.

² Fabozzi, Frank J. (2002) **Corporate Bonds**. In Fabozzi, Frank J. (éd). **Op. Cit.**, p. 260.

³ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod, **Op. Cit.**, p. 93.

⁴ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 106.

⁵ Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. **Op. Cit.**, p. 375.

2. تعزيزات الائتمان الداخلية:

تأتي تعزيزات الائتمان الداخلية في أشكال أكثر تعقيداً من تعزيزات الائتمان الخارجية، وقد تغير في خصائص التدفق النقدي للقروض حتى في غياب التخلف عن الدفع. الأشكال الأكثر شيوعاً لتعزيزات الائتمان الداخلية هي هياكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية «Senior-Subordinate Structures» وزيادة حجم التعزيز الائتماني «Overcollateralization» والاحتياطيات «Reserves»، حيث تستخدم هذه الأشكال سواءً بصفة فردية أو بصفة مشتركة وذلك وفقاً لأنواع القروض محل النقاش.

من المعروف أن عمليات التوريق تستخدم هياكل الدرجة الأولى/الدرجة الثانية لما يكون أداء الائتمان الأساسي قوياً تاريخياً، على اعتبار أن تعزيز الائتمان المطلوب يكون صغير نسبياً وهيكل الدرجة الأولى/الدرجة الثانية يوفر تنفيذ فعال. تتطلب الصفقات المدعومة بقروض منخفضة الجودة مستويات أعلى من التعزيز، وعادةً ما تستخدم مزيج من أشكال تعزيز الائتمان المذكورة أعلاه.¹

1.2. هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية «Senior-Subordinate Structure»:

سبق وأن وضحنا بأن هناك فئات سندات من الدرجة الأولى «Senior bond classes» وفئات سند تابعة أو من الدرجة الثانية «Subordinate bond classes». يتم إنشاء هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية لإتاحة التقسيم إلى شرائح ائتمانية، بحيث يشتمل هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية على شريحة واحدة من الدرجة الأولى وعلى الأقل شريحة تابعة أو من الدرجة الثانية.²

يقتضي هيكل الدرجة الأولى-الدرجة الثانية تبعية بعض فئات السند لفائدة إحرار تصنيف درجة استثمارية مرتفع بالنسبة لفئات سند أخرى في الهيكل. واستناداً إلى تحليل الضمان، ستقرر وكالة التصنيف كم من السندات بتصنيف ثلاثي A- يمكن إصدارها وكم من السندات بتصنيف ثنائي A-، وهكذا وصولاً إلى السندات غير المصنفة.

على سبيل المثال نفترض هيكل درجة أولى-درجة ثانية بضمان يقدر بـ 200 مليون \$ كالتالي:

القيمة الإسمية	النسبة المئوية	التصنيف الائتماني	فئة السندات
\$ 130 مليون	65 %	AAA	A
\$ 40 مليون	20 %	AA	B
\$ 20 مليون	10 %	BBB	C
\$ 10 مليون	5 %	غير مصنفة	D

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, pp. 107-108.

² Fabozzi, Frank J., and all. **Fixed income analysis. Op. Cit.** p. 311.

فئة السندات A هي فئة السندات من الدرجة الأولى. فئات السندات التابعة (من الدرجة الثانية) هي: B و C و D.

قاعدة تسجيل الخسائر هي كالآتي: على اعتبار تحقيق \$ 1 من الخسارة على الضمان، هذه الخسارة تطبق أولاً لفئة السندات D. عندما لا يكون هناك رصيد لفئة السندات D يتم تطبيق الدولار الموالي من الخسارة لفئة السندات C، ثم بعد ذلك فئة السندات B. وبعد ما يتم تصفية كل فئات السندات التابعة بسبب الخسائر، فإن الخسائر اللاحقة يتم تحقيقها من قبل فئة سندات الدرجة الأولى.¹

2.2. زيادة حجم التعزيز الائتماني «Overcollateralization»:

يشير زيادة حجم التعزيز الائتماني في الهيكل إلى الوضعية التي تكون فيها قيمة الضمان تفوق مبلغ القيمة الإسمية للأوراق المالية المتداولة المصدرة من قبل «SPV». على سبيل المثال، إذا تم إصدار أوراق مالية بقيمة إسمية تساوي 100 مليون \$ وعند الإصدار كان للضمان قيمة سوقية تعادل 105 مليون \$، فإن هناك 5 مليون \$ في زيادة حجم التعزيز الائتماني. مع مرور الوقت، فإن مبلغ زيادة حجم التعزيز الائتماني يتغير وذلك بسبب: (1) حالات التقصير و(2) استهلاك الدين (سداد الدين) و(3) التسديدات المسبقة. على سبيل المثال، نفترض أنه بعد سنتين على عملية الإصدار، القيمة الإسمية للأوراق المالية المتداولة هي 90 مليون \$ وقيمة الضمان في ذلك الوقت هي 93 مليون \$، بالتالي فإن زيادة حجم التعزيز الائتماني هو 3 مليون \$ (93 مليون \$ - 90 مليون \$).

يمثل زيادة حجم التعزيز الائتماني شكل من أشكال تعزيز الائتمان الداخلي بسبب إمكانية استخدامه لامتناس الخسائر. فعلى سبيل المثال، إذا كان التزام الهيكل (أي القيمة الإسمية لكل فئات السندات) تساوي 100 مليون \$ وقيمة الضمان هي 105 مليون \$، إذاً فإن أول 5 ملايين \$ للخسائر لن تؤدي إلى خسارة بالنسبة لأي فئة من فئات السند في الهيكل.²

3.2. الأموال الاحتياطية «Reserve Funds»:

تأخذ الأموال الاحتياطية شكلين اثنين: أموال احتياطية نقدية «Cash Reserve Funds» وفائض هامش الخدمة «Excess Servicing Spread». الأموال الاحتياطية النقدية عبارة عن ودائع مباشرة من النقد الناتج عن حصيلة الإصدار، حيث أنه في هذه الحالة يتم إيداع جزء من حصيلة الاكتتاب للمعاملة في حساب

¹ Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. **Op. Cit.**, p. 108.

² Fabozzi, Frank J., and all. **Fixed income analysis. Op. Cit.**, p. 311.

صندوق مالي يستثمر عادةً في أدوات السوق النقدي. تستخدم الأموال الاحتياطية النقدية عادةً بالاشتراك مع بعض أشكال تعزيز الائتمان الخارجي.

تقتضي حسابات فائض هامش الخدمة تخصيص الهامش الفائض «Excess spread» أو النقد في حساب احتياطي منفصل بعد سداد صافي القسيمة ورسم الخدمة وكل المصاريف الأخرى على أساس شهري. على سبيل المثال، نفترض أن المتوسط المرجح لسعر الفائدة على مجموعة من القروض الإجمالي «Gross WAC» هو 7,75% وخدمة القرض والرسوم الأخرى هي 0,25% وصافي المتوسط المرجح لسعر الفائدة على مجموعة من القروض «Net WAC» هو 7,25%. هذا يعني بأن هناك فائض خدمة بـ 0,25%. المبلغ في حساب الاحتياطي سيزيد بصفة تدريجية ويمكن استخدامه لسداد الخسائر المستقبلية المحتملة. هذا الشكل من أشكال تعزيز الائتمان يقوم على فرضية أن حالات التقصير نادراً ما تحدث في الزمن المبكر جداً من عمر القرض، لكن تزيد تدريجياً في السنتين إلى الخمس سنوات الموالية.¹

¹ Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. **Op. Cit.**, p. 375.

المبحث الثالث: مزايا التوريق بالنسبة للأسواق المالية والاقتصاد

منذ بداية التسعينات إلى غاية سنة 2007 كان التوريق يعد بمثابة هيكل التمويل المعتاد بالنسبة للقروض الرهنية العقارية السكنية، كما كان شائعاً في السوق بالنسبة لقروض الشركات ومستحقات بطاقات الائتمان وقروض السيارات والقروض الرهنية العقارية التجارية. لكن هناك تساؤلات حول المساهمة التي قدمها التوريق إلى الأسواق المالية وإلى الاقتصاد بسبب المشاكل التي تم توثيقها فيما يتعلق بتوريق فئة واحدة من الأصول ألا وهي: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر «Subprime Mortgages»، حيث أن العواقب الاقتصادية الكارثية لهذا القطاع من سوق التوريق بدأت كهاجس مخاطر ائتمان تعلق بمقترضي القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر، في جويلية 2007، امتد إلى مخاوف ائتمانية في أسواق الإقراض الأخرى. وبحلول خريف 2007 أثيرت قضايا تتعلق بالسيولة، ثم كانت هناك مخاوف بشأن تأثير أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي في أواخر 2007.

سينصب تركيزنا في هذا المبحث على مزايا التوريق بالنسبة للأسواق المالية للدول وللإقتصاد، في حين سنركز في المبحث الموالي على الانشغالات والمخاوف المرتبطة بالتوريق. فيما يتعلق بالمزايا سنناقش ثلاث جوانب للتوريق: (1) الأثر على تكاليف التمويل بالنسبة للمقترضين؛ (2) الأثر على الوساطة المالية؛ و(3) الأثر على الإقتصاد.

المطلب الأول: التوريق وتكاليف التمويل

سبق وأن تعرضنا في المبحث الأول من هذا الفصل إلى دوافع توريق الأصول، وذكرنا بأن أحد هذه الدوافع هو تخفيض تكاليف التمويل. لمناقشة ذلك نطرح التساؤل التالي: هل توريق الأصول يزيد في قيمة الشركة؟

في الحقيقة، إن توريق الأصول يفكك الشركة إلى مجموعة من الأصول المالية المتنوعة أو إلى تيارات تدفقات نقدية، بحيث يتم فصل البعض من تلك المجموعات الجزئية المتنوعة من الأصول المالية عن الدائنين العامين (أي الدائنين غير المضمونين) للمنشئ ويستفيد فقط المستثمرون في الأوراق المالية المصدرة المدعومة بأصول. في غياب توريق الأصول، كل مستثمر لديه مخاطرة في تركيبة الشركة غير المرتبة في مجملها. هناك بطبيعة الحال مقرضون مضمونون «Secured lenders» أين حقوقهم مدعومة بضمان خاص، لكن في نفس الوقت نجد بأن قيمة هذا الضمان هي عرضة للتآكل من قبل مخاطر الأعمال العامة للكيان. فهل تجزئة التدفق النقدي للشركة ومنح حاملي سندات دين معينين مركز أولوية على حساب حاملي سندات دين آخرين يخدم هدف اقتصادي ما؟ إذا كانت هناك أي أفضلية لهذه الفئة الخاصة من حاملي

سندات الدين مع أولوية على الحقوق لأصول مالية معينة، فهل هي على حساب المستثمرين الآخرين في الشركة، ومن ثم تجميع صورة المخاطرة - العائد لمختلف هذه الأنواع من المستثمرين هو فقط المجموع لقيمة الشركة بدون التوريق؟¹

أولاً: حجة الموازنة (المراجعة) الهيكلية

يرتكز التوريق على مبدأ أساسي مفاده أن هناك موازنة* «Arbitrage» في المخاطرة إلى العائد تعمل على تقسيم التدفقات النقدية إلى شرائح، ونتيجة لذلك فإن مجموع الأجزاء يختلف عن الكل. يضم المشاركون في الأسواق المالية مستثمرين باحتياجات مختلفة لتلبية أهدافهم الاستثمارية وبالتالي رغبات مختلفة في المخاطرة والعائد. إذاً، فإن تجزئ صور التعرض المختلفة لمخاطر الائتمان ومخاطر أسعار الفائدة بإعطاء أفضليات لمختلف المستثمرين الذي يتم من خلال الهيكلية في عملية التوريق يعود بالنفع على الاقتصاد.

في الأساس، يعتبر هيكل رأس المال للشركة في حد ذاته دليل على كفاءة موازنة الهيكلية، فإذا لم تكن هناك كفاءة في إنشاء حقوق (ديون) الشركة بأولويات مختلفة سيكون لدينا حقوق عادية مشتركة على أصول الشركة. وعليه، فإنه إذا كان نظام حشد الأولويات في هيكل رأس المال له قيمة اقتصادية في حد ذاته فإن التوريق ببساطة يحمل هذه الفكرة إلى أبعد من ذلك.

تقتني أداة الموازنة الأصول المالية وتمول الاقتناء عن طريق إصدار أوراق مالية مدعومة بأصول، وبذلك تحدث ربح موازنة في العملية. ومع أنه ليس هناك من سبب كي يكون المتوسط المرجح لتكلفة التمويل أقل من متوسط العائد المرجح من الأصول المقتناة، فإن السوق يثبت بأن هناك مراجعة متضمنة في ترتيب المخاطر في حافظة الأصول.

يعتبر مبدأ الموازنة الهيكلية واحد من أساسيات التوريق، وبينما تم التشكيك في هذا من قبل المنظرين فقد تم ملاحظته بوضوح تام في السوق، حيث يستدل "Schwarz, 2002" بأن التوريق يعمل على تخفيض تكاليف التمويل، ومن ثم فهو ليس مباراة ذات مجموع صفري** «zero-sum game»، حيث تستند حججه على المنطق الاقتصادي للإقراض المضمون: بسبب أن الإقراض المضمون بالتعريف يضع المقرض

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 277-279.

* الموازنة أو المراجعة «Arbitrage» هي استراتيجية استثمار تنطوي على الشراء والبيع المترام لأصلين اثنين من أجل الاستفادة من السعر الصغير أو تفاوتات المعدل. الهدف من هذه الاستراتيجية هو توليد ربح مع حد أدنى من المخاطر؛ الموازنة الحقيقية هي بدون مخاطر.

** تصف مباراة المجموع الصفري «zero-sum game» الحالة التي يكون فيها ربح أو خسارة مشارك ما مساوياً بالضبط إلى مجموع الخسائر والمكاسب للمشاركين الآخرين. إذا كانت المكاسب الإجمالية للمشاركين يتم إضافتها والخسائر يتم طرحها فإن المجموع سينتهي إلى نقطة الصفر.

المضمون في الأولوية أمام المقرض غير المضمون، فإن التكاليف يتم خفضها. ويستدل "Schwarz" كذلك بأن التوريق يسمح للشركة بالدخول إلى سوق رأس المال مباشرة، وبالتأكيد التمويل عن طريق سوق رأس المال هو أكثر كفاءة من التمويل عن طريق الوسطاء الماليين، فبينما يؤدي الوسطاء الماليون وظيفة هامة من حيث خلق الائتمان وتخصيص رأس المال فإن التمويل ينبغي أن يأتي من حيث يأتي في النهاية، أي الأسر.¹

ثانياً: حجة الرافعة المالية المتزايدة

في أعقاب إفلاس شركة «Enron» عام 2001، كان هناك تركيز متزايد على التوريق نظراً للدور الذي تلعبه أدوات الغرض الخاص «SPV» التي تم استخدامها. نشرت «Moody's» رؤيتها في منظور موديز «Moody's Perspective» 1987-2002: التوريق وأثره على القوة الائتمانية للشركات. في هذه الورقة طرحت موديز تساؤلاً عما إذا كان التوريق يتيح الوصول إلى التمويل ذو التكلفة المنخفضة؟ وقدمت الرد التالي:

ليس حقيقة. الكثيرون في السوق يعتقدون بأن التوريق يوفر "تمويل رخيص" لأن التسعير على الديون التي يتم إصدارها في معاملة التوريق هو في العادة منخفض مقارنة بالتسعير على عمليات الاقتراض غير المضمون للشركات. مع ذلك، فإن توريق الديون هو على العموم مدعوم بأصول عالية الجودة وأموال نقدية محتفظ بها على سبيل أموال احتياطية، وقد يكون معززاً بزيادة حجم التعزيز الائتماني. هذا يعني أن التسعير المنخفض نسبياً يأتي على حساب توفير تعزيز الائتمان لدعم توريق الديون.

في حين قد يكون صحيح أن تعزيز الائتمان باستخدام زيادة حجم التعزيز الائتماني أو أي آلية أخرى هو تكلفة ملازمة لمعاملة التوريق، لكن ما هو مهم فهمه هو طبيعة تعزيز الائتمان. في تمويل الشركة النموذجي، لأن المكتتبين في رأس المال هم أول خسارة رأس المال للشركة، فإن حقوق الملكية «Equity» هي تعزيز الائتمان بالنسبة للمقرضين إلى الشركة. إن امتداد هكذا تعزيز ائتمان في أموال الشركة النوعية، ذلك هو الأنسب للشركة من حيث نسب الرفع المالي، وهو على العموم (أي تعزيز الائتمان) محدد إما عن طريق ممارسات الإقراض أو في حالة الكيانات المنظمة مثل البنوك، عن طريق المتطلبات التنظيمية. وهذا قد يجبر الشركة على الاحتياج إلى تعزيزات ائتمانية أعلى بكثير في شكل حقوق ملكية. بالمقابل، في عملية

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. *Op. Cit.*, pp. 279-280.

التوريق يكون تعزيز الائتمان المتطلب مرتبط مباشرة بالخسائر المتوقعة في الحافطة، وبالتالي مخاطر حافطة الأصول المالية.

إذا تم التصديق بصحة أن حقوق الملكية هي مصدر التمويل الأكثر كفاءة مقارنةً بتمويل الديون، فإن متطلبات الرفع المالي الأعلى المنسوبة إلى الإقراض التقليدي للشركات في صناعة ما أو من خلال متطلبات رأس المال التنظيمي تفرض متوسط مرجح لتكاليف التمويل مرتفع على الشركة. وبالتالي يكون الرفع المالي الأكبر مسموحاً باستخدام التوريق، إذاً، تكلفة تمويل منخفضة، أو تماثلها يمكن تحقيق عائدات أعلى على حقوق الملكية.¹

المطلب الثاني: التوريق والوساطة المالية

سنحاول في هذا المطلب إلقاء نظرة فاحصة على فكرة أن التوريق أنتج اللوساطة المالية وأن هناك مزايا اقتصادية متولدة عن اللوساطة المالية. الحجة في ذلك أن الشركات المقترضة يمكنها الحصول على الأموال مباشرة من أسواق رأس المال عوض الحصول عليها من الوسطاء الماليين مثل البنوك.

لنفترض وجود سوق مالية بدون سوق دين عام. هذا يعني أنه لا توجد سوق لإقراض الشركات عن طريق إصدار السندات. في غياب سوق الدين العام «public debt market»، كل المعاملات المالية التي تنطوي على اقتراض الشركات تتم مباشرة مع المقرض. لنفترض كذلك بأن المقرضين المحتملين هم مستثمرون فرديون بحيث لا يكون هناك مجال لأي وسطاء ماليين، وبالتالي حسب هذا السيناريو ستكون هناك علاقة إقراض-اقتراض مباشرة ما بين المستثمرين الفرديين والشركة المقترضة. ينبغي أن تتوفر في المستثمر الفردي القدرة على تحليل الوضع المالي للشركة وإعداد الوثائق القانونية للقرض، وخدمة القرض، وعند إدخال المقرض بأدائه اتخاذ الإجراءات القضائية لتحصيل أصل القرض القائم والفائدة غير المسددة الخاصة بالقرض. الأكثر توقعاً، أنه لن يكون للمستثمر الفردي الكفاءة لأداء هذه الخدمات، وبالتالي عليه إشراك طرف ثالث للقيام بهذه الأنشطة مقابل دفع رسوم لأجل الحصول على هذه الخدمات. علاوة على ذلك، يجب أن يكون لدى المقرض أموال كافية لتوفير كامل المبلغ من الأموال المطلوبة من قبل المقرض والموافقة على قبول كامل مخاطر الائتمان. بطبيعة الحال، بإمكان المقرض إشراك أفراد آخرين كجزء من مجموعة الإقراض للحصول على مجمع أكبر من الأموال التي يمكن إقراضها، فضلاً عن توزيع مخاطر الائتمان والتكاليف الأخرى المرتبطة بالقرض ما بين أعضاء المجموعة.

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. *Op. Cit.*, pp. 280-281.

في ظل عالم بدون أسواق دين عام ووسطاء ماليين، هناك في الأساس على الأقل ثلاث مشاكل: صعوبة ذات نمط معاملاتي، وصعوبة إعلامية، ومخاطر محسوسة. تنشأ الصعوبة الأولى لأن المستثمر الفردي قد لا تكون لديه الأموال الكافية لتلبية احتياج المقرض من حيث المبلغ المطلوب ولا يمكن أن يكون الانتفاع من القرض المأمول من قبل المقرض يتلاءم مع ما بإمكان المستثمر الفردي منحه. وهناك صعوبة معلومات لأن المستثمر الفردي قد لا يكون مؤهلاً لتقييم الجدارة الائتمانية للمقرض. وأخيراً، فإن تصور المستثمر الفردي للمخاطرة المرتبطة بالقرض سيكون مرتكزاً فقط على مخاطرة الائتمان للمقرض مع عدم وجود فرصة لتتبع تلك المخاطرة على مقترضين آخرين.

إنه بسبب هذه العيوب المرتبطة بإقراض المستثمرين الفرديين للشركات تنشأ الحاجة إلى الوسطاء الماليين. يجمع الوسيط المالي الأموال من المستثمرين الفرديين ليستخدمها فيما بعد في إقراض الشركات والأفراد، وبالتالي يمكنه استيعاب الطلب لعدد أكبر من الأموال مقارنة بمسثمر فردي نموذجي.¹

يقدم الوسطاء الماليون واحدة أو أكثر من الوظائف الاقتصادية الثلاثة التالية:²

(1) **وساطة الاستحقاق «Maturity intermediation»:** يستطيع الوسيط المالي كالبنك مثلاً تقديم قروض بأجال زمنية تستجيب لاحتياجات المقرضين، الأمر الذي يصعب على المستثمر الفردي فعله، حيث يعمل الوسيط المالي على إعداد قروض بمجموعة آجال استحقاق على الرغم من واقع أن الحقوق التي يصدرها على نفسه قد تكون قصيرة الأجل. فعلى سبيل المثال، يستطيع بنك اقترض أموال عن طريق إصدار شهادات إيداع أين تكون آجال الاستحقاق من ستة أشهر إلى خمس سنوات وحتى إدارة فترة تعرضها للمخاطر بحيث تكون قادرة على إصدار قروض بنكية من ثلاث أشهر إلى عشر سنوات. هذا الدور المنجز من قبل الوسطاء الماليين الذي يشار إليه بوساطة الاستحقاق له أثرين اثنين على الأسواق المالية: يتمثل الأول في تقديمه للمقرض المزيد من الخيارات فيما يتعلق بأجال استحقاق قروضهم، وللمستثمرين المزيد من الخيارات فيما يتعلق بأجال استحقاق استثماراتهم، والمقرضون يكون لديهم خيارات أكثر بالنسبة لطول التزامات ديونهم. والثاني يتمثل في تخفيض تكاليف الاقتراض، فبينما قد يكون المستثمر الفردي متردداً في التعهد بأموال لفترة طويلة من الزمن، وبالتالي تحميل المقرض تكلفة مرتفعة بسبب تمديد تاريخ الاستحقاق، فإن الوسيط المالي على استعداد لتقديم قروض على المدى الطويل بتكلفة أقل للمقرض، ومنه يتم خفض تكلفة الاقتراض.

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 281-283.

² Drake, Pamela Peterson., Fabozzi, Frank J. (2010) **The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management.** New Jersey (USA): John Wiley & Sons, pp. 20-22.

(2) **تقليل المخاطر عن طريق التنوع:** يجد المستثمرون الأفراد، الذين لديهم مبالغ صغيرة للاستثمار، صعوبة في تحقيق التنوع، غير أنه عبر الاستثمار في الوساطة المالية يمكن للمستثمرين الأفراد تحقيق تنوع فعال من حيث التكلفة.

(3) **تخفيض تكاليف التعاقد ومعالجة المعلومات:** يحتفظ الوسطاء الماليون بموظفين للتكفل بالمهام المرتبطة بمنح القروض، ويشار إلى التكاليف المترتبة عن هذه المهام بتكاليف معالجة المعلومات، والتي يمكن القيام بها بكفاءة أكبر من قبل الوسطاء الماليين مقارنةً بالمستثمرين الفرديين، أما تكاليف تحرير عقود القروض وتنفيذ شروط اتفاقية القرض فيشار إليها بالتكاليف التعاقدية، وهي الأخرى يمكن القيام بها بكفاءة أكبر من قبل الوسطاء الماليين مقارنةً بالمستثمرين الفرديين، وهذا كله يخفض تكاليف الاقتراض لأولئك الذين يسعون للحصول على الأموال.

لنحاول مناقشة كيف يمكن للتوريق أداء هذه الأدوار، حيث سنبحث أولاً وساطة الاستحقاق. كما أوضحنا، فإنه يمكن استخدام مجمع الأصول لإنشاء أوراق مالية مدعومة بأصول «ABS» بمجموعات آجال استحقاق مختلفة. على سبيل المثال، يمكن استخدام مجمع من قروض رهنية عقارية سكنية لـ 30 سنة في إنشاء أوراق مالية بآجال استحقاق تكون قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل. يكون التنوع ضمن نوع الأصول محقق نظراً لعدد القروض الكبير في عملية توريق نموذجية. وأخيراً، فإن تكاليف التعاقد ومعالجة المعلومات مؤمنة في توريق الأصول، حيث يتم التكفل بتكاليف التعاقد من قبل منشئ القروض، بينما معالجة المعلومات تكون مؤمنة عند مستويين: الأول هو عندما يتم إنشاء القرض، والثاني هو عندما تصنف وكالة التصنيف الأوراق المالية المدعومة بأصول فردية في المعاملة.

هناك نشاط واحد يتم إنجازه من قبل بعض الوسطاء الماليين والذي لا يتم تعويضه بواسطة التوريق. الأوراق المالية المدعومة بأصول التي تم إنشاؤها من معاملة التوريق لا يزال يتعين توزيعها على الجمهور والإبقاء على السوق الثانوية. تقنياً، فإن توزيع الأوراق المالية والإبقاء على السوق الثانوية ليس دوراً لوسيط مالي قائم على الصندوق، بل بالأحرى هو الدور الذي لعبته البنوك الاستثمارية. ومع انتقال المزيد من الشركات من الاقتراض من الوسطاء الماليين، فإن دور الاكتتاب الذي تؤديه البنوك الاستثمارية سيزيد، في حين سيتراجع دورها كجهات مقرضة. هذا الاتجاه معزز من كلا جانبي الأصول والخصوم للميزانية العمومية للوسطاء الماليين، فالمزيد من المال هو في انتقال من الودائع التقليدية نحو الأنماط المؤسسية للدخار مثل صناديق الاستثمار المشتركة «Mutual funds»، وبالتالي فإن الوسطاء الماليين ينشؤون ويوزعون الأصول أكثر من احتفاظهم بها ضمن ميزانياتهم العمومية.

إذن، مع التوريق ستتغير أنواع الرسوم المتولدة بواسطة الوسطاء الماليين وسيتم استبدال دخل الرسوم من القروض والتكاليف المقابلة المحتسبة في منح قروضهم (التي هي مدمجة في سعر الفائدة على القرض) برسوم خدمة وتوزيع وصناعة السوق.¹

المطلب الثالث: فوائد التوريق في الاقتصاد

يعتبر التوريق ضروري لأي اقتصاد شأنه شأن الأسواق المالية المنظمة، لأن النتيجة النهائية لعملية التوريق المهيكلة بشكل صحيح هي إنشاء أوراق مالية قابلة للتداول مع سيولة أفضل للحقوق المالية، التي لولا عملية التوريق لبقيت صفقات ثنائية ولما أصبحت سائلة بدرجة عالية. فعلى سبيل المثال، هناك عدد قليل جداً من الأفراد الذين هم على استعداد للاستثمار في القروض الرهنية العقارية السكنية أو قروض الشركات أو قروض السيارات، في حين نجدهم على استعداد للاستثمار في الأوراق المالية المدعومة بأنواع القروض هذه. فبجعل الأصول المالية قابلة للتداول على هذا النحو، فإن التوريق سيعمل على: أولاً، خفض تكاليف الوكالة مما يجعل الأسواق المالية أكثر كفاءةً، وثانياً، تحسين السيولة للحقوق المالية الأساسية مما يقلل من مخاطر السيولة في النظام المالي.

وجد عدد من الباحثين، أمثال " Hendershott & Shilling, 1989; Sirmans & Benjamin, 1990; " and Jameson & Dewan & Sirmans, 1992"، بأن توريق القروض الرهنية العقارية السكنية قد خفض من أسعار الفائدة المسددة من قبل المقترضين. وأفاد كل من "Lucas & Goodman & Fabozzi, 2007" بأن توريق القروض التجارية والصناعية لأجل الأوراق المالية المضمونة بقروض «CLOs» لم يساعد فقط على تغذية نمو سوق القرض المؤسسي لكن قلص من دور البنوك كمقرضة.²

حالة سوق الولايات المتحدة الأمريكية لتمويل الإسكان:

في العقود الأولى من فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، الجزء الأكبر من القروض الرهنية العقارية السكنية تم إنشاؤه والاحتفاظ به ضمن محافظ مؤسسات الإيداع (وبدرجة أقل في محافظ شركات التأمين). وبحلول سنة 1950 احتفظت مؤسسات الإيداع بما يقرب من 50% من هذه القروض، أين 20% منها تم الاحتفاظ بها من قبل مؤسسات الادخار والإقراض «savings and loan associations (S&Ls)». وبحلول منتصف السبعينيات ارتفعت حصة مؤسسات الإيداع إلى 64%، أين حازت «S&Ls» على 37%.

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. *Op. Cit.*, pp. 283-284.

² *Ibid.*, p. 285.

كان بالتالي عرض الأموال بالنسبة للسوق الرهنية العقارية السكنية يتوقف على قدرة مؤسسات الإيداع، وعلى وجه الخصوص «S&Ls»، في جمع الأموال والاحتفاظ بالقروض الرهنية العقارية السكنية التي أنشأتها في محافظ قروضها. مع ذلك، تم تشجيع مؤسسات الإيداع عن طريق التشريع والتنظيم للحد من مساعي الإيداع وأنشطة الإقراض نحو أسواقها المحلية للإسكان. في ظل هكذا قيود فإنه يمكن ارتكاب تخصيص سيئ للموارد على مستوى سوق رهنية عقارية سكنية متطورة، كأن يكون لبعض المناطق فائض عرض أموال ومعدلات رهنية عقارية منخفضة وأخرى نقص ومعدلات رهنية عقارية مرتفعة.

دخل مشارك جديد تمثل في بنك القروض الرهنية العقارية. فبخلاف صناديق الادخار والبنوك التجارية فإن بنوك القروض الرهنية العقارية لم توفر الأموال من تلقي الودائع، وبدلاً من ذلك قامت بإنشاء القروض الرهنية العقارية وبيعها، ليس فقط لشركات التأمين، ولكن لصناديق الادخار الباحثة عن توظيفات بضمان الرهن في أجزاء أخرى من البلاد. بدأ هذا وكأنها سوق مترنة، جاعلة المعدلات الرهنية في كل أنحاء البلاد جد متقاربة مع الحد من العجز في أموال الرهن العقاري في المناطق عالية الطلب من البلاد.

عملت السوق الرهنية العقارية على هذا النحو إلى غاية نهاية الستينيات، لكن كان هناك عيب جوهري تمثل في اعتماد السوق على الأموال المتاحة من صناديق الادخار والبنوك، سواء كانت محلية أو وطنية. إلا أنه في أواخر الستينيات (وهي فترة اقتصادية تميزت بتضخم مرتفع وتقلبات في أسعار الفائدة) أدت اللوساطة (أي مع سحب الأموال من مؤسسات الإيداع) الناجمة عن تسقيف أسعار الفائدة المفروضة على مؤسسات الإيداع إلى انخفاض في الأموال المتاحة لكل مؤسسات الإيداع. وللتصدي لذلك (أو على الأقل التخفيف من هذا المشكل)، احتاج البلد إلى سوق رهنية عقارية سكنية، لا تكون معتمدة على المؤسسات المتلقية للودائع. يمكن أن يتحقق ذلك فقط من خلال تطوير سوق ثانوية رهنية عقارية قوية، أين المجموعات الاستثمارية غير المؤسسات المتلقية للودائع وشركات التأمين ستجدها جذابة لعرض الأموال.

كان المشكل وكأنه أداة استثمار، فالقروض الرهنية العقارية السكنية كانت أقل جاذبية وذلك لثلاث أسباب: أولاً، كانت لا تتسم بالسيولة. ثانياً، الاحتفاظ فقط ببعض القروض الرهنية العقارية السكنية وعدم السماح بالتنوع يعرض المستثمر إلى مخاطر ائتمان معتبرة. ثالثاً، اقضاء مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، جراء عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المنسوبة إلى مخاطر السداد المسبق، فإن القروض الرهنية العقارية السكنية كانت أقل جاذبية للمؤسسات المالية من منظور الأصول والخصوم.

بما أن الديون الرهنية العقارية السكنية هي السوق الأكبر للديون في العالم، وبالنظر إلى عدم الرغبة الشديدة في العقارات الاستثمارية طويلة الأجل بقروض رهنية عقارية سكنية ذات معدلات ثابتة بالنسبة للمؤسسات الاستثمارية الأمريكية وغير الأمريكية، فإن التحدي كان في إنشاء منتج استثماري أكثر جاذبية.

تم ذلك عن طريق حيازة القرض الرهني العقاري السكني الفردي واستخدامه في إنشاء منتجات متنوعة من الأوراق المالية المدعومة بقروض رهنية عقارية، حيث يتمثل المنتجان الرئيسيان في: الأوراق المالية بتدفقات متماثلة «Pass-Through Securities» والأوراق المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية «Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)».

يتم إنشاء الورقة المالية بتدفقات متماثلة عندما يقوم مقرض واحد أو أكثر للقروض الرهنية العقارية بتشكيل مجمع من القروض الرهنية العقارية وبيع شهادات مساهمة أو مشاركة في المجمع. يمكن أن يتألف المجمع من عدة ألوف أو فقط بعض القروض الرهنية العقارية، بحيث يكون لحامل الشهادة، كل شهر، حصة نسبية من التدفق النقدي المتولد عن طريق مجمع القروض الرهنية العقارية. أول ورقة مالية «Pass-Through» تم إنشاؤها من قبل «Ginnie Mae» سنة 1968. ولأن الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري لـ «Ginnie Mae» مدعومة بكامل القوة والأثر لحكومة الولايات المتحدة فإن المستثمرين لا يفترض أن يكونوا معنيين بمخاطر الائتمان.

يفضل المستثمرون الاستثمار في جزء من مجمع قروض رهنية عقارية على الاستثمار في القرض الرهني العقاري السكني الموحد، تماماً كما يفضل المستثمرون حيازة حافظة متنوعة من الأسهم بدلاً من سهم فردي، حيث تعرض القروض الرهنية العقارية السكنية الفردية المستثمر للمخاطرة الفريدة أو غير المنتظمة «Unique (or Unsystematic) risk» والمخاطرة المنتظمة «Systematic risk». المخاطر هي أن مالك المنزل سيلجأ إلى السداد المسبق للقرض الرهني العقاري عند هبوط أسعار الفائدة و/أو أن المقترض قد يعجز عن سداد القرض.

مخاطرة السداد المسبق غير المنتظمة هي مخاطرة لتغير سلبي في السرعة التي يتم بها إجراء التسديدات المسبقة والتي تكون غير منسوبة إلى تغير في أسعار فائدة القروض الرهنية العقارية. أما مخاطرة السداد المسبق المنتظمة فهي تغير غير ملائم في التسديدات المسبقة منسوبة إلى التغير في أسعار فائدة القروض الرهنية العقارية. الاستثمار في مجمع متنوع من القروض الرهنية العقارية السكنية في شكل ورقة مالية «Pass-Through» يقلل معظم المخاطر غير المنتظمة ويترك فقط المخاطر المنتظمة. ميزة مهمة أخرى للورقة المالية «Pass-Through» تكمن في كونها أكثر سيولة من قرض رهني عقاري فردي أو من مجمع غير موزع من القروض الرهنية العقارية.

حتى بعد تخفيض مخاطر السيولة والقضاء على مخاطر الائتمان لا تزال هناك مخاطرة واحدة يتم التعامل معها عندما تكون القروض الرهنية العقارية السكنية التابعة للمجمع طويلة الأجل بمعدل فائدة ثابت،

ألا وهي مخاطرة السداد المسبق (مخاطر الانكماش* «Contraction risk» ومخاطر التمديد** «Extension risk»). عند الاستثمار في الأوراق المالية «Pass-Through»، أين المجمعات الرئيسية تكون مكونة من قروض رهنية عقارية سكنية طويلة الأجل بمعدلات ثابتة، فإن بعض المؤسسات المستثمرة تكون معنية بمخاطر التمديد بينما الآخرون عليهم التعامل مع مخاطر الانكماش. كما تم توضيحه في المبحث الثاني من هذا الفصل، فقد تم التخفيف من هذه المسائل بالنسبة لبعض المؤسسات المستثمرة من خلال: (1) تجميع الأوراق المالية «Pass-Through» في مجمع؛ و(2) إعادة توجيه التدفقات النقدية لمجمع أوراق «Pass-Through» نحو مختلف فئات السندات لإنشاء أوراق مالية بصور مختلفة من التعرض لمخاطر السداد المسبق ومخاطر أسعار الفائدة (أي فئات سندات في «CMO»). سيكون لهذه الأوراق المالية إذن صور مختلفة للمخاطرة والعائد مقارنةً بالأوراق المالية «Pass-Through» التي منها تم إنشاؤها.

إن إنشاء الورقة المالية المضمونة بـ: قروض/أوراق مالية رهنية «CMO» لم يقضي على مخاطرة الدفع المسبق، بل وزع فقط مختلف أشكال هذه المخاطرة ما بين فئات مختلفة من حاملي السندات. كما هو موضح في المبحث الثاني، فإن الابتكار المالي المهم لـ «CMOs» كان يكمن في كون فئات السندات المنشئة كانت أكثر جاذبية لمجمل مستثمري السندات وذلك لأن: (1) بعض فئات السندات تلبى إلى حد كبير جداً احتياجات الأصول أو الخصوم للمستثمرين و(2) بعض فئات السندات تعتبر أكثر كفاءةً للمستثمرين الذين يسعون إلى اتخاذ موقف هجومي «Aggressive position» في سوق القروض الرهنية العقارية من خلال الاستفادة من التحركات المتوقعة في أسعار الفائدة والتسديدات المسبقة. خلاصة القول هي أن فئات السندات التي تم إنشاؤها في «CMO» وسعت من الطلب على المنتجات المدعومة بقروض رهنية عقارية إلى مستثمري الدخل الثابت التقليديين.

الدور الرئيسي الذي لعبه التوريق في تطوير سوق تمويل الإسكان واضح، فعبّر عملية التوريق كانت تستخدم أداة تمويل جذابة لمقتني المنازل (أي القروض الرهنية العقارية طويلة الأجل بمعدل ثابت) لإنشاء أوراق مالية تروق لجهات الاستثمار المؤسسية في كل أنحاء العالم.¹

* هي المخاطرة التي يواجهها حامل الورقة المالية ذات الدخل الثابت عند زيادة المقترضين المعدل الذي عنده يسددون القيمة الاستحقاقية للورقة المالية ذات الدخل الثابت. مخاطرة الانكماش هي مكون لمخاطرة الدفع المسبق الذي يزيد مع انخفاض أسعار الفائدة.
** هي مخاطرة التمديد في فترة الاستحقاق المتوقعة للورقة المالية بسبب التباطؤ في التسديدات المسبقة. وهي في الأساس نتيجة الارتفاع في أسعار الفائدة وتترافق عموماً مع الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري.

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. *Op. Cit.*, pp. 285-288.

المبحث الرابع: الانشغالات المتعلقة بآثار التوريق على الأسواق المالية والاقتصاد

استعرضنا في المبحث السابق فوائد التوريق بالنسبة للأسواق المالية وللاقتصاد. في هذا المبحث سنتناول أهم الانشغالات المتصلة بعملية التوريق التي تم تحديدها من قبل المنظمين والاقتصاديين. هذه الانشغالات هي:

- التقليل من فعالية السياسة النقدية.
- التأثير السلبي على البنوك.
- التساهل في معايير الاكتتاب والأوراق المالية سيئة التصميم.
- ازدياد غموض مخاطر البنوك.

المطلب الأول: 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 بـ 55%، وبحلول 2006 انخفضت هذه النسبة إلى 25%. أهم العوامل الرئيسية التي ساهمت في تدني حصة البنوك من إجمالي الائتمان كانت التوريق، إضافة إلى عولمة موارد الائتمان وابتكار المنتجات المالية. والنتيجة كانت حصة متزايدة للائتمان المقدم مباشرة عبر أسواق رأس المال إلى المستهلكين والشركات.¹

سيطرت ظاهرة التوريق في بداية الأمر في أسواق القروض الرهنية العقارية السكنية الأمريكية. بحلول أواخر السبعينات تم توريق نسبة لا يستهان بها من القروض العقارية السكنية، 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. منذ عام 1980 لوحظ نمو كبير في عدد الداخلين الجدد إلى أسواق التوريق، متضمناً هذا النمو عدداً أكثر من المشاركين المنتمين إلى القطاع الخاص، كما لوحظ تعدد أكبر للأصول التي يجري توريقها واتساع اتجاهات التوريق دولياً.²

في 1992، وفي الوقت الذي اعترف فيه بنك التسويات الدولية «BIS» بالمزايا المتوقعة للتوريق، فإنه أعرب كذلك عن المخاوف التي يمكن أن تكون مقابل تلك المزايا. هذه المخاوف أو الانشغالات هي أبعد ما تكون من تلك التي تم تحديدها من قبل بنك التسويات الدولية كانشغالات تنظيمية. الانشغال الكبير

¹ Jones, David M., Rachlin, Ellen J. **Monetary Policy: How the Fed Sets, Implements, and Measures Policy Choices.** In Fabozzi, Frank J. (ed.). **Op. Cit.**, p. 34.

² Estrella, Arturo. (2002) **Securitization and the Efficacy of Monetary Policy.** Economic Policy Review, May 2002, Vol. 8, No. 1, p. 3. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=831926>.

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 أصول مالية وخصوم أقل محتفظ بها لدى البنوك. هذا يمكن أن يجعل من تنفيذ السياسة النقدية من قبل السلطات النقدية أكثر صعوبة. 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 المنشئة.

على المستوى النظري هناك العديد من النظريات التي من خلالها قدم الاقتصاديون شرح لتأثير التوريق على السياسة النقدية. حدد "Bernanke & Gertler, 1995" قناتين من خلالهما يمكن للتوريق التأثير على السياسة النقدية: قناة الإقراض المصرفي وقناة الميزانية العمومية. كلا النظريتان تقومان 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 واتصلاً بالتوريق هي نظرية قناة الإقراض المصرفي.¹ 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, 2003» بأن أنشطة التغطية الوقائية (التحوط) للقروض الرهنية العقارية بالنسبة للكيانين اللذين ترعاهما الحكومة «Fannie Mae» و«Freddie Mac» أدت في بعض الأحيان إلى تحريك معدلات الخزانة*. هناك دراستان تجريبيتان لاقتصاديين من البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تدعم الرأي الذي يستند على القروض الرهنية العقارية، بأن التوريق كان له أثر بارز على السياسة النقدية.² إذا كانت المراقبة التنظيمية لهيئة الإشراف المالي مستندة إلى الأصول المحتفظ بها ضمن ميزانيات المؤسسات المنظمة، فإن هكذا مراقبة أصبحت غير فعالة إلى حد بعيد، بينما البنوك والوسطاء الماليون اليوم في جميع أنحاء العالم يشتغلون على نموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر «Originate and Distribute Model»، فهم ينشؤون الأصول التي لا تعتمد بالضرورة على الميزانية العمومية للمنشئ بحيث يتم توزيعها بطرق مختلفة، أين يعتبر التوريق واحداً منها. عدة ضوابط للنظرية النقدية التقليدية تعتمد على الأصول المحتفظ بها ضمن الميزانية العمومية – على سبيل المثال، نسب السيولة المفروضة على البنوك. لذا، ينبغي

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. **Op. Cit.**, pp. 291-292.

* «Treasury rates» أي المعدلات المفروضة على سندات الخزانة.

² Estrella, Arturo. **Op. Cit. and** Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod, **Op. Cit.**, p. 292.

على النماذج الحالية للوسطاء الماليين والمشرفين الماليين أخذ هذا الجانب بعين الاعتبار لفرض تنظيمات لا تميز الأصول استناداً إلى أين تركز في النهاية.¹

المطلب الثاني: 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. هذا من شأنه زيادة الهشاشة المالية ليس للنظام المالي للبلد فحسب، ولكن الهشاشة المالية للنظام المالي العالمي لأن قاعدة رأس مال أصغر حجماً لا يمكن لها استيعاب خسائر ائتمان معتبرة من جانب النظام البنكي. في حين أن هذا الانشغال قد لا يكون قابلاً للتطبيق في جميع البلدان، إلا أنه قد يكون مطروحاً في البلدان التي عادةً ما تكون البنوك هي الوسيط المالي المهيمن.

كانت هناك العديد من الدراسات التي بحثت أثر نقل المخاطر الذي يحصل كنتيجة للتوريق من قبل البنك، وكانت النتائج 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، والمخاطر يزيد حجمها (أنظر على سبيل المثال: "Wolfe, 2000 & Murray, 2005"). تم تقديم حجة من قبل "Cantor & 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 يستوف هذا الشرط فإن معاملة التوريق قد تزيد صافي التعرض* للبنك إلى مخاطر ائتمان أصوله.

تم الرد إلى حد كبير على الانشغالات بشأن عدم كفاية رأس المال لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها البنوك من خلال المعايير الجديدة لرأس المال لـ بازل II. بازل II هي معيار لرأس مال حساس للمخاطر، حيث يحسب رأس المال على أساس درجة المخاطرة لمجمعات الأصول، سواء كانت هذه المجمعات داخل أو خارج الميزانية.²

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod, **Op. Cit.**, p. 292.

* صافي التعرض «Net Exposure» هو مقياس لمدى تعرض حافظة تداول البنك لتقلبات السوق.

² **Ibid.**, p. 293.

قاد مجموعة من الباحثين "Sarkisyan & Casu & Clare & 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، تتمثل 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 المورقين «Securitized» لأول مرة مع أداء البنوك التي كان لها في ضوء التجارب السابقة احتمال توريق مماثل لكنها ظلت غير مستخدمة للتوريق، فوجدوا بأن المورقين 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 المتحصل عليها تثير أسئلة مهمة حول دوافع زيادة أنشطة التوريق للبنوك على مدى العقد الماضي وآثارها المترتبة بالنسبة للنظام البنكي.¹

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) * «Tail risk» والمخاطر النظامية** «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

¹ Sarkisyan, Anna., Casu, Barbara., Clare, Andrew., Thomas, Steve. (October 19, 2009) **Securitization and Bank Performance**. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1490925> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1490925>

* «Tail risk» (المخاطر المتطرفة/الهامشية: أو ما يعرف كذلك بالمخاطر قليلة الاحتمال ذات التأثير القوي) هي مخاطر أصل أو حافطة 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 ثلاثة انحرافات معيارية أدنى من سعرها الحالي.

** «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».

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.¹

المطلب الثالث: تساهل معايير الاكتتاب ورداءة تصميم الأوراق المالية

يكن مصدر الفلق الرئيسي مع المقرضين القادرين على إزالة الأصول التي أنشئوها من ميزانياتهم العمومية، ومنه تحويل مخاطر الائتمان عن طريق التوريق، في أن هذه العملية قد حفزت المقرضين على إنشاء قروض باعتمادات رديئة. ونظراً لقدرة المقرضين على تمرير القروض إلى سوق رأس المال عبر تعزيز الائتمان، فإنه ينظر إلى المقرضين من قبل نقاد التوريق على أنهم يتخلون عن مسؤولياتهم المتعلقة بتقييم الجدارة الائتمانية للمقرضين المحتملين.

تم اتباع 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 زالت 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 الائتمان الخاصة بها. إن التفريغ بالجملة للمخاطر جعل النظام البنكي أقل من وافي 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

¹ Battaglia, Francesca., Gallo, Angela. (2013) **Securitization and systemic risk: An empirical investigation on Italian banks over the financial crisis**. International Review of Financial Analysis, Elsevier, vol. 30(C), pp. 274-286.

التي تشير إلى أن الظروف التنافسية على مدى السنوات القليلة الماضية قد شجعت على تخفيف بنود وشروط الائتمان 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 المزاعم 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 لنظامنا الاقتصادي. فعلى سبيل المثال، إذا خاط إسكافي حذاء ذو نوعية رديئة 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. سواءً البنك 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.

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

واحدة من بين الحجج الشائعة المقدمة هي أن التوريق هو المسؤول عن الإقراض عالي المخاطر بسبب أن المنشئين لديهم مخاطر خسارة أولى محدودة *«First-loss risk»*. لا أحد يستطيع تجاهل حقيقة أنه بغض النظر عن مخاطر الخسارة الأولى، فإن المنشئين 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 المستثمرين في السوق عادةً ما يلغون 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 ستخذ 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 للاتمان الحميد غير الخطر يحجب رؤيتنا عن المخاطر، والكل ينضم إلى المجموعة، من المنشئين إلى المستثمرين وإلى المحللين 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 المخاطر.¹

* في التمويل المهيكل، الخسائر على المعاملة أو الحافطة 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.

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod, *Op. Cit.*, pp. 294-300.

المطلب الرابع: ازدياد غموض المخاطر المصرفية

إضافةً إلى الانشغالات السابقة المتعلقة بالتوريق، هناك انشغال مهم آخر يكمن في حجب المخاطر التي يتعرض لها البنك عندما يتم توريق الأصول، مع أنه 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 المتبقية* «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. إفلاس ثلاث بنوك على الأقل في الولايات المتحدة الأمريكية «Superior Bank, First National Bank of Keystone, and Pacific Thrift and Loan» كان بسبب التقييم غير الصحيح للفوائد المتبقية، أو بشكل مكافئ، التقدير غير السليم للمخاطر على الأصول المورقة.

لنستعرض مثلاً حالة بنك «Superior Bank of Hinsdale, Illinois» الذي تم إغلاقه في جويلية 2001. في سنة 1993 بدأ البنك في إنشاء ثم بعد ذلك توريق القروض الرهنية العقارية السكنية عالية المخاطر وبأحجام كبيرة. وتوسع في آخر الأمر ليشمل كذلك توريق قروضه للسيارات عالية المخاطر. كان يتم تعزيز عمليات التوريق التي يقوم بها بواسطة الفوائد المتبقية وزيادة حجم التعزيز الائتماني. بحلول 30 جوان 1995، كانت الفوائد المتبقية للبنك تقريباً 100% من رأس المال الأساسي (شريحة رأس المال الأولى «Tier-1 capital»); وبعد خمس سنوات أصبحت تمثل 348% من رأس المال الأساسي، يعني ذلك أن المخاطر على جانب الأصول كانت 3,5 أضعاف المخاطر على جانب الخصوم. كما تم الإشارة سابقاً، فإن مخاطر الخسارة الأولى المحتجزة من طرف البنك في معاملة توريق هي في الحقيقة أسهم في الشركة. على وجه التحديد، إذا كان رأس المال الأساسي لـ «Superior Bank» هو دعامة الخسارة الأولى فإن حملة أسهم البنك في الحقيقة وافقوا على استيعاب مخاطر الخسارة الأولى المقدرة بـ 1 \$، وبالمقابل فإن البنك في

* 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 والأموال المتبقية يتم توزيعها ما بين المساهمين العاديين.

السوق خرج متحتملاً مخاطر خسارة أولى في حدود \$ 3,48. إضافةً إلى إخفاء هذه المخاطر كان إذن «Superior Bank» قادراً على جني أرباح من بيع القروض عالية المخاطر وفقاً لمبادئ المحاسبة المقبولة عموماً. للأسف لم تتمكن الهيئات التنظيمية من رؤية الصعوبات المالية مع «Superior Bank» منذ فترة طويلة عندما طلبت الهيئات التنظيمية من البنك إعادة تقييم الفوائد المتبقية لديه.

إن حالة «Superior Bank» لم تدل فقط على الانشغال المتمثل في إمكانية إخفاء مخاطر البنك، لكن سلطت الضوء كذلك على الانشغالات والمخاوف المرتبطة بالإفراض عالي المخاطر. في جلسة استماع أمام لجنة البنوك والإسكان والشؤون الحضرية لمجلس الشيوخ الأمريكي في فيفري 2002، بشأن إفلاس «Superior Bank»، صرح المدير العام للأسواق المالية والاستثمار الجماعي "Thomas McCool" قائلاً: إن ممارسة «Superior Bank» في استهدافه للمقترضين ذوي المخاطر العالية زادت من مخاطره. فمن خلال استهداف مقترضين بنوعية ائتمان منخفضة، استطاع «Superior Bank» إنشاء قروض بمعدلات فائدة كانت أعلى من معدلات السوق. معدلات الفائدة المرتفعة عكست، ولو في جزء منها على الأقل، مخاطر الائتمان العالية نسبياً المرتبطة بهذه القروض. لما تم إذن تجميع هذه القروض وتوريقها، فإن معدلاتها للفائدة المرتفعة مقارنة بمعدلات الفائدة المدفوعة على الأوراق المالية الناتجة إلى جانب التقييم المرتفع للفائدة المحتجزة، مكن «Superior Bank» من تسجيل أرباح على معاملات التوريق التي ساقطت على ما يبدو عائداتها المرتفعة ورأسمالها المرتفع. كان هناك مبلغ كبير لإيرادات «Superior Bank» جراء بيع القروض في هذه المعاملات، لكن الكثير من الأموال كانت تخرج بدل أن تدخل من هذه الأنشطة.¹

¹ Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod, *Op. Cit.*, pp. 300-302.

خلاصة الفصل الثاني:

يعد التوريق من الممارسات الراسخة في الأسواق العالمية لرأس المال المقترض، ولقد تم إدراج هذه التقنية في البداية كوسيلة للتمويل، إلا أنه عندما يتم الإشارة إلى التوريق على أنه وسيلة تمويل فإن النتيجة النهائية للمعاملة تكمن في استطاعة الشركة الحصول على حصة بيع الأصول وليس اقتراض الأموال، بينما تقتضي عملية توريق الأصل تحويل مجمع ما من الأصول إلى ورقة مالية أو عدد أكثر من الأوراق المالية التي يشار إليها كأوراق مالية مدعومة بأصول. وعلى اعتبار أن التوريق عبارة عن أداة مالية كان لها أثر مهم جداً على النظام المالي العالمي، فإن التوريق يبني على مجموعة من الركائز بحيث تكون شرطاً أساسياً لقيامه وإنجاحه، خاصةً مع تعدد الأسباب الرئيسية الكامنة وراء اختيار إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول بدلاً من سندات شركات، كإمكانية تخفيض تكاليف التمويل وتنويع موارده، والقدرة على إدارة المخاطر، وإدارة رأس المال التنظيمي، وتحقيق تمويل خارج الميزانية، إلى غير ذلك من الأسباب التي لن يتأتى تحقيقها إلا عبر هيكل التدفقات النقدية في عملية توريق الأصول لتعظيم العائد الإجمالي المتحصل عليه من بيع كل فئات السند المدعومة بواسطة مجمع أصول.

وعلى الرغم من المزايا المتعددة التي يقدمها التوريق للأسواق المالية على وجه خاص وللاقتصاد على نحو عام، كإنتاجه للاوساطة المالية وما تنطوي عليه هذه الأخيرة من مزايا اقتصادية، إلا أن المنظمين والاقتصاديين استشعروا بعض المخاوف والشكوك فيما يتصل بالاستخدام المتزايد للتوريق، سواءً من جانب التقليل من فعالية السياسة النقدية وما ينجر عن ذلك من تأثير سلبي على البنوك وازدياد غموض مخاطرها، أو من جانب التساهل في معايير الاكتتاب وسوء تصميم الأوراق المالية.

الفصل الثالث: أثر التوريق على أداء أسواق الائتمان العقاري – الولايات المتحدة الأمريكية نموذجاً

المبحث الأول: مدخل إلى أسواق رأس المال وإلى سوق الرهن العقاري

المبحث الثاني: أثر التوريق على تكلفة الائتمان

المبحث الثالث: أثر التوريق على توافر الائتمان

المبحث الرابع: أثر التوريق على تشتت المخاطر

المبحث الخامس: أثر التوريق على السيولة

تمهيد:

قد يكون التمويل الرهني العقاري بالنسبة للبلدان ذات الأسواق الرهنية العقارية الكبيرة والواسعة، مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، المصدر الوحيد الأكثر أهمية للاقتراض الشخصي المسيطر على ميزانيات العديد من الأسر. لذلك فإنه لا بد أن يكون لحجم وامتداد التمويل الرهني العقاري وكذا ميزاته التعاقدية آثار مهمة بالنسبة لأداء الاقتصاد الوطني، جنباً إلى جنب، مع الرعاية الفردية والاجتماعية. ونظراً لمزايا ملكية السكن بالنسبة للأفراد والأسر، فإن الاستفادة من الائتمان الرهني العقاري يمكن أن تؤثر بشكل كبير على فرص الحياة.

لقد بدأت الحكومات في الاقتصادات النامية إدراك أهمية وجود سوق رهنية عقارية لتوجيه الأموال نحو قطاع الإسكان، حيث يمكن للقروض الرهنية العقارية توسيع نطاق الإسكان لتلبية احتياجات الأسر ذات الدخل المنخفض وتعميق أسواق رأس المال في هذه البلدان. وفي بعض حالات الاقتصادات النامية، ساعد استحداث السوق العقارية الثانوية، التي لديها سيولة مرتفعة، على تسهيل زيادة تطوير سوق الرهن العقاري. سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على أسواق رأس المال أين سيتم التركيز أكثر على سوق الرهن العقاري باعتباره أحد أنواعها، وبشكل أدق شقه الثاني المتمثل في السوق الثانوية العقارية. وسنتناول بالدراسة أولاً دور التوريق في الأزمة الائتمانية ثم أثر التوريق على أداء أو سير السوق الثانوية في الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها النموذج الرائد في العالم الذي يحتذى به في مجال توريق الديون، وذلك من خلال تقييم انعكاس هذا الأثر على أربع جوانب رئيسية في السوق الأمريكية هي: (1) خفض تكلفة الائتمان و(2) توافر الائتمان و(3) تشتت المخاطر و(4) توفير السيولة.

تبعاً لذلك، تم تقسيم هذا الفصل إلى خمس مباحث تخدم الأهداف التي جرى تبيانها سابقاً وهذا على النحو التالي:

المبحث الأول: مدخل إلى أسواق رأس المال وإلى سوق الرهن العقاري

المبحث الثاني: أثر التوريق على تكلفة الائتمان

المبحث الثالث: أثر التوريق على توافر الائتمان

المبحث الرابع: أثر التوريق على تشتت المخاطر

المبحث الخامس: أثر التوريق على السيولة

المبحث الأول: مدخل إلى أسواق رأس المال وإلى سوق الرهن العقاري

في عالم المال، تعتبر الأسواق ذلك الجزء من النظام المالي الذي تتم فيه المعاملات على الأموال بما في ذلك شراء وبيع الأوراق المالية. يمكن أن يطلق وصف السوق على البورصة التقليدية، وهي قاعة التداول العينية التي يحدث فيها تداول الأوراق المالية، كما يتم تداول العديد من الأدوات المالية عبر الهاتف أو إلكترونياً، حيث تعرف هذه الأسواق بالأسواق غير الرسمية «OTC». هناك تمييز يُجرى ما بين الأدوات المالية ذات الاستحقاق الأقل من سنة والأدوات المالية التي يفوق استحقاقها السنة، بحيث تُشكل الأدوات قصيرة الأجل السوق النقدية، في حين تعتبر جميع الأدوات الأخرى جزء من سوق رأس المال.

سنستعرض في هذا المبحث مفهوم وتقسيمات وأشكال أسواق رأس المال، مع التطرق إلى أسواق رأس المال الدولية، ثم التركيز أكثر على السوق الثانوية العقارية ومنه الطلب على التمويل الرهني العقاري.

المطلب الأول: ماهية أسواق رأس المال

قبل التطرق إلى مفهوم أو تعريف سوق رأس المال ينبغي علينا أولاً معرفة المفهوم المالي لرأس المال. يعرف "Chisholm, 2009" رأس المال المالي «Financial capital» على أنه الثروة المتراكمة المتاحة لخلق المزيد من الثروة¹. وحسب قاموس «QFINANCE» الإلكتروني فإن «Financial capital» هو الأموال التي يمكن استخدامها لاقتناء أصول مثل المباني والمعدات². أما موقع «Business Dictionary» فيعرفه على أنه الأموال المقترضة أو حقوق الملكية التي بها يتم اقتناء أصول الشركة وتمويل عملياتها³. إذاً، إجمالاً فإن المفهوم المالي لرأس المال يمكن إيجازه في أنه الأموال المتاحة للحصول على رأس مال حقيقي.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال

يمكن اعتبار سوق رأس المال بأنه ذلك القطاع من السوق المالي الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل التي يتم إصدارها من قبل الشركات والحكومات، حيث تشير هنا "طويلة الأجل" إلى الأداة المالية بأجل استحقاق أصلي «Original Maturity» يفوق السنة الواحدة وإلى الأوراق المالية الدائمة «Perpetual Securities» (أي، بلا أجل استحقاق)⁴، كما أن أسواق رأس المال هي الأماكن التي يسعى فيها أولئك الذين هم في حاجة إلى أموال إضافية للحصول على تمويل من أولئك الذين يرغبون في استثمار

¹ Chisholm, Andrew M. (2009) **An Introduction to International Capital Markets: Products, Strategies, Participants**. 2e éd. West Sussex (UK): John Wiley & Sons, p. 1.

² <http://www.qfinance.com/dictionary/financial-capital>

³ <http://www.businessdictionary.com/definition/financial-capital.html>

⁴ Drake, Pamela Peterson., Fabozzi, Frank J. **Op. Cit.**, p. 28.

فائض الأموال الذي لديهم. وهي كذلك الأماكن التي يستطيع فيها المشاركون إدارة وتوزيع المخاطر الخاصة بهم. في الأصل كانت أسواق رأس المال عبارة عن فضاءات عينية، مثل المقاهي، ثم بعد ذلك أصبحت أسواق مبنية لهذا الغرض (بورصات). في أيامنا هذه قد يكون المشاركون في أسواق رأس المال متواجدون في مختلف القارات، يديرون الصفقات باستخدام تكنولوجيا المعلومات المتقدمة.¹

هناك نوعان من الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق رأس المال: يمثل النوع الأول المديونية «Indebtedness» وتسمى بالسندات، يتم إصدارها من قبل الشركات والحكومات بفترة حياة محددة. أما النوع الثاني فيمثل مساهمات في ملكية «Shares of ownership interest» وتسمى بالأسهم «Stocks, Shares or Equity»، يتم إصدارها من قبل الشركات لكن ليس لها أجل استحقاق محدد لأن استمراريتها مرتبطة باستمرارية الشركة في التواجد.²

كنا قد ميزنا ما بين أدوات الدين وحقوق الملكية، فحقوق الملكية تضم الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ولأن الأسهم العادية تمثل ملكية الشركة، ولأن الشركة لديها حياة أبدية فإن الأسهم العادية هي أوراق مالية دائمة بحيث ليس فيها أجل استحقاق كما رأينا. تمثل الأسهم الممتازة كذلك مساهمة في الشركة بحيث يمكن إما أن يكون لديها تاريخ استرداد «Redemption date» أو أن تكون دائمة.

يعتبر سند دين سوق رأس المال أداة مالية من خلاله يقدم المقترض وعد بسداد قيمة الاستحقاق «Maturity Value» عند فترة محددة من الزمن تتخطى السنة الواحدة. يمكننا تقسيم سندات الدين هذه إلى صنفين: قروض بنكية وأوراق مديونية. في حين، في وقت مضى لم تكن القروض البنكية تعتبر كأدوات لسوق رأس المال، لكن اليوم هناك سوق لتداول سندات الدين هذه. شكل واحد لمثل هكذا قرض بنكي يتمثل في القرض البنكي المشترك «syndicated bank loan»، ويتعلق الأمر بقرض من خلاله تقدم مجموعة (أو اتحاد «syndicate») من البنوك أموال إلى المقترض، حيث تنشأ الحاجة إلى مجموعة من البنوك بسبب الانكشاف فيما يتعلق بمخاطر الائتمان وقد يكون المبلغ الذي ينشده المقترض كبير جداً بالنسبة لأي بنك لوحده.

تشتمل أوراق المديونية «Debt securities» (التي تسمى كذلك بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت) على: (1) السندات «Bonds» و(2) الأذون «Notes» و(3) الأذون متوسطة الأجل «Medium-Term Notes» و(4) الأوراق المالية المدعومة بأصول «ABS». التمييز ما بين السند والإذن له علاقة بعدد السنوات التي

¹ Chisholm, Andrew M. *Op. Cit.*, p. 1.

² Howells, Peter., Bain, Keith. (2007) *Financial markets and institutions*. 5e éd. Harlow (UK): Pearson Education, p. 149.

يُستحق فيها الالتزام عند إصدار الورقة المالية من قبل الجهة المصدرة في البداية. من الناحية التاريخية، الإذن «Note» هو ورقة مديونية بأجل استحقاق عند الإصدار يقدر بعشر سنوات أو أقل، بينما السند «Bond» هو ورقة مديونية بأجل استحقاق يفوق العشر سنوات. التمييز ما بين الإذن والإذن متوسط الأجل «Medium-Term Note» ليس له علاقة بأجل الاستحقاق وإنما له علاقة بطريقة إصدار الورقة المالية.¹

ثانياً: تقسيمات سوق رأس المال

يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى قسمين، سوق أولية وسوق ثانوية:

1. السوق الأولية «The Primary Market»

عندما تقوم الجهة المصدرة بإصدار أداة مالية فإنه يتم بيعها أولاً في السوق الأولية. تتبع الشركات أو الوكالات الحكومية الإصدارات الجديدة، وبالتالي تقوم بجمع رؤوس أموال جديدة في هذه السوق. لذلك فهي السوق التي تولد مبيعاتها عائدات لفائدة مصدر الأداة المالية، بحيث يجب أن يستجيب إصدار الأوراق المالية لقوانين بلد الإصدار.²

بالنسبة لأسواق سندات الدين الأولية، فإن معظم أوراق المديونية يتم إصدارها من قبل مؤسسات، لا سيما: (أ) الحكومات التي تقترض لتمويل المرتبات، ونفقات الدفاع، وبناء الطرق السريعة والجسور، إلى غير ذلك؛ و(ب) الوكالات الحكومية أو الفيدرالية التي تقترض لشراء القروض الرهنية العقارية وقروض الطلبة؛ و(ج) الشركات والبنوك التي تقترض لأجل عملياتها واستثماراتها. يضاف إلى ذلك أدوات الغرض الخاص «SPV» التي غالباً ما يتم إنشاؤها لحيازة مجموعات معينة من الأصول. مثل هذه الأصول قد تكون مجموعات قروض رهنية عقارية أو حافظة قروض بطاقات ائتمانية. هذه الكيانات ذات الغرض الخاص تصدر بدورها أوراق مديونية لتمويل مشترياتها من هكذا أصول. يتمثل المستثمرون في أسواق سندات الدين في صناديق الاستثمار المشتركة «Mutual funds»، وصناديق التحوط «Hedge funds»، وشركات إدارة الأصول، وصناديق المعاشات، وشركات التأمين، والحكومات الأجنبية، أو ما شابه ذلك.³

لا تعتبر الأسواق الأولية للأوراق المالية معروفة جيداً بالنسبة للجمهور، ذلك أن بيع الأوراق المالية للمشتريين الأوليين غالباً ما يتم من وراء الأبواب المغلقة. أهم مؤسسة مالية تساعد على البيع الأولي للأوراق المالية في السوق الأولية هي بنك الاستثمار، وذلك من خلال اكتتاب الأوراق المالية حيث يوفر بنك الاستثمار سعر للأوراق المالية التي تصدرها الشركات ثم يقوم ببيعها إلى الجمهور. كذلك، هناك طريقة أخرى لطرح

¹ Drake, Pamela Peterson., Fabozzi, Frank J. *Op. Cit.*, pp. 28-29.

² *Ibid.*, p. 30.

³ Sundaresan, Suresh, *Op. Cit.*, p. 8.

الإصدارات الجديدة للاكتتاب تكمن في إجراء عملية مزايمة «Auction process» من خلالها يتم تحديد السعر، أين يتم إصدار السندات من قبل بعض الكيانات الحكومية وبعض الكيانات المنظمة «Regulated entities» على هذا النحو.¹

2. السوق الثانوية «The Secondary Market»

السوق الثانوية هي السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأدوات المالية ما بين المستثمرين. لا تقوم الجهات المصدرة بجمع رأس مال جديد في السوق الثانوية، وبالتالي مصدر الورقة المالية لن يتحصل على عائدات من عمليات البيع. يتم التداول ما بين المستثمرين، بحيث قد يحصل المستثمرون، الذين يشترون ويبيعون الأوراق المالية على مستوى السوق الثانوية، على خدمات سماسرة الأوراق المالية «Stockbrokers» الذين هم عبارة عن كيانات تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لفائدة زبائنها.

تصنف الأسواق الثانوية على أساس الطريقة التي تتداول بها، ويشار إليها بهيكل السوق. هناك نوعان من هياكل السوق الإجمالية لتداول الأدوات المالية: هيكل سوق تحركه أوامر التداول «Order-driven market structure» وهيكل سوق تحركه عروض الأسعار «Quote-driven market structure».

هيكل السوق هو الآلية التي من خلالها يتفاعل المشترون والبائعون لتحديد السعر والكمية. في هيكل سوق تحركها أوامر التداول يقدم المشترون والبائعون عروضهم عبر سماسرتهم الذين ينقلون هذه العروض إلى موقع مركزي لأجل مقابلة العرض وتنفيذ المعاملة. يشار كذلك إلى السوق التي تحركها أوامر التداول بسوق مزايمة «Auction market».

في هيكل سوق تحركه عروض الأسعار يعمل الوسطاء (صانعي السوق أو السماسرة) على تحديد الأسعار التي عندها يتداول جمهور المشاركين. يقدم صانعو السوق تسعير شراء «Bid quote» (للشراء) وتسعير بيع «Offer quote» (للبيع) ويحققون مداخيل من الفرق ما بين هاتين التسعيرتين. وهناك هياكل سوق مختلطة بحيث لديها عناصر من كلا هيكلي السوق، الذي تحركه أوامر التداول والذي تحركه عروض الأسعار.

يمكن كذلك تصنيف الأسواق الثانوية من حيث كونها بورصات منظمة وأسواق غير رسمية. فالبورصات هي عبارة عن مواقع تداول مركزية أين يتم تداول الأدوات المالية، بحيث يجب أن تكون هذه الأخيرة هي تلك التي تم إدراجها من قبل البورصة المنظمة. المقصود بالإدراج هنا أن الأداة المالية تم

¹ Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G. (2012) **Financial markets and institutions**. 7th ed. Boston: Prentice Hall, p. 18.

قبولها للتداول على مستوى البورصة. على سبيل المثال، في حالة الأسهم العادية، البورصة المنظمة الأساسية في الولايات المتحدة الأمريكية هي سوق نيويورك للأوراق المالية «NYSE». بالنسبة لإدراج أسهم عادية لشركة ما في بورصة نيويورك «NYSE»، على سبيل المثال، فإنه يتعين عليها أن تستوفي متطلبات الحد الأدنى بالنسبة للأرباح ما قبل اقتطاع الضريبة، وصافي الأصول المادية الملموسة «Net tangible assets»، ورأس المال السوقي «Market capitalization»، وعدد وتوزيع أسهم شركة المساهمة.

بالمقابل فإن السوق غير الرسمية «OTC Market» هي عموماً أين يتم تداول الأدوات المالية غير المدرجة. بالنسبة للأسهم العادية هناك أسهم مدرجة وأخرى غير مدرجة. ومع أن هناك سندات مدرجة إلا أن السندات عادةً ما تكون غير مدرجة وبالتالي يتم تداولها في السوق غير الرسمية. الشيء نفسه ينطبق على القروض. أما بالنسبة لسوق الصرف الأجنبي فهي سوق غير رسمية. وهناك أدوات مشتقة مدرجة وغير مدرجة.¹

ثالثاً: أشكال أسواق رأس المال والأصول المتداولة فيها

الأشكال التالية لأسواق رأس المال، حتى وإن لم تكن شاملة، إلا أنها تحدد الاختلافات ما بين الأسواق والأصول المتداولة فيها:

1. أسواق الأسهم «Equity markets or stock markets»

تعتبر البورصة السوق الثانوية الرئيسية لأسهم الشركات. كونها ثانوية، أي بمعنى أن الأسهم قد سبق لها التواجد، فهي ليست وليدة هاته السوق لأن إصدارها سبق أن تم في السوق الأولية. يتم تداول الأسهم ما بين المستثمرين دون أن يقتضي ذلك الإقحام المباشر للشركات نفسها.

كما رأينا سابقاً، هناك فئات مختلفة للأسهم (مثل: الأسهم العادية والأسهم الممتازة) لكن لا يعار للتمييز بينها أي اهتمام، كون ذلك أمر هامشي بالنسبة إلى المبادئ الأساسية لتحديد الأسعار. عادةً ما يلخص هيكل أسعار الأسهم بالرجوع إلى بعض معدلات أسعار الأسهم المعروفة مثل مؤشر «Dow-Jones» لأسعار أسهم الشركات الصناعية ومؤشر «Standard and Poor's» لأسهم 500 شركة صناعية، أو مؤشر «Financial Times» لأسعار أسهم مائة شركة متداولة في بورصة لندن.²

¹ Drake, Pamela Peterson., Fabozzi, Frank J. Op. Cit., pp. 30-31.

² Bailey, Roy E. (2005) *The Economics of Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press, p. 3.

2. أسواق السندات «Bond markets»:

هي أسواق للأوراق المالية طويلة الأجل مثل السندات الحكومية أو سندات الشركات. ينظر إلى السندات عادةً على أنها أقل مخاطرة من الأسهم، ذلك أن السندات عموماً تلزم الجهة المصدرة بوعدها لاتخاذ إجراءات معينة عند مواعيد محددة في المستقبل. الاختلاف ليس واضحاً تماماً كما قد يبدو للوهلة الأولى لأن عقود السندات يمكن أن تشمل على بنود تنص على إجراءات في العديد من الحالات الطارئة، كما أنه من الممكن أن الجهة المصدرة ستقتصر فيما يتعلق ببعض بنود الاتفاق، حتى وإن كان السند نموذجياً هو وعد بدفع (أ) سلسلة قسائم و(ب) القيمة الاستحقاقية (أو القيمة الإسمية) دفعة واحدة عند تاريخ محدد في المستقبل.

يتم تداول السندات عموماً في البورصة بنفس الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم. ميزة السندات متوسطة الأجل وطويلة الأجل هي أنها تشبه الأسهم من حيث كون التداول يتم ما بين المستثمرين من دون التدخل المباشر للجهة المصدرة (الحكومة أو الشركة).¹

3. أسواق الأصول المادية «Physical asset markets»

من أمثلة الأصول المادية، العقارات. في هذه الحالة، فإن الأصل ذو الصلة بالنسبة للتحليل المالي هو غالباً ضمان (مثل الرهن) يتم إنشاؤه للحصول على علاقة واضحة المعالم مع الأصل المادي (على سبيل المثال، الرهن العقاري يكون قرض مؤمن، أي مضمون، مقابل القيمة الصافية للعقار). ليس أمراً غير مألوفٍ بالنسبة للقروض الرهنية أن يتم توريقها من قبل الوسطاء الماليين الذين يصدرون سندات مدعومة بواسطة حزم من القروض الرهنية العقارية.²

يعتبر الرهن العقاري شكل من أشكال الدين الذي يُنشأ لتمويل الاستثمار في العقارات. يكون الدين مضمون بواسطة العقار، وبالتالي إذا لم يسدد مالك العقار ما عليه من التزامات فإن الدائن يمكنه حجز العقار. تقوم المؤسسات المالية، مثل مؤسسات الادخار وشركات التمويل العقاري، بوظيفة وسطاء من خلال إنشاء قروض رهنية عقارية، حيث يدرسون طلبات القروض الرهنية العقارية وقيمون الجدارة الائتمانية لمقدمي الطلبات.

يقوم الوسطاء الماليون بإنشاء القروض الرهنية العقارية وتمويل عمليات اقتناء المنازل، حيث يحصل الوسطاء الماليون الذين ينشؤون القروض الرهنية على تمويل هذه القروض عبر إيداعات الأسر، كما

¹ Bailey, Roy E. Op. Cit., pp. 3-4.

² Ibid., p. 4.

يحصلون على الأموال كذلك من خلال بيع بعض القروض الرهنية، التي أنشئوها، مباشرةً إلى المؤسسات الاستثمارية في السوق الثانوية. هذه الأموال تستعمل فيما بعد لتمويل المزيد من عمليات اقتناء المنازل والوحدات السكنية والعقارات التجارية. عموماً، تسمح أسواق الرهن العقاري للأسر والشركات بزيادة مقتنياتهم من المنازل والوحدات السكنية والعقارات التجارية، وبالتالي تمويل النمو الاقتصادي.¹

4. أسواق العملات الأجنبية «Foreign exchange markets - 'FOREX' or 'FX' Markets»:

أسواق العملات الأجنبية أو أسواق الصرف الأجنبي هي الأطر المؤسساتية التي من خلالها يتم شراء وبيع العملات من قبل الأفراد والشركات والبنوك والحكومات. وهي أسواق لشراء أو بيع عملة مقابل بيع أو شراء عملة أخرى. أو بشكل أعم، هي الأسواق التي يتم فيها تبادل الأدوات المالية المقومة بعملات أخرى.²

تتألف أسواق الصرف الأجنبي من شبكة اتصالات عالمية ما بين البنوك التجارية الكبرى التي تقوم بوظيفة الوسيط المالي لهذا التبادل. تقع هذه البنوك في نيويورك وطوكيو وهونغ كونغ وسنغافورة وفرنكفورت وزوريخ ولندن. مثل أسواق السلع والأوراق المالية الأخرى، فإن سوق العملات الأجنبية تعتبر أكثر كفاءةً بسبب الوسطاء الماليين (البنوك التجارية)، وتتأثر درجة الاستثمار الدولي من قبل المؤسسات المالية بالعائد المحتمل والمخاطر والقيود الحكومية. تستخدم البنوك التجارية الإقراض الدولي كشكل أساسي لاستثماراتها الدولية، وتقوم صناديق الاستثمار المشتركة وصناديق المعاشات وشركات التأمين بشراء الأوراق المالية الأجنبية.

أدت التكنولوجيا في الوقت الحاضر إلى خفض تكاليف المعلومات وتكاليف المعاملات المرتبطة بشراء الأوراق المالية الأجنبية، مما دفع إلى الزيادة في المشتريات المؤسساتية للأوراق المالية الأجنبية، ونتيجة لذلك، زادت المؤسسات المالية في استخدامها لمشتقات الصرف الأجنبي من أجل تغطية استثماراتها في الأوراق المالية الأجنبية.³

5. أسواق المشتقات «Derivatives markets»

كما رأينا في الفصل الأول عند استعراضنا لمشتقات معدلات الفائدة، فإن المشتقة «Derivative» هي عبارة عن أداة مالية لها قيمة يحددها سعر شيء آخر. الخيارات «Options» والعقود المستقبلية «Futures»

¹ Madura, Jeff. (2010) **financial markets and institutions**. 9th ed. USA: South-Western Cengage Learning, p. 205.

² Bailey, Roy E, **Op. Cit.**, p. 4. **And** Paxon, Dean., Wood, Douglass. (1998) **The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance**. 1st ed. Massachusetts (USA): Blackwell, p. 168.

³ Madura, Jeff, **Op. Cit.**, p. 417.

والمبادلات «Swaps» وعقود مبادلة الأوراق المالية ذات سعر الفائدة المتغير غير المقيد والمقيد «Caps» و«Floors» هي كلها أمثلة عن المشتقات. ولأن المشتقة هي أداة مالية بقيمة يحددها سعر شيء آخر، فمن المحتمل أن تكون هناك تشكيلة غير محدودة من المنتجات المشتقة.

تداول بورصات المشتقات المنتجات القائمة على تشكيلة واسعة من: مؤشرات الأسهم، ومعدلات الفائدة (كما تطرقنا لذلك في الفصل الأول)، وأسعار السلع، وأسعار الصرف، وحتى البنود غير المالية مثل الطقس.

يتم تداول المشتقات سواءً في البورصات المنظمة أو في الأسواق غير الرسمية، لكن الاختلافات ما بين المشتقات المتداولة في كلا السوقين لا تقتصر على المكان الذي يتم فيه التداول فقط، بل كذلك على الكيفية التي يتم بها التداول. ففي البورصات تكون عقود المشتقات موحدة مع بنود تسليم أو تسوية محددة، كما أن المشتقات المتداولة في البورصة يتم الإبلاغ عنها علناً وتتم تسويتها في غرفة المقاصة، هذه الأخيرة التي ستكون مجبرة على الوفاء بالصفقة في حال تخلف البائع، حيث أن ملاءة غرفة المقاصة تكون محمية بواسطة التقييم لكل المراكز وفقاً لسعر السوق اليومي عبر نظام للهوامش. في المقابل، نجد بأن صفقات المشتقات في السوق غير الرسمية هي ذات طبيعة ثنائية، لأن جميع شروط العقد، مثل نوعية وكمية ومكان وتاريخ وأسعار التسليم، قابلة للتفاوض ما بين طرفي العقد، بحيث يمكن ترتيب المعاملات عن طريق الهاتف أو وسائل الاتصال الأخرى، ولا يتم تبليغ الأسعار علناً. مختلف الخصائص، التي رأيناها، لكلا النوعين من الأسواق يعني أنها تكمل بعضها البعض في توفير قاعدة أو أرضية تداول تناسب احتياجات قطاعات الأعمال المختلفة.

من جهة نجد بأن صفقات المشتقات المتداولة في البورصة أسعارها أفضل شفافية من مثيلاتها المتداولة في السوق غير الرسمية، كما أن مخاطر الطرف المقابل تعتبر كذلك أقل بالنسبة للصفقات المتداولة في البورصة مع جميع المعاملات التي يتم تسويتها يومياً مع غرفة المقاصة. ومن جهة أخرى، فإن مرونة الأسواق غير الرسمية يعني أنها تناسب أفضل التبادلات التي ليس لديها تدفقات بدرجة عالية أو تلائم أفضل المتطلبات الخاصة. في هذا السياق، تلعب الأسواق غير الرسمية دور الحاضنة بالنسبة للمنتجات المالية الجديدة.¹

¹ McDonald, Robert L. (2013) **Derivatives Markets**. 3rd ed. Boston (USA): PEARSON, p. 6. And Chui, Michael. **Derivatives markets, products and participants: an overview**. IFC Bulletin No 35 (February 2012). Available at: <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb35.htm>

رابعاً: المشاركون في عمليات سوق رأس المال

يمكن تصنيف المشاركين في سوق رأس المال إلى ثلاث فئات رئيسية. تتمثل الفئة الأولى في المصدرين، الذين يقومون بإصدار الأوراق المالية لاقتراض الأموال بغية تمويل احتياجاتهم من رأس المال أو السيولة. أما الفئة الثانية فهم المستثمرون، الذين يستثمرون مدخراتهم أو رؤوس أموالهم من خلال شراء الأوراق المالية في الأسواق الأولية والثانوية، كما يمكنهم كذلك تغيير حيازتهم للأوراق المالية عبر التداول في الأسواق الثانوية. أخيراً، هناك فئة الوسطاء الذين يساعدون المشترين والباعة في صنع الأسواق وضمن الاكتتاب وتقديم خدمات إدارة المخاطر. بالإضافة إلى هذه الفئات السابقة هناك أيضاً مشاركان مهمان هما البنك المركزي والخزانة العامة. ويمكننا تفصيل هذه الأصناف المشاركة في سوق رأس المال على النحو التالي:¹

1. الحكومات:

تقوم الحكومات بإصدار الأوراق المالية وتستثمر كذلك، حيث يتوقف إملاء أنشطة الإصدار للحكومة على مدى العجز أو الفائض المنتج من قبل الاقتصاد. تصدر الحكومة التي لديها عجز سندات دين لتمويل العجز، في حين قد تختار الحكومة التي لديها فائض استثمار فائضها في أوراق مالية حكومية أخرى. على سبيل المثال، في الماضي القريب، أصدرت وزارة الخزانة الأمريكية مبلغ معتبر من سندات الدين، حيث استثمرت البنوك المركزية لكل من الصين واليابان فوائضها في سندات دين الخزانة الأمريكية. تحدد الحكومات كذلك (من خلال وزارات الخزانة أو المالية) السياسات المالية وتنظم أسواق الدخل الثابت.

2. البنوك المركزية:

تقوم البنوك المركزية بوضع السياسات النقدية وإدارة عمليات السوق المفتوحة، كما تضخ السيولة التقديرية وتدير مناقصات الأوراق المالية الحكومية. يعتبر دور البنوك المركزية في أسواق رأس المال غاية في الأهمية، إذ أنها تسعى إلى التأثير على مستوى أسعار الفائدة لتعزيز النمو المنظم للاقتصاد وضمن استقرار الأسعار. بالإضافة إلى ذلك، فهي تسعى للحفاظ على استقرار النظام المالي.

3. الوكالات الحكومية والمؤسسات التي ترعاها الحكومة «GSEs»:

في بعض البلدان (خاصة الولايات المتحدة الأمريكية) تمثل الوكالات الحكومية جزءاً مهماً جداً من أسواق رأس المال، فعلى سبيل المثال أنشأ البنك الفيدرالي لتمويل السكن «FHLB» في الولايات المتحدة

¹ Sundaresan, Suresh, *Op. Cit.*, pp. 8-11. *And* Drake, Pamela Peterson., Fabozzi, Frank J. (2009) **Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons, pp. 131-145.

لتوفير الائتمان لأعضائه، الذين هم مقرضو القروض الرهنية العقارية. بالإضافة إلى ذلك، فإن المؤسسات أمثال الجمعية الحكومية للتمويل العقاري الوطني «Ginnie Mae» أو الجمعية الفيدرالية للتمويل العقاري الوطني «Fannie Mae» أو المؤسسة الفيدرالية لتمويل قروض الإسكان «Freddie Mac» تساعد في توجيه الائتمان نحو قطاع الإسكان. ويوجد هناك وكالات مماثلة للمساعدة على توجيه الائتمان نحو قروض الطلبة والزراعة، وغيرها من القطاعات الأخرى. قد يكون لبعض هذه الوكالات ضمانات جزئية أو كاملة من طرف الحكومة الفيدرالية. الأوراق المالية المصدرة من قبل مثل هذه الوكالات تعرف بسندات دين المؤسسات المالية تحت رعاية الحكومة «Agency debt securities».

4. الشركات غير المالية:

تصدر الشركات أدوات دين وملكية فضلاً عن الاستثمار في الأسواق المالية. يصنف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الشركات التي هي غير زراعية إلى نوعين: مالية وغير مالية، حيث تضم الشركات المالية مؤسسات الإيداع وشركات التأمين وبنوك الاستثمار، التي هي مدرجة في قطاعات منفصلة، أما الشركات غير المالية فهي كل ما تبقى.

لبعض الشركات غير المالية فروع مقحمة في نفس أنشطة الشركات المالية، بحيث تعد بمثابة أذرعها المالية، ويطلق عليها اسم شركات التمويل الحصرية «Captive Finance Companies»، تساهم في سوق رأس المال عن طريق إقراض الأموال. تشمل الأمثلة، شركة فورد موتور الائتمانية «Ford Motor Credit» (إحدى فروع شركة «Ford Motor») وشركة جنرال إلكتريك الائتمانية «General Electric Credit» (إحدى فروع شركة «General Electric»).

5. مؤسسات الإيداع:

تضم مؤسسات الإيداع البنوك التجارية ومؤسسات الادخار، حيث تعتبر البنوك التجارية أكبر نوع لمؤسسات الإيداع، لذا سيتم التركيز عليها هنا من خلال عرض خدماتها المقدمة التي تبرز الدور المباشر وغير المباشر الذي يلعبه هذا النوع من المؤسسات في السوق المالي. تضم مؤسسات الادخار جمعيات الادخار والإقراض وبنوك الادخار والاتحادات الائتمانية. كما يشير الاسم، فإن هذه الكيانات تقبل الودائع التي تمثل خصوم (دين) بالنسبة إليها. بالأموال التي يتم جمعها عبر الودائع وموارد غير الودائع تحصل عليها بإصدار سندات مديونية في السوق المالية، تقوم مؤسسات الإيداع بتقديم قروض لمختلف الكيانات (الشركات، المستهلكين، والدولة والمؤسسات الحكومية المحلية).

الخدمات المصرفية: يمكن تصنيف الخدمات المصرفية بوجه عام على النحو التالي:

- (1) الخدمات المصرفية الفردية «Individual banking»: وتشمل الإقراض الاستهلاكي والإقراض الرهني العقاري السكني والقروض الاستهلاكية المقسطة «Consumer installment loans» وتمويل بطاقات الائتمان وتمويل اقتناء المركبات والسيارات وخدمات السمسرة «Brokerage services» وخدمات الاستثمارات المالية الفردية الموجهة «Individual oriented financial investment services» مثل الائتمان الشخصي «Personal trust» وخدمات الاستثمار.
- (2) الخدمات المصرفية المؤسساتية «Institutional banking»: وتشمل القروض لكل من الشركات والكيانات الحكومية المالية وغير المالية، وتمويل العقارات التجارية وأنشطة التأجير المالي.
- (3) الخدمات المصرفية الشاملة «Global banking»: وهي أين تتنافس البنوك التجارية رأساً لرأس مع نوع آخر من المؤسسات المالية - المؤسسات المصرفية الاستثمارية «Investment Banking Firms»، وتغطي بوجه عام مجموعة واسعة من الأنشطة التي تشمل تمويل الشركات وأسواق رأس المال ومنتجات وخدمات الصرف الأجنبي، بحيث يشمل تمويل الشركات (1) توفير الأموال لفائدة عملاء البنك، وقد يتجاوز ذلك القروض البنكية التقليدية ليشمل الاكتتاب في الأوراق المالية وتقديم خطابات الائتمان وغيرها من أنواع الضمانات؛ و(2) المشورة المالية على مسائل مثل استراتيجيات الحصول على الأموال وإعادة هيكلة الشركات والبيع أو التصفية «Divestitures» والحيازة أو الاستحواذ «Acquisitions». أما بالنسبة لسوق رأس المال ومنتجات وخدمات الصرف الأجنبي فتشمل المعاملات التي يمكن للبنك أن يكون فيها بمثابة وكيل أو وسيط في الخدمة.

6. شركات التأمين:

تلعب شركات التأمين دوراً هاماً في الاقتصاد، ذلك أنها تعتبر متحملة أو ضامنة للمخاطر بالنسبة لمجموعة واسعة من الأحداث القابلة للتأمين. أحد أشكال التأمين، تأمين الضمان المالي «Financial guarantee insurance» (يشار إليه عادةً بالتأمين على السندات) الذي أصبح جزءاً لا يتجزأ من أسواق رأس المال. فضلاً عن ذلك، فإنه فضلاً عن دورها كمتحملة للمخاطر، تعتبر شركات التأمين من المساهمين الرئيسيين في سوق رأس المال باعتبارها مستثمرة فيه.

لتوضيح ذلك أكثر، نقوم بشرح الأسس الاقتصادية لصناعة التأمين. كتعويض لشركات التأمين عن بيع الحماية ضد وقوع أحداث مستقبلية، فإنها تتلقى مبلغ مدفوع مرة واحدة أو أكثر على مدى عمر وثيقة التأمين، حيث يسمى هذا المبلغ المدفوع الذي تتلقاه بالقسط «Premium». ما بين الوقت الذي يتم فيه القيام

بدفع القسط من قبل حامل وثيقة التأمين «Policyholder» إلى شركة التأمين والوقت الذي يتم فيه دفع استحقاق على شركة التأمين، فإن هذه الأخيرة يمكنها استثمار تلك العائدات في السوق المالية.

7. شركات إدارة الأصول «Asset Management Firms»:

تسير شركات إدارة الأصول أموال الأفراد والمنشآت والدول والكيانات الحكومية المحلية، وتتقاضى تعويضها عن هذه الخدمة من خلال الرسوم التي تفرضها، بحيث يكون الرسم مرتبطاً بالمبلغ المسير لحساب العميل، وفي بعض الحالات، يكون مرتبطاً بأداء الأصول المدارة. بعض شركات إدارة الأصول هي فروع لبنوك تجارية وشركات تأمين ومؤسسات مصرفية استثمارية.

تشتمل أنواع الحسابات والعملاء ومجالات الأنشطة لشركات إدارة الأصول على:

- شركات الاستثمار النظامية «Regulated Investment Companies (RICs)»
- الصناديق المؤشرة المتداولة في البورصة* «Exchange Traded Funds (ETFs)»
- الحسابات المدارة بشكل منفصل «Separately managed accounts»
- صناديق التحوط «Hedge Funds»
- صناديق معاشات التقاعد «Pension Funds»
- شركات الاستثمار النظامية «RICs»: شركات الاستثمار النظامية «RICs» هم عبارة عن وسطاء ماليين، يقومون ببيع الأسهم للجمهور، ويستثمرون عائداتها في محافظ متنوعة من الأوراق المالية، حيث توكل لشركات إدارة الأصول مهمة إدارة محافظ «RICs». كل سهم مباع يمثل حصة نسبية في حافظة الأوراق المالية المدارة من قبل «RIC» نيابة عن مساهميها. إضافةً إلى ذلك، فإن قيمة كل سهم من الحافظة (ليس بالضرورة السعر) تسمى بالقيمة الصافية للأصل* «Net Asset Value» (NAV)، حيث يتم تحديد «NAV» فقط في ختام تداولات اليوم.

هناك نوعان من شركات الاستثمار النظامية «RICs» المسيرة من قبل شركات إدارة الأصول:

صناديق استثمار برأس مال مفتوح «Open-end funds» وصناديق استثمار برأس مال مغلق «Closed-end fund».

- الصناديق المؤشرة المتداولة في البورصة «ETFs»: وهي أداة استثمارية تشترك في العديد من الخصائص مع صناديق الاستثمار المشتركة، تم إدخالها إلى السوق المالية الأمريكية سنة 1993

* يطلق عليها بالفرنسية «Fonds indiciel négociable en bourse» وهي صناديق مرتبطة بمؤشر ويمكن تداول وحداتها كالأسهم.

* وهي القيمة الفعلية للأصل في السوق.

بسبب بعض العيوب المتعلقة بالتسعير والتداول والإخضاع الضريبي للأرباح الرأسمالية للمساهمين في الصناديق، التي كانت تلازم صناديق الاستثمار مفتوحة رأس المال (أي صناديق الاستثمار المشتركة «Mutual Funds»). وعلى الرغم من كونها صناديق توظيف برأس مال مفتوح، إلا أن «ETFs» هي، على نحو ما، شبيهة بصناديق التوظيف برأس مال مغلق، التي لها أقساط صغيرة أو خصومات «Discounts» من قيمها الصافية للأصول.

▪ **صناديق التحوط:** تعطي كل من هيئة الخدمات المالية والهيئة التنظيمية لجميع مقدمي الخدمات

المالية، في المملكة المتحدة، التعريف التالي لصناديق التحوط:

يمكن تعريف المصطلح من خلال الأخذ بعين الاعتبار، على وجه التحديد، الخصائص المرتبطة

بصناديق التحوط. صناديق التحوط غالباً:

- هي منظمة كشراكات استثمارية خاصة أو شركات استثمارية خارجية «offshore».
- تستخدم مجموعة واسعة من استراتيجيات التداول التي تنطوي على أخذ مركز في مجموعة من الأسواق.
- توظف مجموعة متنوعة من تقنيات وأدوات التداول التي غالباً ما تتضمن البيع على المكشوف «Short-Selling» والمشتقات والرفع المالي.
- تدفع علاوات مردودية لمديرها.
- لديها قاعدة مستثمرين تضم أفراد ومؤسسات من ذوي الثراء، حيث أن الحد الأدنى للاستثمار مرتفع نسبياً.

هذا التعريف يساعدنا على فهم العديد من السمات المميزة لصناديق التحوط. أولاً، وقبل كل

شيء، كلمة تحوط في صناديق التحوط تعتبر مضللة لأنها ليست سمة من سمات صناديق التحوط اليوم. ثانياً، تستخدم صناديق التحوط مجموعة واسعة من استراتيجيات وتقنيات التداول ليس لمجرد توليد عوائد غير طبيعية، بل بالأحرى سعياً لتوليد عائدات ممتازة بغض النظر عن كيفية تحرك السوق، حيث تشتغل صناديق التحوط في قطاعات الأسواق التالية: سوق الأسهم والسندات والعملات، فضلاً عن أسواق المشتقات. ثالثاً، في تقييم صناديق التحوط نجد بأن المستثمرين مهتمين بالعائد

المطلق* المولد من طرف مدير الأصل وليس بالعائد النسبي**. العائد المطلق ببساطة هو العائد المحقق بدلاً من العائد النسبي، الذي هو الفرق ما بين العائد المحقق والعائد على مقياس ما أو مؤشر، الذي يختلف تماماً عن المعيار المستخدم عند تقييم أداء مدير الأصل.

رابعاً، يعتبر هيكل رسم إدارة الاستثمار*** «Management Fee» لصناديق التحوط مزيج من رسم ثابت على أساس القيمة السوقية للأصول المدارة إضافةً إلى حصة من العائد الإيجابي. هذا الأخير هو التعويض على أساس الأداء ويشار إليه برسم الحافز «Incentive fee».

▪ **الحسابات المدارة بشكل منفصل:** بدلاً من الاستثمار مباشرةً في الأسهم والسندات، أو عن طريق بدائل مثل صناديق الاستثمار المشتركة والصناديق المؤشرة المتداولة في البورصة «ETFs»، أو صناديق التحوط، فإن شركات إدارة الأصول توفر للمستثمرين الفرديين والمؤسساتيين فرصة للاستثمار في حساب مدار بشكل منفصل (المسمى كذلك بالحساب المدار بشكل فردي)، حيث أنه في مثل هذه الحسابات، يتم تكييف الاستثمارات المختارة من قبل مدير الأصل لتحقيق أهداف المستثمر. لكن، وبالرغم من أن الحسابات المدارة بشكل منفصل توفر لعملاء إدارة الأصول أداة استثمارية تتغلب على كل تقييدات «RICs»، إلا أنها تعتبر أكثر تكلفة من «RICs» من حيث المصاريف المفروضة.

▪ **صناديق معاشات التقاعد:** يتم تأسيس صندوق نظام التقاعد لدفع استحقاقات التقاعد المحتملة، حيث أن راعي النظام هو الكيان الذي يضع نظام التقاعد. يمكن أن يكون راعي النظام منشأة تجارية خاصة أو منشأة عمومية أو اتحاد أو فرد.

هناك نوعان أساسيان لأنظمة التقاعد مستخدمان على نطاق واسع، هما: نظام المزايا المحددة «Defined Benefit Plans» ونظام الاشتراك المحدد «Defined Contribution Plans». بالإضافة إلى هذين النوعين، هناك نوع آخر هجين يدعى بنظام رصيد الصندوق «Cash Balance Plan» يجمع بين خصائص كلا النوعين السابقين.

في نظام المزايا المحددة «DB» يتعاقد راعي النظام على دفع مبالغ محددة للموظفين المؤهلين عند بداية التقاعد (وبعض المبالغ المدفوعة في حالة الوفاة قبل التقاعد). في الواقع، تعتبر التزامات

* هو قياس للربح أو خسارة الذي يحققه أصل ما على امتداد فترة معينة من الزمن. هذا القياس يأخذ بعين الاعتبار الارتفاع في القيمة «Appreciation» أو الانخفاض في القيمة «Depreciation» (معبّر عنه كنسبة مئوية) الذي يحققه الأصل - حافطة استثمارية أو صندوق استثمار مشترك - خلال فترة معينة من الزمن.

** هو العائد الذي يحققه أصل ما على مدى فترة من الزمن مقارنةً بمعيار معين «Benchmark».

*** يسمى كذلك برسم إدارة الإصدارات.

نظام التقاعد «DB» بمثابة التزام بدين من قبل راعي النظام، وبالتالي يتحمل هذا الأخير مخاطر عدم كفاية الأموال في النظام للوفاء بالمدفوعات التعاقدية المنتظمة التي يتعين عليه القيام بها لفائدة الموظفين المتقاعدين الحاليين، فضلاً عن أولئك الذين سيتقاعدون في المستقبل.

لراعي النظام عدة خيارات متاحة في تحديد الجهة التي ستتولى إدارة أصول النظام، تتمثل في:

- الإدارة الداخلية: أن يستخدم راعي النظام هيئة الاستثمار لديه لإدارة أصول النظام.
 - الإدارة الخارجية: أن يتعهد بإدارة أصول النظام لمصالح شركة واحدة أو أكثر من شركات إدارة الأصول.
 - الجمع بين الإدارة الداخلية والخارجية: أن تتم إدارة بعض أصول النظام داخلياً من قبل راعي النظام وتدار الأرصدة من طرف شركة واحدة أو أكثر من شركات إدارة الأصول.
- يتلقى مدراء الأصول الذين يتولون إدارة أصول نظام المزايا المحددة تعويض في شكل رسم إدارة الاستثمار.

في نظام الاشتراك المحدد «DC» يعتبر راعي النظام مسؤول فقط عن القيام بمساهمات معينة في النظام نيابة عن المشتركين المؤهلين، بالمبلغ الذي يتعين المساهمة به والذي غالباً ما يكون إما نسبة مئوية من أجر المستخدم و/أو نسبة مئوية من أرباح صاحب العمل. لا يضمن راعي النظام أي مبلغ محدد عند التقاعد، فالمبلغ الذي يتحصل عليه المستخدم عند التقاعد غير مضمون، لكن بالأحرى يتوقف على نمو أصول النظام. يقدم راعي النظام لمشاركي النظام خيارات متنوعة فيما يتعلق بأدوات الاستثمار التي يمكنهم الاستثمار من خلالها.

نظام التقاعد الهجين هو مزيج من نظام المزايا المحددة ونظام الاشتراك المحدد، أين يمثل نظام رصيد الصندوق النوع الأكثر شيوعاً. يحدد هذا النظام استحقاقات التقاعد المستقبلية وليس المساهمات الاجتماعية من صاحب العمل، حيث تستند استحقاقات التقاعد على مبلغ ثابت لمساهمة اجتماعية سنوية وعائد استثمار سنوي أدنى مضمون. كل حساب مشترك في نظام رصيد الصندوق يفيد فيه مبلغ مالي يشبه مساهمة اجتماعية لرب عمل ويتم تحديده عموماً كنسبة مئوية من الأجر. وكل حساب مشترك تفيد فيه كذلك فائدة مقترنة بمؤشر ما ثابت أو متغير مثل مؤشر أسعار المستهلك «Consumer Price Index (CPI)». يوفر نظام رصيد الصندوق عادةً مستحقات في شكل توزيع مبلغ جزافي كدفعة مالية سنوية.

8. بنوك الاستثمار:

كما هو الحال مع البنوك التجارية، تعتبر بنوك الاستثمار كيانات عالية الاستدانة حيث تلعب أدواراً هامة في كل من الأسواق الأولية والثانوية. يكمن الدور الأول في المساعدة على جمع الأموال من قبل الشركات والوكالات الحكومية والدولة والكيانات الحكومية المحلية والكيانات الأجنبية (السيادية والشركات). ويكمن الدور الثاني في مساعدة المستثمرين الراغبين في استثمار الأموال من خلال العمل كوسطاء أو وكلاء في معاملات السوق الثانوية.

تتدرج عمليات بنوك الاستثمار تحت فئتين اثنتين: (1) شركات منتسبة إلى الشركات القابضة للخدمات المالية الكبرى؛ و(2) الشركات التي هي مستقلة عن الشركات القابضة للخدمات المالية الكبرى. كبريات شركات الاستثمار منتسبة إلى كبريات شركات المصارف التجارية القابضة.

الطريقة الأخرى، التي من خلالها يتم تصنيف المؤسسات المصرفية الاستثمارية، تستند على أنواع الأنشطة (أي التخصصات التجارية) التي تشارك فيها: بنوك الاستثمار للخدمات الكاملة «Full Service Investment Banks» ومؤسسات الوساطة المصرفية المتخصصة «Boutique Investment Banks». الأولى نشطة في مجموعة واسعة من أنشطة الخدمات المصرفية للاستثمار، في حين نجد بأن الأخيرة متخصصة في عدد محدود من تلك الأنشطة. تشمل أنشطة الخدمات المصرفية للاستثمار على:

- طرح للاكتتاب العام للأوراق المالية.
- طرح للاكتتاب الخاص للأوراق المالية.
- تداول الأوراق المالية.
- عمليات الاندماج والاستحواذ وتقديم المشورة لإعادة الهيكلة المالية.
- الخدمات البنكية للاستثمار «Merchant Banking».
- تمويل الأوراق المالية وخدمات الوساطة الرئيسية.
- إدارة الأصول.

المطلب الثاني: أسواق رأس المال الدولية

أصبحت أسواق رأس المال الحديثة حقاً عالمية في مستواها وامتدادها، فعلى الرغم من كون نيويورك هي أكبر مركز مالي في العالم، وذلك وفقاً لمقاييس عدة، فإن بعض التطورات أدت بسوق المال الدولي أن ينشأ في لندن. في السنوات الموالية للحرب العالمية الثانية مباشرة، فقدت لندن دورها التقليدي كمكان لجمع رأس المال المالي «Financial capital» للمشاريع الاستثمارية في الخارج على نطاق واسع، حيث تقلصت إلى سوق محلية صغيرة متمحورة حول إصدار وتداول أسهم المملكة المتحدة والسندات الحكومية. ثم تم

إعادة اكتشاف مركزها العالمي عبر نمو ما يسمى بالأسواق المالية الأوروبية «Euromarkets» ابتداءً من خمسينات وستينات القرن الماضي. (البادئة «Euro» هنا هي تاريخية ولا ترتبط برمز العملة الأوروبية الموحدة التي أنشأت لاحقاً).

بدأ كل شيء مع الدولارات الأوروبية «Eurodollars» (أو ما يعرف كذلك باليورودولار)، التي هي عبارة عن الدولارات المودعة في حسابات دولية خارج الرقابة التنظيمية المباشرة للبنك المركزي الأمريكي (الاحتياطي الفيدرالي). يقع أكبر سوق للدولار الأوروبي في لندن، ومنذ الخمسينات أطلقت بنوك من الولايات المتحدة وحول العالم عمليات في لندن للاستحواذ على حصة من هذه التجارة المربحة، حيث تم تدوير هذه الدولارات في شكل قروض لفائدة الشركات والمقرضين السياديين، وعبر إنشاء سندات يورو دولار «Eurodollar Bonds» (السندات الأوروبية المقومة بالدولار) بيعت للمستثمرين الدوليين الذين ينشون عائدات جذابة على دولاراتهم الفائضة.

أعطت أزمة النفط في أوائل السبعينات دفعة هائلة للأسواق المالية الأوروبية، حيث وجدت الكميات الكبيرة لما يسمى بالدولارات البترولية «Petrodollars» موطناً لها في البنوك المتمركزة في لندن. ازدهرت سوق السندات الأوروبية «The Eurobond Market» في عام 1975 ومنذ ذلك الحين لم تنظر السوق الدولية للأوراق المالية أبداً إلى الوراء، حيث أصبحت البنوك مبتكرة في الأدوات المالية التي أنشأتها أكثر من أي وقت مضى، وتطورت السوق المالية الأوروبية لتضم عملات أخرى على غرار الدولار، كاليورو وبن مثلاً «Euroyen» واليورو مارك «Euromarks»، إلى غير ذلك من العملات، حيث كانت شعارات الأسواق المالية الأوروبية الابتكار والتنظيم الذاتي. سمحت المملكة المتحدة للسوق بالتطور إلى حد كبير من دون عوائق، وأبقت تركيزها الرئيسي على أسواق الإسترليني المحلية والنظام المصرفي للمملكة المتحدة. لتجنب الخلط بينها وبين العملة الأوروبية الموحدة فإنه يشار غالباً إلى السندات الأوروبية «Eurobonds» بالسندات الدولية «International Bonds». مع أنه يمكن لهذه الأخيرة أن تكون مقومة بمجموعة من العملات الأجنبية، إلا أن الدولار الأمريكي لا يزال هو الأكثر شعبية.

على الرغم من كون لندن تعتبر موطناً للأسواق المالية الأوروبية، إلا أن هناك مراكز أخرى، مثلاً في آسيا. وتعتبر الرابطة التجارية لوسطاء السندات الأوروبية هي الرابطة الدولية لأسواق رأس المال «ICMA»، التي توفر قانون التنظيم الذاتي من القواعد والممارسات التي تحكم إصدار وتداول الأوراق المالية.¹

¹ Chisholm, Andrew M. Op. Cit., pp. 4-5.

أسواق السندات العالمية:

كما ذكرنا سابقاً، كان أصل الزيادة المذهلة في حجم الأسواق المالية العالمية هو ارتفاع أسعار النفط في أوائل السبعينات، حيث حرض هذا الارتفاع على إنشاء نظام مصرفي دولي متطور، وأدى إلى تدفق واسع لرؤوس الأموال الداخلة من الدول المنتجة للبترول إلى بنوك الدول المتقدمة، أين تم توظيف نسبة كبيرة من هذه التدفقات في ودائع اليورو لدى البنوك الكبرى. كما ساهم كذلك كل من العجز التجاري المتنامي ومستوى الاقتراض العمومي في الولايات المتحدة في زيادة حجم الأسواق المالية العالمية، فقد شهدت السنوات العشر الماضية نمواً هائلاً في أحجام أسواق رأس المال والتجارة، كما تم تخفيف ضوابط رأس المال وانتقلت أسعار الصرف من ثابتة إلى عائمة، وأصبحت أسواق رأس المال المحلية مدولة. كان النمو مدعوماً بواسطة التقدم السريع لتكنولوجيا المعلومات والاستخدام واسع الانتشار لتقنيات الهندسة المالية.

زادت سوق السندات العالمية في الحجم 15 مرة في الثلاثين سنة الماضية، كما في نهاية 2013، أين بلغ حجم التداول أكثر من 25 ترليون \$.

تعتبر سوق سندات الخزنة للولايات المتحدة الأمريكية أكبر سوق سندات في العالم. مثل أسواق السندات في المملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا، وغيرها من الدول المتقدمة فإنها كذلك تعتبر أكثر سيولة وشفافية. من بين أسواق السندات الحكومية الرئيسية في العالم، تشكل سوق الولايات المتحدة الأمريكية ما يقرب من نصف المجموع، وتأتي السوق اليابانية في المرتبة الثانية من حيث الحجم، تليها السوق الألمانية. بالتالي، فإن جزء كبير من سوق السندات الحكومية يتركز في عدد قليل من البلدان.¹

أسواق الأسهم العالمية:

حتى وقت قريب، كانت سوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية إلى حد بعيد هي الأكبر في العالم، لكن أخذت أسواق الأسهم العالمية الأخرى تزداد أهمية بحيث لم تعد الولايات المتحدة هي رقم واحد. ولقد دفع الاهتمام المتزايد بالأسهم الأجنبية في الولايات المتحدة إلى تطوير صناديق الاستثمار المشتركة المتخصصة في التداول في أسواق الأسهم الأجنبية. لم يعد المستثمرون الأمريكيون يعطون اهتماماً إلى مؤشر داوجونز الصناعي «DJIA» فقط، بل أصبحوا يهتمون كذلك بمؤشرات أسعار الأسهم للبورصات الأجنبية مثل مؤشر نيكاي 300 (طوكيو) ومؤشر الفايننشال تايمز لأسعار أسهم 100 شركة متداولة في بورصة لندن. إن تدويل الأسواق المالية كان له آثار عميقة على الولايات المتحدة الأمريكية، فالأجانب،

¹ Choudhry, Moorad., Moskovic, David., Wong, Max. (2014) **Fixed Income Markets: Management, Trading, Hedging**. 2nd Ed. Singapore: Wiley, p. 7.

وعلى وجه الخصوص المستثمرون اليابانيون، لم يوفرُوا فقط أموالاً للشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، بل ساعدوا كذلك في تمويل الحكومة الفيدرالية، وبدون هذه الأموال ما كان للاقتصاد الأمريكي أن ينمو بهذه السرعة خلال العشرين سنة الماضية. إن تدويل الأسواق المالية يفتح طريقاً لاقتصاد عالمي أكثر تكاملاً، تكون فيه تدفقات السلع والتكنولوجيا ما بين البلدان أكثر تواتراً.¹

أولاً: تطور وعولمة أسواق رأس المال

سيكون من الصعب فهم التطورات الحديثة في أسواق رأس المال المحلية، فضلاً عن آفاقها، ما لم يؤخذ في الحسبان الاتجاهات السائدة في أسواق رأس المال العالمية. إن دراسة كيف تطورت أسواق رأس المال الدولية لا يساعد فقط على وضع أسس مقارنة لتقييم أداء الأسواق المحلية، ولكن يساعد أيضاً على فهم الدرجة التي فيها تكون التطورات المحلية هي نتيجة للتغيرات في أسواق رأس المال الدولية.

لقد توسعت العولمة المالية لدرجة أنه أصبح من الصعب تجاهلها. وعلاوةً على ذلك، اتخذت العديد من التطورات الجديدة مكان لها في العقود الثلاثة الماضية، محدثةً تغييرات مهمة في أسواق رأس المال بالنسبة لكل من الدول المتطورة والنامية. ومع ذلك، وعلى الرغم من ادراك الانتشار الواسع للعولمة المالية، فإن النظام المالي الدولي يبقى بعيداً من أن يكون متحد كلياً، وهناك أدلة على استمرار تجزئة أسواق رأس المال عبر البلدان وداخلها.²

ثانياً: التطورات الرئيسية في أسواق رأس المال الدولية

عرفت أسواق رأس المال نمواً جوهرياً في البلدان المتقدمة على مدى العقود الثلاثة الماضية، لتشهد ازدهاراً كبيراً في التسعينات من القرض الماضي. وكجزء من هذه العملية، جمعت الشركات المزيد من رأس المال في أسواق الأسهم والسندات، في الحين الذي رفع فيه المستثمرون، أفراداً ومؤسسات، مساهماتهم في تلك الأسواق. شهدت الأسواق المالية مثل هكذا توسع قوي بحلول سنة 2004، حيث بلغ الائتمان المجمع لفائدة القطاع الخاص من المؤسسات المالية ورسملة البورصة والسندات الخاصة المتداولة، متوسط يفوق 260 في المئة من إجمالي الناتج المحلي لبلدان G-7، مقارنة مع نحو 100 في المئة في سنة 1975.

لقد رافق تطور أسواق رأس المال في البلدان الغنية زيادة في التكامل (الاندماج) المالي ما بين الدول. هاته العولمة ليست جديدة، فلقد تواجدت تدفقات رؤوس الأموال الدولية منذ أمد بعيد. في الواقع، إذا ما

¹ Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G. **Op. Cit.**, p. 22.

² De la Torre, Augusto., Schmukler, Sergio L. (2007) **Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience**. USA: The World Bank & Stanford University Press Ed, p. 8.

استندنا إلى بعض المقاييس، فإن امتداد حركة رأس المال العالمي وتدفقات رؤوس الأموال لمئة سنة خلت، على وجه الخصوص خلال عهد قاعدة الذهب (تقريباً، خلال الفترة الممتدة من 1880 إلى 1914)، يمكن مقارنته بالمستوى الحالي الذي نعيشه اليوم، ففي ذلك الوقت، ومع ذلك، شاركت بعض الدول والقطاعات في العولمة المالية. مالت تدفقات رؤوس الأموال إلى اتباع الهجرة وكانت موجهة عموماً نحو دعم تدفقات التجارة والاستثمار في البنية التحتية في العالم الذي هو في طور التطور آنذاك (بما في ذلك، على سبيل المثال، أمريكا الشمالية). بالنسبة للجزء الأكبر، أخذت تدفقات رؤوس الأموال شكل تدفقات سندات وكانت طويلة المدى.

مثل وقوع الحرب العالمية الأولى الواقعة الأولى لهذه الموجة من العولمة المالية، التي أعقبت بفترة من عدم الاستقرار والأزمات أدت في نهاية المطاف إلى الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية. بعد هذه الأحداث، وقفت الحكومات موقف الضد من العولمة المالية من خلال فرض ضوابط على رأس المال لاستعادة استقلالية السياسة النقدية، فوصلت هذه التدفقات المالية المكبوحة إلى مستويات جد منخفضة خلال فترة الخمسينات والستينات. وكان النظام العالمي إذاً تحت سيطرة اتفاقية بريتون وودز «Bretton Woods» لأسعار الصرف الثابتة لكن القابلة للتعديل، وحركة رأس المال المحدودة، والسياسات النقدية المستقلة. شهدت بعد ذلك سنوات السبعينات بداية عهد جديد في النظام المالي الدولي، فكننتيجة لصدمة النفط وارتفاع حركة رؤوس الأموال العاملة من خلال سوق اليورو دولار (وهذا هو التجاوز للضوابط الرسمية لرأس المال) والتفكك اللاحق لنظام بريتون وودز، بدأت موجة جديدة من العولمة. بانحلال اتفاقية بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة، كانت الدول قادرة على الانفتاح على أكبر حركة رؤوس أموال مع الحفاظ في نفس الوقت على استقلالية سياساتها النقدية.

مع أن العولمة المالية في بداية القرن العشرين جذبت في الأساس تدفقات من البلدان الغنية (في المقام الأول المملكة المتحدة) إلى الاقتصادات الناشئة، إلا أن معظم النشاط في أحدث مرحلة للعولمة حدث بين الاقتصادات المتطورة. في هذه المرحلة زادت تدفقات رؤوس الأموال ما بين البلدان المتقدمة بشكل قوي، وفي نفس الوقت تركزت أنشطة سوق رأس المال في عدد قليل من المراكز الدولية الكبرى، لا سيما في فرنكفورت ولندن ونيويورك وطوكيو.

عززت قوى مختلفة الموجة الأخيرة لتنمية وتطوير سوق رأس المال والعولمة المالية، هذه القوى يمكن تصنيفها إلى ثلاث فئات: السياسات الحكومية، والابتكارات التكنولوجية والمالية، وعوامل جانبي العرض والطلب.

أولاً، عززت الحكومات تطوير سوق رأس المال من خلال تحرير القطاع المالي، ولعب النمو السريع لسوق اليورو دولار دوراً مفصلياً في هذا الصدد، حيث أدت هذه الأخيرة إلى تصاعد في حركة رؤوس الأموال متجاوزة قيود رأس المال التي نشأت في حقبة بريتون وودز. هذا الارتفاع في حركة رؤوس الأموال عبر الأسواق الخارجية وضع ضغوطاً متزايدة على البلدان المتقدمة لتحرير وفتح أسواقها المالية الوطنية، التي بدورها عززت أكثر تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود. انطوت عملية التحرير على تدابير عدة، تمثلت في سياسات تضمنت إزالة ضوابط أسعار الفائدة، والتقليل من برامج الائتمان الموجهة، وتحرير أسواق الأسهم، وفتح حساب رأس المال لميزان المدفوعات. كانت تهدف هذه التدابير إلى تمكين قوى السوق من العمل بقدر أكبر من الحرية وجعل القطاع المالي أكثر كفاءة وتشجيع بروز واستخدام أسواق الأوراق المالية، والسماح بتنويع المخاطر عبر البلاد.

ثانياً، سهل التقدم التكنولوجي من استخدام أسواق رأس المال من خلال تخفيض تكاليف المعاملات وجعل التداول والتقااص وأنشطة التسوية أكثر كفاءة. كذلك، ساعدت الابتكارات المالية في تطوير أدوات جديدة تمكن المستثمرين من تنويع المخاطر والتحوط ضدها، وكان الابتكار المالي المهم هو توريق الأصول غير السائلة، وأبرزها القروض الرهنية والقروض الاستهلاكية، لتحويلها إلى أوراق مالية سائلة يتم تداولها في أسواق رأس المال. ساعد على عملية الابتكار التكنولوجي والمالي ظهور تكتلات مالية دولية كبيرة تشغل في جميع أنحاء العالم وتقدم مجموعة واسعة من الخدمات المالية.

ثالثاً، التغييرات في جانب الطلب أعطت كذلك دفعة مهمة لأسواق رأس المال، فلقد وجد المستثمرون طرق جديدة لتنويع محافظاتهم الاستثمارية من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية بدلاً من الودائع المصرفية. كما مكن بروز هيئات الاستثمار، مثل صناديق الاستثمار المشتركة وصناديق المعاشات، المستثمرين الأفراد من شراء أوراق مالية بتكلفة منخفضة، وفي نفس الوقت، تنويع استثماراتهم في تشكيلة من الأصول حتى عبر البلدان.¹

المطلب الثالث: سوق الرهن العقاري

على مدى العقدين الماضيين، أثار ارتفاع التسعير على أساس المخاطر والاهتمام المتزايد بسوق الرهن العقاري الثانوي وبرز وسطاء الرهن العقاري في التسويق ونشأة القروض الرهنية العقارية السكنية ثورة افتراضية في الأسواق المالية الأمريكية، حيث أن الارتفاع المثير في الإقراض الرهني العقاري جلب معه مجموعة متنوعة من منتجات الرهن العقاري الجديدة. هذا النمو وسع فرص الحصول على الائتمان

¹ De la Torre, Augusto., Schmukler, Sergio L. **Op. Cit.**, pp. 8-10.

بالنسبة للمستهلكين الذين تقليدياً لم يخدمهم جيداً سوق الرهن العقاري ويمكن الملايين من أصحاب المنازل من استغلال حقوق الملكية العقارية المتراكمة للمساعدة على تلبية احتياجاتهم الاستهلاكية والاستثمارية. قبل التطرق إلى سوق الرهن العقاري وتقسيماته يجدر بنا أولاً معرفة مفهوم الرهن العقاري «Mortgage» وتصنيفاته وأنواعه وكذا آلياته.

أولاً: مفهوم القرض الرهني العقاري «Mortgage»

كلمة «Mortgage» في اللغة الإنجليزية، التي تترجم في اللغة العربية إلى "رهن عقاري"، يعود أصلها إلى الفرنسية القديمة وتعني حرفياً "نذر الموت"، وهذا يشير ليس إلى موت المقترض بل إلى موت القرض، ذلك أن الرهونات العقارية مثلها مثل العديد من الأنواع الأخرى للقروض، لها فترة محددة للاستحقاق - وهو التاريخ الذي يسدد فيه القرض بالكامل. اليوم، يتم سداد القروض الرهنية العقارية على أقساط (في معظم الأحيان شهرياً)، بحيث يتم سداد القرض على امتداد فترة من الزمن بدلاً من سداد مبلغ إجمالي عند تاريخ الاستحقاق¹. الرهن العقاري أو بالأحرى القرض الرهني العقاري هو قرض مضمون بعقار، فمثلاً قد يحصل مقاول البناء على قرض رهني عقاري لتمويل بناء عمارة مكاتب، أو قد تحصل عائلة على قرض رهني عقاري لتمويل شراء منزل. في كلتا الحالتين يتم استهلاك القرض: يقوم المقترض بتسديده على امتداد فترة من الزمن وفق تركيبة معينة من أصل القرض ومدفوعات الفائدة تؤدي إلى السداد الكامل للدين حسب الاستحقاق. ولأن أكثر من 80% من قروض الرهن العقاري موجهة لتمويل شراء المنازل السكنية فإن تركيزنا سيكون منصب على القروض الرهنية العقارية السكنية.

الطريقة الوحيدة لفهم القرض الرهني العقاري الحديث هي استعراض تاريخه. استخدمت أولى نماذج القروض الرهنية العقارية في إنجلترا في بداية سنوات 1190، ثم بعد ذلك دخلت حيز الاستخدام في أوروبا. وفي بداية القرن التاسع عشر، بدأ نظام الرهن العقاري في الانتشار في جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكية بسبب الهجرة من أوروبا، لكن كانت القوانين في العديد من الولايات تمنع البنوك من تمويل القروض الرهنية العقارية كي لا تربط البنوك أموالها في قروض طويلة الأجل.

بحلول سنة 1880، تعلم مصرفيو الرهن العقاري ترشيد عملياتهم من خلال بيع السندات لجمع أموال طويلة الأجل يقرضونها، حيث قاموا بجمع حافضة من عقود قروض الرهن العقاري واستخدموها كضمان لإصدار سندات تم بيعها للجمهور. العديد من هذه القروض تم استخدامها لتمويل التوسع الزراعي في الغرب

¹ McDonald, Daniel., Thornton, Daniel L. (2008) A Primer on the Mortgage Market and Mortgage Finance. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 90 (1), pp. 31-45. Available at: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/01/McDonald.pdf>

الأوسط (شمال وسط أمريكا)، لكن لسوء الحظ أدى الركود الزراعي في سنوات 1890 إلى العديد من حالات التخلف عن الدفع، وانخفضت أسعار الأراضي، وذهب عدد كبير من مصرفيي الرهن العقاري إلى الإفلاس، بحيث أصبح من الصعب جداً الحصول على قروض طويلة الأجل. واستمرت هذه الحالة إلى ما بعد الحرب العالمية الأولى، إلى غاية الترخيص للبنوك الوطنية بإنشاء قروض رهنية عقارية. تسبب هذا التغيير التنظيمي في إحداث ازدهار كبير للعقار، وتوسع الإقراض العقاري بسرعة.

واجتاحت الأزمة سوق الرهن العقاري مرة أخرى عبر الكساد العظيم في الثلاثينات من القرن الماضي، أين أصبح الملايين من المقترضين بدون عمل وبالتالي لم يعودوا قادرين على القيام بسداد أقساط قروضهم. قاد هذا الأمر إلى حجز الرهن وبيع الأراضي فتسبب ذلك في انهيار قيم العقار، وتلقت مؤسسات الرهن العقاري من جديد ضربة قاسية أدت إلى إفلاس الكثير منها.

أحد الأسباب الذي أدى بالعديد من المقترضين إلى التخلف عن سداد قروضهم هو نوعية القرض الرهن العقاري الذي كان بحوزتهم، حيث أن معظم القروض الرهنية العقارية في هذه الفترة كانت قروض أقساط سدادها الأخيرة أكبر من أقساطها السابقة، وهو ما يعرف بـ «Balloon loans»: يسدد المقترض الفائدة فقط مدة ثلاث أو خمس سنوات في الوقت الذي يصبح فيه كامل مبلغ القرض مستحق. عادةً ما يكون المقرض على استعداد لتجديد الدين مع تخفيض معين في أصل الدين، إلا أنه إذا كان المقترض عاطلاً عن العمل فلن يجد له المقرض، وبالتالي يصبح المقترض في حالة عسر.

كجزء من برنامج التعافي من الكساد، تدخلت الحكومة الفيدرالية في الولايات المتحدة وقامت بإعادة هيكلة سوق الرهن العقاري، حيث تولت الحكومة أمر «Balloon loans» المتعثرة وسمحت للمقترضين بسدادها على مدى فترات طويلة من الزمن، مما جعل هذه الأنواع الجديدة من القروض أكثر شعبية. وبدأت مؤسسات الادخار والقروض في تقديم قروض مماثلة لمقتني المنازل، حيث ساهم الطلب المرتفع عليها في استعادة صحة صناعة الرهن العقاري.¹

اليوم، الولايات المتحدة الأمريكية لديها سوق الرهن العقاري الثانوي الأكثر تطوراً في العالم.

ثانياً: تصنيفات القروض الرهنية العقارية

يمكن تصنيف القروض الرهنية العقارية وفق طرق مختلفة، لكن هناك تصنيفان هامين هما: القروض الرهنية العقارية الممتازة «Prime» مقابل عالية المخاطر «Subprime»، والقروض الرهنية العقارية المؤمنة «Insured» مقابل التقليدية «Conventional».²

¹ Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G. *Op. Cit.*, pp. 324-325.

² Madura, Jeff, *Op. Cit.*, pp. 207-208.

1. القروض الرهنية العقارية الممتازة مقابل عالية المخاطر:

يمكن تصنيف القروض الرهنية العقارية وفقاً لاستيفاء المقترض لمعايير الإقراض التقليدية. المقترضون الذين يحصلون على قروض رهنية عقارية ممتازة «Prime Mortgages» يستوفون معايير الإقراض التقليدية، بينما تمنح القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر «Subprime Mortgages» للمقترضين الذين لم يتم قبولهم للحصول على قروض ممتازة لأن لديهم دخل منخفض نسبياً أو ديون قائمة مرتفعة، أو يمكنهم القيام بدفعات صغيرة فقط. في السنوات الأخيرة التي سبقت أزمة الرهن العقاري، خاصة بين عامي 2003 و2005، العديد من المؤسسات المالية، مثل شركات الرهن العقاري، زادت عروضها من القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر كطريقة لتوسيع أعمالها. إضافة إلى ذلك، فإنه يمكن لهذه المؤسسات المالية فرض رسوم عالية (مثل رسوم التقييم) وأسعار فائدة مرتفعة على القروض الرهنية العقارية من أجل الحصول على تعويض عن مخاطر التوقف عن الدفع. كانت للقروض الرهنية العقارية عالية المخاطر عادةً 1,5 إلى 2,5 نقطة مئوية فوق معدلات القروض الرهنية العقارية الممتازة. ومع أن القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر مكنت البعض من شراء منازل، لم يكونوا قادرين على شرائها بخلاف ذلك، إلا أن هذه القروض كانت أكثر عرضة لمخاطر التخلف عن السداد. وقاد العدد الكبير لمتعثرين القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر إلى الأزمة المالية التي بدأت في 2008.

القروض الرهنية العقارية المشار إليها بقروض عقارية لذوي الجدارة الائتمانية المتوسطة «Alt-A Mortgages» عادةً ما تستوفي بعض وليس كل معايير القروض الرهنية العقارية الممتازة «Prime»، وبالتالي فإن القروض العقارية «Alt-A» عموماً لديها مخاطر التخلف عن السداد أعلى من القروض الممتازة «Prime Mortgages»، لكن أقل مقارنةً بالقروض عالية المخاطر «Subprime Mortgages».

2. القروض الرهنية العقارية المؤمنة مقابل التقليدية:

في كثير من الأحيان كذلك، تصنف القروض الرهنية العقارية على أنها مؤمنة حكومياً أو تقليدية. القروض الرهنية العقارية المؤمنة حكومياً تضمن سداد القرض إلى المؤسسة المالية المقرضة، وبالتالي حمايتها من احتمالات العجز عن السداد من قبل المقترض. في الولايات المتحدة الأمريكية يتم تطبيق رسم تأمين يقدر بـ 0,5% من مبلغ القرض لتغطية تكلفة تأمين القرض الرهني العقاري، أين الضامن قد يكون إما الإدارة الفدرالية للإسكان «FHA» أو إدارة المحاربين القدامى «Veterans Administration (VA)». وللحصول على قروض رهنية عقارية «FHA» و«VA» من مؤسسة مالية يتعين على المقترضين أن يستوفوا مختلف المتطلبات المحددة من قبل تلك الوكالات الحكومية. إضافة إلى ذلك، فإن الحد الأقصى

لمبلغ القرض الرهني العقاري محدد بموجب القانون (على الرغم من اختلاف هذا الحد ما بين الولايات مراعاةً للفروق في تكاليف السكن).

تقدم المؤسسات المالية كذلك قروض رهنية عقارية تقليدية. حتى وإن لم تكن هذه القروض مؤمنة حكومياً فإنه يمكن تأمينها من قبل جهة خاصة غير حكومية على نحو يمكن فيه للمؤسسات المالية المقرضة اجتناب التعرض لمخاطر الائتمان، حيث أن قسط التأمين المسدد لأجل هذا التأمين الخاص سيعاد تحميله على الأرجح إلى المقترضين، إلا أنه بإمكان المقرضين كذلك اختيار تحمل مخاطر الائتمان بأنفسهم وتجنب رسوم التأمين. بعض المشاركين في سوق الرهن العقاري الثانوي يشترطون فقط تلك القروض الرهنية العقارية التقليدية، التي هي مؤمنة تأميناً خاصاً (إلا إذا كانت نسبة القرض إلى القيمة «loan-to-value ratio» للقرض الرهني العقاري أقل من 80%).

ثالثاً: أنواع القروض الرهنية العقارية

هناك أنواع متعددة للقروض الرهنية العقارية، لكن أكثرها شيوعاً القرض الرهني العقاري ذو سعر الفائدة الثابت «Fixed-Rate Mortgages» والقرض الرهني العقاري ذو سعر الفائدة القابل للتعديل «Adjustable-Rate Mortgages (ARMs)»، وهما النوعان اللذان سنتطرق إليهما بإسهاب في هذا الجزء، أما الأنواع الأخرى فهي تميل إلى أن تكون مزيج من هذين النوعين، لذا سنكتفي بتسميتها فقط وأهمها:¹

- ❖ القروض الرهنية العقارية متصاعدة الأقساط «Growing-equity Mortgages»
 - ❖ القروض الرهنية العقارية متدرجة الأقساط «Graduated-payment Mortgages»
 - ❖ القروض الرهنية العقارية من الدرجة الثانية «Second Mortgages»
 - ❖ القروض الرهنية العقارية مع تقاسم ارتفاع قيمة العقار المرهون «Shared-appreciation Mortgages»
1. القروض الرهنية العقارية بسعر فائدة ثابت:

يعتبر سعر الفائدة واحد من أهم البنود في عقد القرض الرهني العقاري، حيث يمكن أن يُحدد كمعدل ثابت أو يمكن السماح بتعديلات دورية للمعدل مع مرور الوقت. يُلزم القرض الرهني العقاري بسعر فائدة ثابت المقترض بسعر فائدة على مدى فترة القرض الرهني العقاري. بالتالي فإن دفعة الفائدة التي يتم تلقيها من قبل المؤسسة المالية المقرضة تبقى ثابتة، بغض النظر عن التغيير في سعر الفائدة السوقي على مر الزمن. المؤسسة المالية التي تحتفظ بقروض رهنية عقارية ذات سعر فائدة ثابت في حافظة أصولها تكون معرضة لمخاطر أسعار الفائدة لأنها تستخدم أموال تم الحصول عليها عن طريق ودائع الزبائن قصيرة

¹ Madura, Jeff, Op. Cit., pp. 208-210.

الأجل لإبرام قروض رهنية عقارية طويلة الأجل. لو ترتفع أسعار الفائدة مع مرور الوقت فإن تكلفة حصول المؤسسة المالية على أموال (من الودائع) سترتفع، لكن العائد على قروضها الرهنية العقارية ذات سعر الفائدة الثابت لن يتأثر، ومع ذلك، يتسبب هذا الأمر في انخفاض هامش أرباحها. لا يعاني المقترضون مع القروض الرهنية العقارية بسعر فائدة ثابت من آثار ارتفاع أسعار الفائدة، لكنهم في نفس الوقت يفشلون في الاستفادة من هبوط أسعار الفائدة، ومع أنه بإمكانهم السعي لإعادة التمويل (الحصول على قرض رهنى عقارى جديد ليحل محل القرض الرهنى العقارى الحالى) عند سعر فائدة سوقي أقل من السائد، إلا أنهم سيتحملون عندئذ تكاليف معاملات مثل تكاليف الإقفال* ورسم إعداد للقرض.

2. القروض الرهنية العقارية بسعر فائدة قابل للتعديل «ARMs»:

يسمح القرض الرهنى العقارى ذو سعر الفائدة القابل للتعديل «ARM» لسعر الفائدة على القرض الرهنى العقارى بأن يُعدل وفقاً لظروف السوق، بحيث يحدد عقده صيغة دقيقة لهذا التعديل، إلا أن صيغة وتكرار التعديل قد يختلفان ما بين عقود القروض الرهنية العقارية. يستخدم «ARM» العادي تعديل سنة واحدة، مع سعر الفائدة المرتبط بمتوسط معدل إذن الخزانة «T-bill» خلال العام السابق (على سبيل المثال، يمكن أن يحدد على النحو التالي: متوسط معدل «T-bill» زائد 2 في المئة).

الآن، تحتوي بعض القروض الرهنية العقارية بسعر فائدة قابل للتعديل «ARM» على شرط خيار يسمح لأصحاب القروض الرهنية العقارية بالتبديل إلى معدل ثابت خلال فترة محددة، على سبيل المثال سنة إلى خمس سنوات من تاريخ إنشاء القرض الرهنى العقارى. يكون سعر الفائدة الثابت عادةً أعلى من سعر الفائدة القابل للتعديل عند أي نقطة معينة من الزمن، لما يتم إنشاء القرض الرهنى العقارى. يحاول مشترى المنازل تقييم تحركات أسعار الفائدة المستقبلية في الوقت الذي يتم فيه إنشاء القرض الرهنى العقارى، فإذا كانوا يتوقعون بأن أسعار الفائدة ستبقى مستقرة قليلاً نوعاً ما أو تتخفف خلال الفترة التي سيمتلكون فيها العقار، فإنهم سيختارون «ARM». وعلى العكس، إذا كانوا يتوقعون بأن أسعار الفائدة سوف ترتفع بشكل ملحوظ مع مرور الوقت، فإنهم سيفضلون القرض العقارى بمعدل فائدة ثابت.

* «Closing Costs» هي التكاليف التي يتعين على المقترض سدادها عند وقت الإغلاق (الإغلاق على شراء منزل: هو عملية نقل الملكية من البائع إلى المشتري، و دفع الأموال من المشتري و المقرض إلى البائع، و إتمام كل الوثائق المرتبطة بالبيع و القرض) إضافة إلى الدفعة المقدمة.

رابعاً: آليات القرض الرهني العقاري

القروض الرهنية العقارية تقليدياً هي مهيكلة كأدوات دين تُستهلك مباشرةً وبالكامل، أين يسدد رصيد الأصل على مدى عمر القرض. للقروض ذات سعر الفائدة الثابت دفع (سداد) شهري يكون ثابت خلال مدة القرض، على أساس رصيد القرض والمدة وسعر الفائدة. يمكن حساب الدفع الشهري للقروض ذات سعر الفائدة الثابت بحساب أولاً عامل دفع القرض الرهني العقاري «Mortgage payment factor» باستخدام الصيغة التالية:

$$\text{عامل دفع القرض الرهني العقاري} = \frac{\text{سعر الفائدة (1 + سعر الفائدة)}^{\text{مدة القرض}}}{(1 + \text{سعر الفائدة}) - 1}$$

للملاحظة فإن سعر الفائدة الذي نحن بصددده هو المعدل الشهري، أي المعدل السنوي مقسوماً على 12. يتم احتساب قيمة الدفعة الشهرية بضرب عامل دفع القرض الرهني العقاري في الرصيد الابتدائي للقرض الرهني العقاري. على سبيل المثال، نفترض القرض البسيط التالي:

رصيد القرض: \$ 100.000

المعدل السنوي: 6,0 %

المعدل الشهري: 0,50 % = 0,005

مدة القرض: 30 سنة (360 شهراً)

يتم حساب عامل الدفع الشهري على النحو التالي:

$$0,0059955 = \frac{0,05(1,005)^{360}}{1 - 360(1,005)}$$

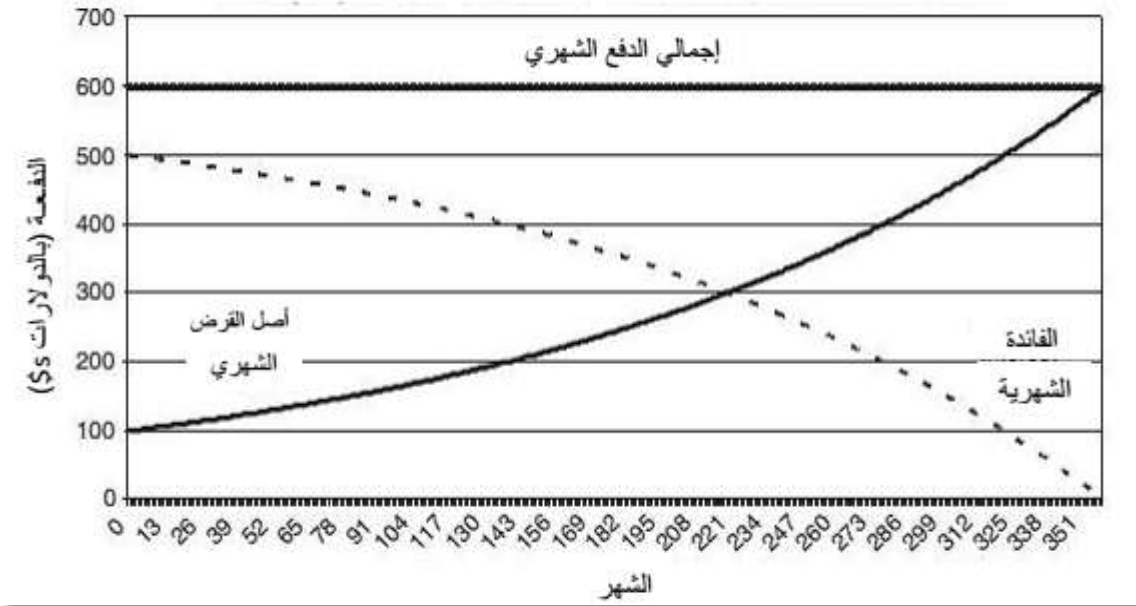
ومنه فإن الدفع الشهري على القرض محل الدراسة هو \$ 599,55، كما هو مبين أسفله:

$$\$ 599,55 = 0,0059955 \times \$ 100.000$$

إن تفحص توزيع أصل القرض والفائدة مع مرور الوقت يعطي تصورات فيما يتعلق بتراكم رأس المال. كمثال، يبين الشكل رقم 9 الدفع الإجمالي ومبلغ الأصل والفائدة لقرض بـ \$ 100.000 بسعر فائدة 6,0 % لـ 60 شهراً الأولى.

يظهر الشكل رقم 9 أن الدفع يتكون في معظمه من الفائدة في الفترة الأولى من القرض. لما يتم احتساب الفائدة من الرصيد المتناقص تدريجياً، فإن مبلغ الفائدة المدفوع يتناقص مع مرور الوقت. في هذا الحساب، مذ أن يتم تثبيت الدفع الإجمالي فإن عنصر الأصل تبعاً لذلك يزيد مع مرور الوقت.

الشكل رقم (9): تحليل الدفع الشهري على قرض بـ \$ 100.000 عند معدل 6.0% وأجل 30 سنة



Source: Fabozzi, Frank J. (2006) *The handbook of mortgage-backed securities*. 6th ed. New York: McGraw-Hill, p. 10.

في حالة القروض الرهنية العقارية التي أفساط سدادها الأخيرة أكبر من أفساطها السابقة «Balloon loans»، يتم احتساب الدفعات الشهرية لاستهلاك رصيد الأصل على مدى 360 شهراً. الدفعة الكبيرة النهائية، المسماة «Balloon loans»، تحدث إما في الشهر 60 (بالنسبة لـ «Balloon loans» 5 سنوات) أو الشهر 84 (بالنسبة لـ «Balloon loans» 7 سنوات)، وتشير إلى رصيد الأصل غير المدفوع عند تاريخ القسط النهائي الأكبر بكثير من الأقساط الأخرى* «Balloon loans».

يتم احتساب الدفع بالنسبة لمعظم قروض «ARMs» عند سعر الفائدة الأصلي (الابتدائي)، وذلك خلال كامل مدة 360 شهراً. عند أول تعديل لسعر الفائدة وعند كل تعديل لاحق، يعدل القرض ويعاد حساب جدول سداده الشهري باستخدام سعر الفائدة الجديد والمدة المتبقية من القرض. على سبيل المثال، المدفوعات على قرض «ARM» هجين ثلاث سنوات بسعر فائدة 4,5% سيتم احتسابها مبدئياً كأنه قرض بمعدل 4,5%

* القرض «Balloon Mortgage» له سعر فائدة ثابت، يحسب كما لو سيتم سداده بعد عدد معين من السنوات، عادةً 30 سنة. إلا أن اتفاقية القرض تتضمن بنداً يحدد بأن القرض يتم سداده بالكامل بعد فترة قصيرة هي عادةً خمس إلى سبع سنوات (<http://homeguides.sfgate.com/balloon-mortgage-2045.html>).

وبأجل 360 شهراً. إذا عُدلت فائدة القرض إلى 5,5 % بعد ثلاث سنوات، فإن الدفع يحسب باستخدام سعر فائدة 5,5 % وفترة 324 شهراً. في السنة الموالية سيعاد احتساب الدفع مرة أخرى باستخدام سعر الفائدة السائد (اعتماداً على أداء المؤشر المنسوب إلى القرض) وفترة 312 شهراً.¹

خامساً: مفهوم سوق الرهن العقاري وتقسيماته

تشير عبارة سوق الرهن العقاري إلى مجموعة واسعة من المؤسسات والأفراد الذين هم على علاقة بالتمويل الرهني العقاري بأي شكل من الأشكال.² يعمل سوق الرهن العقاري على مستويين مختلفين³: (1) السوق الأولية، والتي فيها يتم إنشاء القروض الرهنية العقارية الجديدة، حيث يطلق على الشخص أو الشركة الساعي أو الساعية وراء عقود القروض الرهنية العقارية والذاتين بمنشئ القرض «Loan Originator» والذي قد يكون بنك أو شركة تأمين أو شركة رهن عقاري، أو كيان آخر. (2) السوق الثانوية، وفيها يتم شراء وبيع القروض الرهنية العقارية القائمة.

1. السوق الأولية:

تعمل السوق الأولية للرهن العقاري على جلب المقترضين المحتملين (طلب السوق) جنباً إلى جنب مع الأفراد والوكالات والكيانات التي لديها أموال للإقراض (عرض السوق) بغرض الحصول على عقار، حيث يشتمل المقترضون المحتملون على الأسر الساعية وراء الحصول على أموال لشراء منازل؛ والمستثمرون الساعون للحصول على أموال لشراء العقار الاستثماري مثل الشقق ومباني المكاتب ومراكز التسوق؛ وقطاعات الأعمال الباحثة عن الأموال لشراء عقارات لأجل وحداتها الإنتاجية ومكاتب شركاتها. أما مقدمو الأموال في السوق الأولية للرهن العقاري فهم في الأساس مؤسسات مالية مثل البنوك ومؤسسات الادخار والإقراض ومصارف الإقراض العقاري الذين يمتلكون أموال للإقراض. يتم تحديد مقدار الأموال المتاحة للقروض العقارية وأسعار الفائدة على تلك القروض من خلال تفاعل المقترضين المحتملين ومؤسسات الإقراض في السوق الأولية للرهن العقاري إضافةً إلى أنشطة المتدخلين في السوق الثانوية للرهن العقاري والهيئات التنظيمية المالية.⁴

¹ Fabozzi, Frank J. **The handbook of mortgage-backed securities**. 6th ed. New York: McGraw-Hill, pp. 9-15.

² McDonald, Daniel., Thornton, Daniel L. **Op. Cit.**, p. 34.

³ Wiedemer, John P., Baker, J. Keith. (2013) **Real Estate Finance**. 9th ed. OHIO (USA): Cengage Learning, p. 5. *and* McDonald, Daniel., Thornton, Daniel L, **Op. Cit.**, p. 34.

⁴ **Primary and Secondary Mortgage Markets** (Chapter 45), The Georgia Real Estate Commission & Appraisers Board, <https://www.grec.state.ga.us/infobase/table%20of%20contents%20pdf/Chapter%2045.pdf>

2. السوق الثانوية:

تعمل السوق الثانوية للرهن العقاري كذلك وفق مبدأ العرض والطلب، فهي ببساطة عبارة عن ممول أو مورد للأموال بالنسبة للسوق الأولية للرهن العقاري. هؤلاء الأفراد والمؤسسات الذين ينشطون في السوق الثانوية للرهن العقاري (سوق العرض) يقومون بجذب الأموال من أسواق الأسهم والسندات ومن ثمّ توجيهها إلى المقرضين في السوق الأولية للرهن العقاري (سوق الطلب). بالنتيجة، فإن السوق الثانوية للرهن العقاري تؤثر بصفة مباشرة على مقدار وتكلفة الأموال في السوق الأولية للرهن العقاري.¹

إن نمو أسواق الرهن العقاري، وتحسين أدائها عبر التوريق من خلال تعبئة مجموعات القروض الرهنية العقارية وبيعها للمستثمرين الذين يتلقون مدفوعات الفائدة ورأس المال، قد كان حافزاً رئيسياً للبحث في خيارات القرض الرهني العقاري المتاحة للأسر. فعلى سبيل المثال، لكل من الدفع المسبق للديون المضمونة برهن عقاري والعجز عن السداد آثار بالنسبة للسيولة النقدية التي تعود على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBSs»، فهذه الظواهر إذن تؤثر على تقييم هذه الأدوات المالية. يمكن أن يقود التوريق إلى تكامل أسواق الرهن العقاري مع أسواق رأس المال الأخرى وإلى أسعار فائدة مخفضة بالنسبة للمقرضين، مع التخفيض في القيود المفروضة على الائتمان الرهني العقاري. عندما تكون أسواق الرهن العقاري غير فعالة فإنها تقوم بوضع قيود وضرائب ضمنية على سير أسواق رأس المال الأخرى، بينما أسواق الرهن العقاري الفعالة تسهل الكفاءة في أسواق رأس المال الأخرى وسوق الإسكان وأسواق العمل.²

يكمن جوهر تطوير السوق الثانوية للرهن العقاري في الفصل بين إنشاء وتمويل وحيارة وخدمة القروض الرهنية العقارية. ففي الإقراض التقليدي، على سبيل المثال بواسطة جمعيات البناء «building societies» في لندن، أي من هذه الوظائف يتم القيام بها من قبل الممول؛ أي أن الأسواق الثانوية للرهن العقاري لا تحتاج إلى التوريق، رغم أن هذا هو التحسين النهائي لتطوير السوق الثانوية للرهن العقاري وتكامل سوق رأس المال. إن السمة الرئيسية للتوريق هي أنه عندما يتم تعبئة مجمع قروض رهنية عقارية لأجل بيعه إلى مستثمر فإنه عندئذ يتم نقل التمويل للدين المضمون برهن عقاري خارج الميزانية ويتم فصله عن الإنشاء والخدمة لذلك الدين.³

¹ Primary and Secondary Mortgage Markets. Op. Cit. and:

بلطاس، عبد القادر. (2007) استراتيجية تمويل السكن في الجزائر. ط2. الجزائر: دار الأسطورة. ص. 200.

² Leece, David. (2004) *Economics of the Mortgage Market: Perspectives on household decision making*. Oxford: Blackwell, p. 2.

³ Ibid., p. 14.

هناك مخاوف من أن التوريق أو إمكانية الزيادة في استخدامه ينظر إليها على أنها الحل الشافٍ لإزالة أوجه القصور في أنظمة تمويل الإسكان وأسواق الإسكان. في الحقيقة هناك برهان نظري يقضي بأنه في ظل اقتصاد يتسم بالتنافسية الكاملة ومع غياب مشاكل المعلومات، فإن تعبئة القروض الرهنية العقارية لأجل المستثمرين تعتبر غير ضرورية. أي أن التوريق يكون له معنى فقط عندما تكون هناك مشاكل معلومات ومشاكل سيولة، التي يتغلب عليها. وقد تكون هناك مشاكل مع أسواق القروض الرهنية العقارية المورقة إذا لم تكن الأسواق الأولية للرهن العقاري مطورة على نحو كافٍ.¹

المطلب الرابع: الطلب على التمويل الرهني العقاري

إن تحليل سلوك واختيارات وتصرفات الأشخاص ضمن إطار سوق الرهن العقاري كان منذ فترة طويلة محور البحث الأكاديمي في مجال التمويل العقاري والعلوم الاقتصادية. وكميدان بحوث تطبيقية، لفتت الدراسات في هذا المجال انتباه الممارسين وكذا الجمهور العام. لكن المثير للاهتمام، هو أن البحوث المتراكمة في مجالات التمويل العقاري والعلوم الاقتصادية بشكل عام وعلى أسواق الرهن العقاري بشكل خاص، النظرية والتطبيقية على حد سواء، هي منحازة بشكل كبير نحو تحليل وفهم السوق الأمريكية، وبالمقابل نجد عدد قليل من الأبحاث يركز على أسواق أوروبا الغربية (المملكة المتحدة على وجه الخصوص)، وعدد أقل منه يركز على أجزاء أخرى من العالم. اختلال التوازن هذا يترك مجالاً خصباً واسعاً لإثراء البحث وفهم أسواق الرهن العقاري خارج الولايات المتحدة وأوروبا الغربية.

إن الصلة ما بين الطلب على الإسكان والطلب على ديون الإسكان تعتبر أمر بديهي، سواء كان ذلك يتعلق بقرار الإقامة في ملكية عقارية أو الطلب على مستوى معين من الخدمات السكنية. مع ذلك فإن هذه الصلة ليست دائماً واضحة المعالم فقد يستخدم التمويل العقاري لعدد من الأغراض، بما في ذلك الطلب على الأصول غير السكنية.

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى فهم سلوك المستهلك في سوق الرهن العقاري، ثم إعطاء لمحة ولو بسيطة عن الأسس النظرية للطلب على التمويل الرهني العقاري، من خلال التعرف على نمذجة الطلب على التمويل الرهني العقاري في ظل ظروف اليقين وعدم اليقين.

أولاً: فهم سلوك المستهلك في سوق الرهن العقاري

حتى وإن كان عدد الدراسات التجريبية التي تختبر العدالة والكفاءة في أسواق الرهن العقاري لأيامنا هذه في تزايد مستمر، إلا أنه من المستبعد أن هكذا نقاش عاطفي سيتم حله بواسطة إثباتات تجريبية لوحدها،

¹ Ibid., p. 17.

فهناك حاجة إلى إجراء مزيد من الأبحاث بغية الوصول إلى فهم أفضل لكيفية عمل جانبي العرض والطلب في سوق الرهن العقاري. من جانب العرض، فإن هذا يشمل توليد فهم أفضل لكيفية تسويق وبيع صناعة الرهن العقاري لمنتجات الرهن العقاري. أما من جانب الطلب، فإن هناك حاجة إلى فهم أوسع لمسألة سبب حصول المستهلكين، خصوصاً ذوي الدخل المنخفض وأقلية المستهلكة، على قروض لا يستوعبون بأنهم غير قادرين على سدادها و/أو هم ليسوا مقومين بشكل ملائم.

كما أشرنا، فإن التعقيد المتزايد لسوق الرهن العقاري بإمكانه تحدي حتى المستهلك الأكثر حنكة، فمع انتشار المنتجات وتعدد قنوات الإنشاء، غالباً ما يواجه المستهلك كميات ضخمة من المعلومات. في مثل هكذا حالات، حيث يرتفع عدد الخيارات المتاحة، فإن أداء صناعة القرار ينخفض بسبب الصعوبات الموجودة لدى المستهلكين في ترتيب أولوياتهم واستدعاء المعلومات ذات الصلة. علاوةً على ذلك، فإن العديد من المستهلكين يعتقدون خطأً بأن عملية اتخاذ قرار الرهن العقاري تستند إلى مجموعة من المعايير القياسية، وأن دور المسؤول على منح القروض أو الوسيط هو تحديد ما إذا كان المقترض يلبي هذه المعايير الموضوعية ليكون مؤهلاً للحصول على قروض.

إن نقص فهم ظروف السوق يترك ببساطة العديد من المستهلكين عرضةً للإفراق أكثر من اللازم لأجل الائتمان الرهن العقاري، أو عدم فهم مزايا وتكاليف القرض الذي اختاروه. هكذا نتيجة مفهومة، فالعديد من المستهلكين لديهم خبرة مفاضلة قليلة أو معدومة لمنتجات الرهن العقاري المعقدة، فخلافاً للعديد من السلع والخدمات التي تباع بسرعة وسهولة، بسعر فردي واضح، فإن منتجات الرهن العقاري تمزج عناصر سعر مختلفة: الدفعات الشهرية التي تمتد على مدى عمر القرض؛ مدفوعات رسوم إنشاء القروض غير المتكررة؛ و/أو مدفوعات أخرى مستحقة عند سداد القرض و/أو عند الفسخ.¹

ثانياً: الأسس النظرية للطلب على التمويل الرهن العقاري

تقترح النماذج النظرية الحالية للطلب على التمويل العقاري مجموعة معقدة من العلاقات، منبثقة على وجه الخصوص من جوانب الاستهلاك والاستثمار المشتركة للإسكان (أنظر 1989 Ioannides؛ Brueckner 1997). في الواقع العديد من النماذج الرياضية المطورة في هذا المجال ليس لديها حلول تحليلية «Closed form solutions» (على سبيل المثال: 1987 Alm & Follain)، إلا أن النماذج الرسمية تقدم معطيات هامة حول قاعدة الطلب على التمويل الرهن العقاري والروابط مع الطلب على خدمات الإسكان وقرارات أخرى

¹ Essene, Ren S., Apgar, William. (2007) **Understanding Mortgage Market Behavior: Creating Good Mortgage Options For All Americans**. Working Paper. Cambridge, MA: Joint Center for Housing Studies, Harvard University.

ذات صلة، ومن المؤكد أن النماذج موحية للغاية بالمواصفات التجريبية الملائمة للنماذج الاقتصادية القياسية للطلب على ديون الإسكان.

تعتبر الإنشاءات النظرية على أساس عدم اليقين الأكثر تعقيداً على الإطلاق، إلا أنها تقوم بإعطاء معلومات مفيدة حول قرارات الحافظة، أين تشكل خيارات الرهن العقاري والإسكان الجزء الأهم قطعاً.¹

1. نمذجة الطلب على التمويل الرهني العقاري في ظل ظروف اليقين:

هناك العديد من الكتاب الذين قاموا بنمذجة الطلب على التمويل الرهني العقاري في سياق اليقين، على غرار: " Jones 1993, 1994; Brueckner 1994a; Follain & Dunsky 1997; and Dunsky & Follain 2000" حيث يفترض أن أسعار الفائدة المستقبلية والدخل ومعدلات العائد وأسعار السكن والأصول الأخرى، كلها معلومة. تساعد نماذج اليقين على وضع لبنات البناء الأساسية والأساليب العامة لنمذجة الطلب على التمويل الرهني العقاري، وكذا توفير بعض التبسيط الأولي المفيد والنتائج المهمة. ولقد أفادت أيضاً بمعظم مواصفات الاقتصاد القياسي لمعادلات الطلب على التمويل الرهني العقاري.²

1.1 الهيكل العام لنماذج اليقين:

عادةً ما يتم دراسة الخيارات على امتداد فترتين، أو خلال فترة واحدة مع التركيز على الثروة «Wealth (W)» في بداية الفترة الثانية (نهاية الفترة الأولى). يختار المستهلك ما بين الإسكان «Housing (H)» والسلع الاستهلاكية المركبة* غير السكنية (c)، حيث أن مشكلة المستهلك هو تعظيم المنفعة «Utility (U)» على امتداد الفترتين، مما يقتضي اختيار المبالغ المثلى للإسكان والاستهلاك غير السكني ومستويات ديون الرهن العقاري. يخضع هذا التعظيم، بطبيعة الحال، إلى القيود الموضوعية من قبل الدخل والأسعار ومعدل العائد (r_s) على أي ادخارات (s) تستخدم لتوليد الثروة. إذاً، على سبيل المثال، المبلغ المتاح للإنفاق في الفترة الأولى سيكون محدوداً، ومقدار الثروة المحتملة في نهاية الفترة الثانية سيشكل عائقاً أيضاً. الثروة في نماذج الطلب على الإسكان وعلى التمويل الرهني العقاري تنتج منفعة إيجابية.

بشكل حدسي، سيؤثر تغيير مقدار الديون الرهنية العقارية على الثروة النهائية بواسطة الفرص الضائعة من الادخار، ودفع تكاليف أسعار الفائدة. ويؤثر مقدار الدين كذلك على المفاضلة ما بين الإسكان

¹ Leece, David, *Op. Cit.*, p. 29-30.

² Leece, David, *Op. Cit.*, p. 30.

* السلعة المركبة «Composite good» هي تعبير مختصر يستخدم في الاقتصاد للدلالة على جميع السلع في الميزانية ذات الصلة إلى جانب سلعة أخرى محل الدراسة.

والاستهلاك غير السكني، حيث أن الدين المتزايد يقلص حجم أي ودیعة مطلوبة من جانب الملكية العقارية في الفترة الأولى، وبالتالي يسهل الاستهلاك المتزايد للسلع المركبة غير السكنية. لذلك فإن حجم القروض الرهنية العقارية مرتبط بتراكم الثروة وتحديد الاستهلاك. يمكن دراسة الطلب على التمويل الرهني العقاري حينئذ في الإطار الذي يصبح فيه التفضيل الزمني للمقترض مهم إلى جانب معدل العائد على الادخار مقارنة بسعر فائدة القروض الرهنية العقارية.¹

2.1. نموذج «Brueckner» للطلب على التمويل الرهني العقاري مع اليقين:

نظراً لعدد القيود الأخرى المفروضة على المقترض فإن نموذج «Brueckner» يستنتج الآثار المترتبة على الطلب على التمويل الرهني العقاري ذو المعدلات المتفاوتة من التفضيل الزمني، ومختلف أنظمة معدلات الفائدة، حيث يمثل هذا حجم سعر الفائدة على القرض الرهني العقاري مقارنة بمعدل العائد على الادخار.

$$U = U(c, H + \lambda^{-1} W) \quad (1)$$

شكلياً، يقدم «Brueckner» دالة منفعة بالنسبة للأسرة، وهو ما يعبر عنه بالمعادلة (1)، حيث يفترض أن تكون دالة المنفعة مقعرة* دقيقة «strictly concave»، مع المنفعة الاستهلاكية غير السكنية وفصل بالكامل للإسكان. يجدر بنا ملاحظة أن الثروة المستقبلية W يتم خصمها بواسطة معدل الخصم λ وأن هذا المعدل يمثل المعدل الفردي/الأسري للتفضيل الزمني. تستند القرارات على افتراض أن الأسرة قد قررت بالفعل الإقامة في عقار تمتلكه.

تواجه الأسرة قيدين (معوقين) اثنين للموازنة، واحد لكل من الفترتين. يُعبر عن موازنة الفترة الأولى بالمعادلة (2)، حيث تفيد هذه الأخيرة على أن المبلغ المتاح للإنفاق على الاستهلاك غير السكني c يعتمد على الموارد المتوافرة «Endowment» للثروة الأولية W ، ناقص المبلغ المدخر s ، ناقص الدفعة المقدمة على الملكية العقارية $(p_h H - m)$ ، حيث أن p_h هو السعر لكل وحدة من خدمات الإسكان، H هو مستوى خدمات الإسكان و m هو حجم ديون الرهن العقاري).

$$c = w - s - (p_h H - m) \quad (2)$$

¹ Ibid., pp. 30-31.

* الدالة المقعرة هي دالة منحنية ذات قمة في الاتجاه الرأسي، مفتوحة نحو الأسفل. تسمى أحياناً مقعرة قبعية حيث تشبه القبة، أو تشبه الجرس. وهي عكس الدالة المحدبة في شكل منحناها.

يرتبط قيد موازنة الفترة الثانية بمستوى الثروة النهائية المحتملة W ، ويعبر عنه بالمعادلة (3). تنشأ المساهمات الإيجابية في الثروة من عدة مصادر، حيث تتكون الثروة من الدخل المتحصل عليه في الفترة الثانية y ، والعائد الإجمالي على الادخار من الفترة الأولى $(1 + r_s)s$ ، والقيمة الصافية للوحدة السكنية** «Housing equity». لتبسيط التحليل يفترض أن يكون القرض الرهن العقاري قرض تدفع فوائده على مراحل حتى تاريخ استحقاق أصل القرض بالكامل، مع استحقاق المبلغ الإجمالي المقترض عند نهاية الفترة الثانية. إذاً الآن لدينا مشكلة تعظيم المنفعة المعبر عنها بواسطة المعادلة (1)، مع مراعاة القيود على الاستهلاك ونهاية فترة الثروة المحددة بالمعادلتين (2) و(3).

$$W = y + (1 + r_s)s + p_h H - (1 + r_m)m \quad (3)$$

$$U = [(w - s - (p_h H - m), H) + \lambda^{-1}W(y + (1 + r_s)s + p_h H - (1 + r_m)m)] \quad (4)$$

باستبدال القيود على c و W (المعادلتين 2 و3) في دالة المنفعة المعبر عنها بواسطة المعادلة (1) نتحصل على المعادلة (4). هذه الأخيرة هي الآن معادلة وحيدة بحيث يمكن تعظيمها لاختيار الكميات المثلى من H و s و m .

يقدم "Brueckner, 1994a" في هذا النموذج حلاً بالنسبة للطلب على التمويل الرهن العقاري من خلال افتراض مبلغ ثابت للطلب على السكن H . وتم حل النموذج كذلك لأجل نظامين مختلفين لأسعار الفائدة، عندما يكون $r_s < r_m$ ولما يكون $r_s > r_m$. وهكذا فإن النظامين المختلفين يمثلان حالة كون معدل العائد على الادخار أكبر من سعر فائدة القروض الرهنية العقارية، وحالة كون سعر فائدة القروض الرهنية العقارية أعلى من معدل العائد على الادخار. هذه التفاوتات مهمة ليس فقط في توليد الحلول المختلفة للنموذج، ولكن أيضاً تمثل مختلف الأنظمة الضريبية، على سبيل المثال الولايات المتحدة الأمريكية مقارنةً بكندا.

تفيد نتائج نموذج الطلب على التمويل الرهن العقاري في ظل اليقين بأنه في الحالة التي يكون فيها $r_s > r_m$ فإن تمويل القروض الرهنية العقارية يعتبر منخفض التكلفة نسبياً، وبالتالي فإن المستهلك سيقترض قدر الإمكان (حتى أقصى حد لنسبة القرض إلى القيمة «LTV ration») لتمويل شراء H . أما حالة $r_s < r_m$ ، مع قروض رهنية عقارية عالية التكلفة نسبياً، فإنها تعتبر أقل وضوحاً¹.

** وهي القيمة السوقية الحالية للوحدة السكنية ناقص الرصيد القائم للقرض الرهن العقاري.

¹ Leece, David, *Op. Cit.*, pp. 31-34. And Leece, David. (2006) *Testing a Basic Theoretical Model of Mortgage demand on United Kingdom Data*. Applied Economics, Taylor & Francis (Routledge): SSH Titles, 38 (17), pp.2037-2051. <10.1080/00036840500426959>. <hal-00581865>

2. نمذجة الطلب على التمويل الرهن العقاري في ظل ظروف عدم اليقين:

تفترض نمذجة الطلب على التمويل الرهن العقاري عالم تكون فيه المتغيرات الاقتصادية معلومة مع تحقق توفيره لإطار نمذجة مجمل مع توقعات واضحة في بعض الحالات وأحياناً يقتضي الأمر حلول زاوية* «Corner Solutions»، حيث أن المتغير الرئيسي في تعظيم دالة منفعة المستهلك كان مستوى ثروة الفترة الثانية W . ركزت الأبحاث النظرية كذلك على الطبيعة العشوائية لـ W ، وهي مقارنة تدعو إلى تطبيق نظرية الحافظة الاستثمارية الحديثة «Modern Portfolio Theory» بالنسبة للطلب على التمويل الرهن العقاري.

$$E[U] = U(c, H) + F(\lambda^{-1}E(W, \sigma_W^2(W))) \quad (5)$$

توفر النمذجة في ظل شروط اليقين قاعدة ينطلق منها نموذج عدم اليقين، مع أن بعض الاستدلالات الجديدة تفترض إدخال إطار اتخاذ القرار للأسرة. بالنظر إلى المعادلة (5) يمكننا رؤية أن تباين الثروة σ_W^2 استدلال سلبي في دالة المنفعة، وهذا يعكس موازنة ما بين المخاطرة والعائد مع مخاطرة تناقص منفعة العائد «Risk yielding disutility»، وينعكس عدم اليقين أكثر في استخدام معامل التوقعات* «The Expectations Operator» $E(\cdot)$. المقترض الآن يتعين عليه القيام باختيار الحافظة الأمثل، يعني ذلك أن العائد والمخاطرة لكل من الإسكان وأداة الادخار البديلة ينبغي أخذهما في الحسبان. من الممكن الآن تطبيق نموذج الوسط والتباين المعياري «The Standard Mean Variance model»، المأخوذ من الاقتصاد المالي، لتحليل الطلب على التمويل الرهن العقاري.¹

يبقى مشكل القرار بالنسبة للأسرة نفسه، والذي يكمن في اختيار مستويات تعظيم المنفعة للإسكان، والاستهلاك غير السكني، والادخار والديون المضمونة برهن عقاري. لقد تم تطبيق مجموعة متنوعة من النماذج فيما يتعلق بمشكلة القرار هذه، ومن أحسن هذه النماذج تمثيلاً النموذج المقدم من طرف "Alm & Follain, 1987".

* الحل الزاوية «Corner Solution» هو الحالة حيث يكون الحل الأفضل (أي تعظيم الربح، أو المنفعة، أو أي قيمة مبتغاة). وهو الحالة التي يتم فيها تحقيق الحل الأفضل ليس على أساس تعظيم كفاءة السوق للكميات ذات الصلة، بل بالأحرى على أساس أحوال حدود القوة العمياء «Brute-force».

* «Expected Value Operator or Expectation Operator» E معامل القيمة المتوقعة (أو معامل التوقع). في نظرية الاحتمالات القيمة المتوقعة لمتغير عشوائي هي حديساً متوسط قيمة المدى الطويل لعمليات تكرار التجربة التي تمثلها. أو بمعنى آخر، القيمة المتوقعة لمتغير عشوائي X هي المتوسط المرجح للقيم التي يمكن أن يأخذها X ، حيث تكون كل قيمة ممكنة مرجحة باحتمالها الخاص بها.

¹ Leece, David. Op. Cit., pp. 34-35.

المبحث الثاني: أثر التوريق على تكلفة الائتمان

إن مد أجل الاعتماد يُمكن الأفراد من تمويل بنود مختلفة مثل السكن والسيارات وأي بنود أخرى باستخدام خط ائتمان متجدد. في السابق، اعتمد الأفراد على مقرض واحد في تأمين التمويل بالنسبة للسلع باهظة الثمن، كالبنوك الإقليمية، ولأن عرض الائتمان كان محصوراً على نطاق معين فإن المنافسة كانت قليلة ما بين المقرضين لتوفير التمويل بأسعار فائدة منخفضة، لكن بتوسع التوريق زاد عدد المقرضين بشكل معتبر وأصبح تواجدهم على نطاق عالمي.

نظرياً، ينبغي أن يحقق تجميع عروض القروض الفردية في قرض مجمل وحيد وفورات الحجم اللازمة بالنسبة للمستثمرين الكبار للمساهمة في أسواق الائتمان الاستهلاكي، ولقد سمحت المعالجة الأوتوماتيكية لجمع البيانات، بفضل التقدم التكنولوجي في تقنيات الإعلام الآلي، للمستثمرين بتتبع أداء الضمان الأساسي. كما يجب أن يحقق توحيد مقاييس هذه الحزم من القروض في أوراق مالية قابلة للتداول، كفاءات سوقية نحو التمويل الشخصي من خلال السماح لمجموعات متنوعة من المستثمرين بتقديم عروض تنافسية من أجل الحصول على حقوق إقراض الأفراد المال. ولأجل هذه الأسباب، ينبغي أن تؤدي زيادة نسبة القروض المورقة إلى خفض تكلفة الائتمان بالنسبة للمقترضين الأفراد.

سنتناول بالدراسة في هذا المبحث، وذلك بشكل تطبيقي، تقدير أثر التوريق على تكلفة الائتمان بالنسبة للمستهلكين، في الولايات المتحدة الأمريكية بطبيعة الحال، حيث سيتم تقدير ما إذا ستعكس التكاليف الموفرة من التوريق على المستهلكين في شكل ائتمان ذو تكلفة منخفضة. في هذا الجزء سيتم بحث أثر التوريق على تكلفة الائتمان بالنسبة للقروض الرهنية العقارية المطابقة «Conforming Mortgage Loans» (مستوفية الشروط) والقروض الضخمة «Jumbo Loans» والقروض منخفضة الجودة أو ما يعرف بالقروض عالية المخاطر «Subprime Loans».

سنقوم في تحليلنا باتباع العمل الأكاديمي لـ "Naranjo and Kolari, Fraser and Anari, 1998" و "Sabry and Okongwu, 2002" مع التركيز أكثر على المعطيات والبيانات المستخدمة في دراسات "Sabry and Okongwu, 2009" وما استخلصناه من نتائج. حيث تعمل هذه الدراسات على توظيف نماذج مختلفة، بما في ذلك انحدارات طريقة المربعات الصغرى العادية «OLS» مع أسلوب «Newey-West» لتصحيح الخطأ المعياري «Newey-West standard error correction»، وبالنسبة لبعض الأسواق تم استخدام كذلك نماذج التكامل المشترك لمعالجة اللاسكون «Nonstationarity» للمتغيرات. وباستخدام نتائج تقدير التكامل المشترك تم

توليد دوال الاستجابة النبضية «Impulse Response Functions» وتحليل مكونات التباين Variance Decomposition» للمساعدة على شرح تأثير تغيرات المدى القصير في تكلفة الائتمان كنتيجة للتغيرات في التوريق بمرور الوقت، وقد تم في هذه الدراسة استخدام بيانات شهرية.

المطلب الأول: وصف البيانات والمتغيرات

لا يوجد مصدر واحد شامل من خلاله يتم الحصول على معدلات توريق المنتجات المختلفة وفروق العائد (فروق أسعار الفائدة) «Yield spreads»، وهذا ما تثبته دراسة "Sabry and Okongwu, 2009" أين تم الحصول على البيانات على أساس شهري وربع سنوي، للفترة الزمنية 1986 إلى 2006، من مصادر مختلفة تمثلت فيما يلي: (1) المجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان «Federal Housing Finance Board» (FHFB) الذي يتضمن المسح الشهري لأسعار الفائدة «Monthly Interest Rate Survey (MIRS)»، (2) التمويل الرهني العقاري الداخلي «Inside Mortgage Finance»، (3) المؤسسة الفيدرالية لتمويل قروض الإسكان «Freddie Mac»، (4) الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري عبر الأنترنت «eMBS»، (5) «LoanPerformance»، و(6) «Bloomberg».

سنناقش في هذا المطلب المتغيرات المحددة التي تم استخدامها في دراسة أثر التوريق على تكلفة الائتمان.

أولاً: فرق العائد «The Yield Spread»:

أحد المتغيرات الرئيسية المستخدمة في هذه الدراسة هو فرق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» لأجل بديل ملائم لسعر فائدة سوقي معياري*. بالنسبة للمنتجات الرهنية العقارية غير المطابقة تم استخدام المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم «weighted-average coupon rates» على القروض الرهنية العقارية للسوق الأولية مستقاة من خدمة قاعدة بيانات «LoanPerformance» مصنفة إلى فئات صناعة القروض عالية المخاطر والقروض الضخمة (الاختبارات 1 و2)، أنظر الجدول رقم 01 أسفله). يتم الحصول على أسعار فائدة السوق الأولية بالنسبة للقروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية من «FHFB» (الاختبارات 3 و4). بالنسبة للدراسات المتعلقة بالقروض الرهنية العقارية، يتم حساب فروق

* كبديل لأسعار فائدة خالية من المخاطر، تم استخدام معدلات خزانة أجل استحقاق ثابت 10 سنوات، حيث استخدم "Naranjo and Toevs, 2002" كذلك هذه السلاسل كبديل لهم لأسعار فائدة خالية من المخاطر. ولأن البيانات ذات تواتر شهري فقد تم استخدام سلاسل المتوسط الشهري من الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

العائد لهذه الاختبارات بطرح المتوسط الشهري لمعدلات الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات من أسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم هذه.

بالنسبة للاختبارات 5 و6، يعرف «YSP» على أنه الفرق ما بين المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات قسائم القروض الضخمة والمطابقة بالنسبة لكل من القروض بسعر فائدة قابل للتعديل (الاختبار 5) والقروض بسعر فائدة ثابت (الاختبار 6) مستقاة من «FHFB».

ثانياً: معدل التوريق «The Securitization Rate»

أحد العوامل الرئيسية المستخدمة في نماذج هذه الدراسة هو معدل التوريق «SEC»، الذي يعبر عن مبلغ قروض السوق الأولية الاستهلاكية المُقترضة من أموال السوق الثانوية لغرض التوريق مقسوماً على المبلغ الإجمالي لقروض السوق الأولية الاستهلاكية التي تم إنشاؤها في نفس الفترة. من أجل السماح بإعطاء تفسير أسهل للنتائج يتم تطبيق تحويل لوغاريتمي* للمتغير «SEC» في كامل الدراسة.

بالنسبة لسوق القروض الرهنية العقارية غير المطابقة (الاختبارات 1 و2)، يتم استخدام بيانات الإصدار الشهري المستقاة من قاعدة بيانات التوريق لـ «LoanPerformance» والبيانات الشهرية لإنشاء القروض المستقاة من خدمة قاعدة بيانات «LoanPerformance». تعترف «LoanPerformance» بأن بياناتها لا ترصد مجمل السوق الرهنية العقارية الأمريكية، ومن ثمّ فهي توصي بتوسيع نطاق أرقامها (أي تحجيمها) باستخدام تقديرات إجمالي حجم السوق. بالنسبة لسوق القروض العقارية منخفضة الجودة تم توسيع نطاق أعداد الإصدار وإنشاء القروض باستخدام تقديرات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. هذا الأخير لديه تقديرات عن إجمالي الديون القائمة (غير المسددة) بالنسبة للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBSs» والقروض العقارية للسوق الأولية على أساس ربع سنوي، لذا يتم خطياً استنتاج العدد الشهري للديون القائمة بين كل ربعين. بعد ذلك يتم تقسيم العدد الإجمالي للديون القائمة على أعداد الديون القائمة لـ «LoanPerformance» من أجل التوصل إلى عامل تحجيم (أو ما يسمى كذلك بعامل المقياس) «Scale»

* التحويل اللوغاريتمي «Logarithmic transformation» هو طريقة من طرق تحويل البيانات، استخدمته هذه الدراسة لتحويل متغير «SEC» بغية تحقيق شرط الاعتدالية. على العموم يمكن استخدامه لجعل التوزيعات الملتوية جداً «Highly Skewed Distributions» أقل التواءاً. وهذا يمكن أن يكون ذو قيمة بالنسبة لجعل الأنماط في البيانات أكثر تأويلاً، وبالنسبة للمساعدة في الإجابة على افتراضات الإحصاءات الاستدلالية.

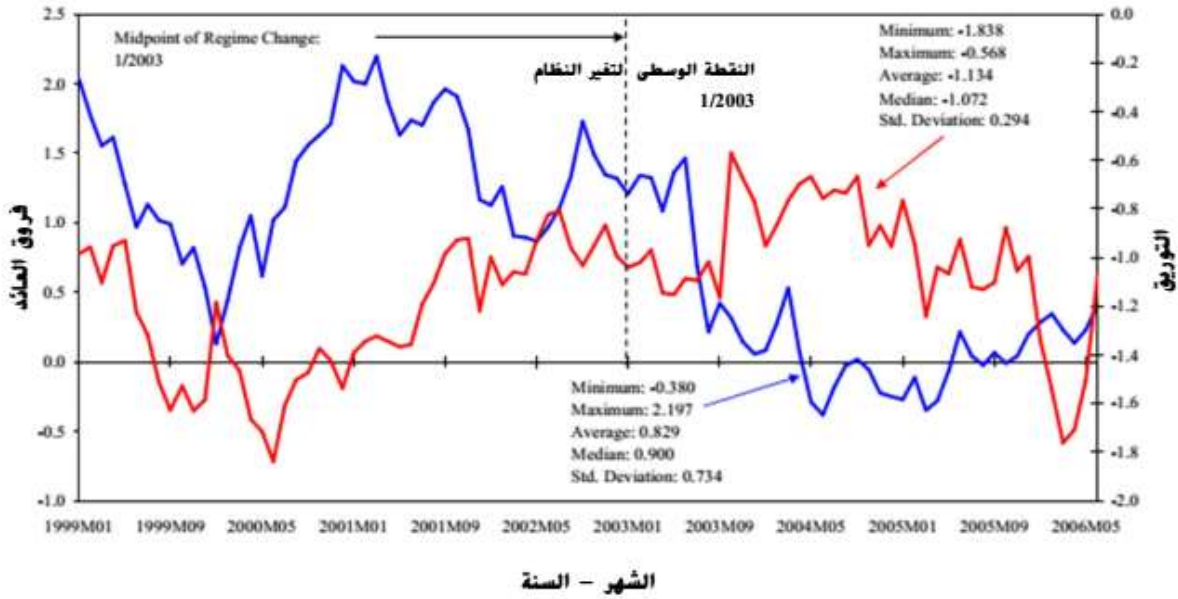
**Factor. أخيراً، يضرب عامل تحجيم كل شهر في مبلغ الإصدار أو إنشاءات القروض (القروض المقدمة) في قاعدة بيانات «LoanPerformance» لكل شهر مقابل له.

بالنسبة لسوق القروض الضخمة «Jumbo Loan Market»، فإنه تم توسيع نطاق أعداد الإصدار وإنشاءات القروض بواسطة تلك التي تم نشرها من قبل هيئة التمسويل الرهن العقاري الداخلي «Inside Mortgage Finance (IMF)». وبالنسبة للفترة محل الدراسة، يورد «IMF» الإصدار الكلي والإنشاءات فقط على أساس ربع سنوي. ولكي يتسنى توسيع نطاق بيانات «LoanPerformance» الشهرية، تم افتراض قيمة مساوية لنسبة الإصدار إلى الإنشاء في كل شهر في ربع معين وتقسيمها على أعداد الإصدار إلى الإنشاء لـ «LoanPerformance» بغية الحصول على سلسلة شهرية متناسبة. (وفي هذه الحالة يمكن الحصول على تقديرات معقولة لتوريق سوق القروض الضخمة فقط من جانفي 1999 إلى جوان 2006).

يبدو أن العلاقة بين فرق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» ومعدل التوريق «SEC» بالنسبة للقروض الرهنية العقارية الضخمة تعرف تغيير في النظام. لمعينة أثر هذا التغيير، نقوم بفحص البيانات المتاحة لفترة زمنية فرعية من بداية سنة 2003 إلى غاية جوان 2006. إن وجود تغيير النظام يبدو واضحاً على الشكل رقم 10 أدناه، الذي يظهر العلاقة بين «YSP» و«SEC» على امتداد الفترة الزمنية جانفي 1999 إلى جوان 2006.

** يعرف عامل التحجيم على أنه عدد يُحجم كمية معينة (تكبيراً أو تصغيراً). ويعرف طبقاً للمعادلة: $y = Cx$ ، حيث يقال عن C بأنه عامل تحجيم لـ x .

الشكل رقم (10): الاختبار 1.2 القروض السكنية الضخمة (فترة كاملة)
معامل الارتباط -0.274



YSP — المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات قسائم القروض الضخمة (من LoanPerformance) — المتوسط الشهري لمعدلات الخزنة الأمريكية بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات
SEC — تحويل لوغاريتمي للمبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية الضخمة مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض العقارية الضخمة (من LoanPerformance) .
وتحجيمها بواسطة أعداد هيئة التمويل الرهني العقاري الداخلي «IMF»

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

في الدراسات التي تنطوي على قروض الرهن العقاري المطابقة (الاختبارات 3-6)، يستخدم إصدار القروض الرهنية العقارية «Fannie Mae» و«Ginnie Mae»، المنشور من قبل التمويل الرهني العقاري الداخلي «IMF» و«eMBS Inc».

فيما يتعلق بسوق القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر، تم الأخذ بعين الاعتبار، في هذه الدراسة، كذلك متغيرين إضافيين قد يكون لهما تأثير على فروق العائد، هما: مخاطر الدفع المسبق «Prepayment Risk (PRS)» ومخاطر التخلف عن السداد «Default Risk (DFL)».

✓ **مخاطر الدفع المسبق:** يتم احتساب مخاطر الدفع المسبق على وجه التقريب من خلال طرح معدل الفائدة على أذن الخزنة بأجل استحقاق ثابت 1 سنة من معدل الفائدة على سندات الخزنة بأجل

استحقاق ثابت 10 سنوات (البيانات مستسقة من الاحتياطي الفيدرالي). المراد من هذا المتغير هو قياس الجاذبية النسبية لإعادة تمويل قرض رهن عقاري بمعدل منخفض.

✓ **معدلات التخلف عن السداد:** يتم نمذجة مخاطر التخلف عن السداد باستخدام معدل حجز الرهن «Foreclosure Rate» بالنسبة للقروض الرهنية العقارية عالية المخاطر من «LoanPerformance».

الأشكال البيانية والإحصاءات الوصفية للبيانات، المستخدمة بالنسبة للأجزاء الأخرى من الدراسة النموذجية لأثر التوريق على تكلفة الائتمان، معروضة في الملحق I.A.

يلخص الجدول رقم 11 أدناه، المتغيرات الأساسية («YSP» و«SEC») المستخدمة في هذه الدراسة.

الجدول رقم (11): المتغيرات الأساسية (YSP و SEC) المستخدمة في الدراسة

الاختبار	السوق	الفترة	عدد المشاهدات	YSP	SEC
1	القروض السكنية عالية المخاطر	من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006	96 مشاهدة شهرياً	YSP = متوسط سعر فائدة السوق الأولية للقروض عالية المخاطر (من LoanPerformance) - معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات	SEC = المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية عالية المخاطر مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية عالية المخاطر (مستسقة من LoanPerformance، بتحجيم أرقام الاحتياطي الفيدرالي)
1.2	القروض السكنية الضخمة (فترة كاملة)	من جانفي 1999 إلى جوان 2006	90 مشاهدة شهرياً	YSP = المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم على القروض الضخمة (من LoanPerformance) - معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات	SEC = المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية الضخمة مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية الضخمة (مستسقة من LoanPerformance، بتحجيم أرقام التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)
2.2	القروض السكنية الضخمة (فترة فرعية)	من جانفي 2003 إلى جوان 2006	42 مشاهدة شهرياً	YSP = المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم على القروض الضخمة (من LoanPerformance) - معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات	SEC = المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية الضخمة مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية الضخمة (مستسقة من LoanPerformance، بتحجيم أرقام التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)
3	القروض السكنية المطابقة التقليدية (تكرار (Kolari)	من جانفي 1986 إلى ديسمبر 1997	144 مشاهدة شهرياً	YSP = متوسط أسعار فائدة السوق الأولية على القروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB) - معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات	SEC = إصدار الرهن العقاري لـ Fannie Mae و Freddie Mac مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية (مستسقة من التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

<p>Fannie Mae = إصدار الرهن العقاري لـ SEC Freddie Mac (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)</p>	<p>YSP = متوسط أسعار فائدة السوق الأولية على القروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB) - معدل الخزائنة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات</p>	<p>96 مشاهدة شهرياً</p>	<p>من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006</p>	<p>القروض السكنية المطابقة التقليدية</p>	<p>4</p>
<p>Fannie Mae = إصدار الرهن العقاري لـ SEC Freddie Mac (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)</p>	<p>YSP = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة قابل للتعديل - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة قابل للتعديل (من FHFB)</p>	<p>90 مشاهدة شهرياً</p>	<p>من جانفي 1999 إلى جوان 2006</p>	<p>فرق سعر الفائدة المتغير للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo)</p>	<p>5</p>
<p>Fannie Mae = إصدار الرهن العقاري لـ SEC Freddie Mac (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)</p>	<p>YSP = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة ثابت - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB)</p>	<p>90 مشاهدة شهرياً</p>	<p>من جانفي 1999 إلى جوان 2006</p>	<p>فرق سعر الفائدة الثابت للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo)</p>	<p>6</p>

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, pp. 100-101.

المطلب الثاني: التحليل الإحصائي لأثر التوريق على تكلفة الائتمان

سنتناول في هذا المطلب التحليل الإحصائي لأثر التوريق على تكلفة الائتمان وذلك من خلال أولاً: اختبار مدى استقرارية السلاسل الزمنية من عدمه، وفي هذا السياق سيتم التطرق إلى مختلف تقنيات الاختبار التي تم تطويرها. ثانياً: تقدير العلاقة طويلة الأجل ما بين YSP و SEC باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية وكذا تقنية Newey-West لتعديل تقدير OLS. كما سيتم ثالثاً: اختبار ما إذا كان YSP و SEC متكاملين تكاملاً مشتركاً من خلال تطبيق اختبار Johansen للتكامل المشترك. ثم أخيراً تحليل ما إذا كانت التغيرات في التوريق تتسبب في إحداث تغيرات في فروق العائد، والعكس بالعكس، وذلك بتطبيق اختبارات غرانجر للسببية.

أولاً: اختبار ما إذا كانت البيانات ساكنة

غالباً ما تكون بيانات السلاسل الزمنية (أي البيانات التي تم جمعها على امتداد فترات زمنية) غير ساكنة، ذلك أن معظم معالمها الإحصائية (المتوسط والتباين) قد تميل إلى التغير بمرور الزمن. بعبارة أخرى، ليس هناك ما يضمن أن البيانات غير الساكنة سوف تتقارب ضمن علاقة ما مستقرة (توازن) على الأمد الطويل. في المقابل، تُعرّف العملية التوقفية (أو كما يطلق عليها كذلك بالعملية الثابتة) * «Stationary Process» بالمعالم الإحصائية (المتوسط والتباين) التي لا تتغير بمرور الزمن. كقاعدة عامة، قد يقود الاستدلال على أساس أساليب التقدير القياسية (مثل طريقة المربعات الصغرى العادية) إلى نتائج مضللة، حيث أن الاستدلال للمتغيرات غير المستقرة يعطي نتائج مضللة، إذ تكون العلاقة بين المتغيرات غير المستقرة ليست حقيقية وإنما مضللة.

واحدة من بين الأمثلة الأكثر شيوعاً عن البيانات غير الساكنة ما يعرف باسم "جذر الوحدة" «Unit Root». في السلسلة التي بها جذر وحدة، تكون قيمة البيانات** الجارية «Current Data Value» تساوي إلى قيمة الفترة الأخيرة زائد مدى خطأ*** سكون ضعيف «Weakly Stationary Error Term». هذه السلاسل

* تستخدم هذه الدراسة، مصطلح السكون أو الاستقرار «Stationary» والاستقرار أو السكون الضعيف «Weakly-Stationary» بشكل متبادل.

** قيمة بيانات «Data Value» هي عنصر من مجال القيم «Value Domain»، حيث يشير هذا الأخير لمجموعة من القيم المسموح بها
*** مدى (أو مقدار) الخطأ «Error Term» هو متغير في نموذج إحصائي أو رياضي، يتم إنشاؤه عندما لا يعبر النموذج بالكامل عن العلاقة ما بين المتغير (أو المتغيرات) المستقل والمتغير التابع، ونتيجة لهذه العلاقة غير المكتملة فإن مدى الخطأ هو المقدار الذي قد تختلف عنده المعادلة أثناء التحليل التجريبي. كما يعرف مدى الخطأ كذلك بالقيمة الباقية أو المدى المتبقي «the "Residual", or the "Remainder" Term»

لها خاصية هامة، إذ أنه إذا طرحنا قيمة بيانات الفترة الأخيرة من قيمة الفترة الحالية (أي نحسب الفرق الأول للسلسلة) تكون السلسلة الناتجة ساكنة (كما أنها تساوي فقط نسبة خطأ سكون ضعيف). لذلك، فإنه على الرغم من أن مستوى السلسلة غير ساكن، إلا أن فرقها الأول هو عملية توقفية (ثابتة). بسبب هذه الخاصية فإن جذور الوحدة تنتمي إلى مجموعة أوسع من عمليات "I(1)" (متكاملة من الدرجة الأولى)، ونحتاج إلى حساب الفرق لمثل هذه السلاسل مرة واحدة فقط قبل الحصول على عملية توقفية. على نحو مماثل، غالباً ما يشار إلى العمليات التوقفية بعمليات "I(0)" (متكاملة من الدرجة صفر)، إذ أنه لا حاجة لحساب فرق البيانات للحصول على عملية توقفية.

هناك العديد من تقنيات الاختبار التي تم تطويرها، الأمر الذي ساعد الباحثين على تحديد مدى استقرارية السلاسل الزمنية من عدمه. تم الاعتماد في هذه الدراسة على مجموعة من الاختبارات القياسية تمثلت في: اختبارات ديكي - فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس بيرون «Phillips-Perron (PP)» و«Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)»، لتحديد مدى استقرار المتغيرات من عدمه. نتائج هذه الاختبارات مبيّنة في الجدول رقم 2 والملحق رقم 2: الجداول 1A - 6A بالنسبة لجميع الأسواق.

1. اختبار ديكي - فولر الموسع (الصاعد) «Augmented Dickey-Fuller (ADF)»

هو عبارة عن اختبار مَعْلَمِي مع افتراض فرضية العدم (الفرضية الصفرية)* بأن السلسلة المعطاة لديها جذر وحدة، فإذا كان بإمكاننا رفض العدم عند مستوى اعتيادي ما نو دلالة إحصائية (على سبيل المثال 5%**)، فإننا نستنتج بأن السلسلة ساكنة على الأغلب (أو على الأقل ليست عملية جذر وحدة).

* قبل البدء بأي اختبار إحصائي يتم صياغة فرضية معينة لكي يتم اختبارها عن طريق بيانات إحصائية. فرضية العدم «Null Hypothesis»، أو كما تسمى كذلك بالفرضية الصفرية، هي نوع من الفرضيات المستخدمة في علم الإحصاء والتي تنبئ عدم وجود علاقة أو فرق ذو دلالة إحصائية بين متغيرين أو أكثر من متغيرات الدراسة. لفرضية العدم إذاً هي عبارة عن ظن (ادعاء) على معلمة أو أكثر من معلمات مجتمع قيد الدراسة، والفرضية البديلة هي عبارته عن ادعاء معاكس لادعاء فرضية العدم. وقد تكون الفرضية البديلة عديمة الاتجاه أو متجهة لصالح إحدى الجهتين. يتم رفض أي فرضية من خلال مقارنة القيمة المحسوبة للاختبار الإحصائي مع القيمة الجدولية الموافقة لها، بحيث يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة في حالة كون القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية.

** وهو مستوى الدلالة الإحصائية الأكثر استخداماً، حيث نستخدم في جميع الاختبارات لهذا القسم من الدراسة مستوى الدلالة الإحصائية 5% فقط، مما يعني أن هناك فرصة 5% فقط بأن نرفض فرضية العدم لما تكون فرضية العدم فعلاً سليمة.

2. اختبار فيليبس بيرون «Phillips-Perron (PP)»:

هو اختبار مماثل له نفس فرضية العدم لاختبار «ADF»، إلا أنه اختبار لا معلمي***. تتناول الدراسة هذا الاختبار «PP» بنفس الطريقة التي تم بها تناول اختبار «ADF»: إذا كان بالإمكان رفض العدم عند مستوى دلالة إحصائية 5%، فإننا نستنتج بأن السلسلة هي ساكنة على الأرجح.

3. اختبار «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)»:

اختبار «KPSS» فرضية عدم مختلفة تنص على استقرارية سلسلة معطاة انطلاقاً من إحصائية مضاعف لاغرانج، ولهذا يسمى هذا الاختبار «KPSS» باختبار الاستقرار. لذلك، إذا فشلنا في رفض فرضية العدم لـ «KPSS» فإنه يمكننا استنتاج بأن السلسلة قد تكون ساكنة.

يعالج هذا الاختبار بعض أوجه الضعف في فعالية الاختبارين «ADF» و«PP» في حالة وجود ارتباط ذاتي للتباين.

عملياً، بسبب طرق التقدير المختلفة، وفي حالة «KPSS» أين توجد فرضيات عدم مختلفة، فإن الاختبارات الثلاث قد تقود إلى استنتاجات مختلفة. نستنتج بأن السلسلة ساكنة (أو غير ساكنة) إذا كانت غالبية الاختبارات تشير بذلك. ونأخذ بإمكانية عدم الاستقرار (اللاسكون) إذا كان هناك على الأقل اختبار واحد من الاختبارات يشير إلى أن السلسلة غير ساكنة.

غالباً ما تحتوي عينات من البيانات الفعلية للسلاسل الزمنية على اتجاه خطي، أي أن هناك زيادة خطية واضحة (أو نقصان) في مستوى السلسلة على مر الزمن. جميع اختبارات السكون التي تطبقها هذه الدراسة تسمح بإدراج الاتجاه الخطي في معادلة الاختبار، وتقدم نتائج التقدير باتجاه وبدون اتجاه على حد سواء. يتم كذلك إدراج مكونات الاتجاه الخطي في معادلات الاختبار «ADF» و«PP» لمعرفة ما إذا قد يكون للسلسلة اتجاه خطي. إذا كان الاتجاه ذو دلالة عند مستوى 5%، فإن نتائج الاختبار مع الاتجاه المدرج هي من المرجح أن تكون أكثر موثوقية.

ثانياً: تقدير طريقة المربعات الصغرى العادية «OLS»

في عدد قليل من الدراسات التي قام بها الباحثان، لا سيما الاختبارات 5 و6، السلاسل الزمنية لفرق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» ومعدل التوريق «SEC» يبدو أنها ساكنة، كما أن متغيرات

*** الاختبارات اللامعلمية، أو غير مقيد التوزيع كما تسمى غالباً، هي الاختبارات التي تكون فرضياتها الأساسية أقل من فرضيات الاختبارات المعلمية. بكلمة أخرى، الاختبارات اللامعلمية تشترط فرضيات أقل لشكل التوزيع العام، ولهذا السبب غالباً ما يتم استخدام الاختبارات اللامعلمية بدلاً من الاختبارات المعلمية عندما يتبين أن الفرضيات المتعلقة بالاختبارات المعلمية غير محققة.

«YSP» و«SEC» في سوق القروض المطابقة بالنسبة للفترة الأخيرة (1999-2006، الاختبار 4) يبدو كذلك أنها ساكنة. إذا كانت السلسلة ساكنة فإن أسلوب انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية قد يكون مناسباً، حيث تفترض «OLS» أن المتغير التابع (في هذه الدراسة «YSP») يمكن التنبؤ به خطياً بواسطة عامل واحد (أو أكثر)، أو المتغيرات المستقلة (في هذه الدراسة «SEC»). تقدر طريقة المربعات الصغرى العادية العلاقة طويلة الأجل ما بين المتغير التابع والمتغير (أو المتغيرات) المستقل عن طريق التقليل من مجموع الأخطاء المربعة (التربيعية) «Sum of Squared Errors»، أو الفروق ما بين التوقعات الخطية للمتغير التابع «YSP» وقيمه الفعلية. أحد مساوئ هذه الطريقة هو أنه إذا تم تحديد أحد العوامل في وقت واحد (سويماً) مع المتغير التابع فإن تقديرات «OLS» لا يعتد بها**.

في الدراسات التي لا تنطوي على سلاسل زمنية ساكنة (الاختبارات 4 و6)، تم تقدير العلاقة طويلة الأجل ما بين «YSP» و«SEC» باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، واستخدم الباحثان تقنية «Newey-West» لتعديل تقدير «OLS» الخاص بالدراسة بالنسبة للارتباط التسلسلي «Serial Correlation» الممكن في مدى الخطأ (أي تبعية مدى خطأ حالي على قيمه السابقة)، الذي هو شائع في بيانات السلاسل الزمنية. إذا لم يتم تصحيح الارتباط التسلسلي فإن تقدير «OLS» للخطأ المعياري على المعامل التقديري للعلاقة ما بين «YSP» و«SEC» قد يكون غير صحيح*.

ثالثاً: تحليل التكامل المشترك «Co-integration»

بالنسبة للسلاسل الزمنية غير الساكنة، من الممكن أن تكون الفروق الأولى لهذه السلاسل مستقرة (كما هو الحال في جذر الوحدة)، لذلك قام الباحثان باختبار ما إذا كان الفرق الأول للبيانات مستقراً. إذا كان مستوى السلسلة غير ساكن لكن الفرق الأول لهذه السلسلة ساكن فإن السلسلة هي عملية I(1) (متكاملة من الدرجة الأولى). كل السلاسل في هذه الدراسة (أنظر الاختبارات: 1) (القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر)، 2) (القروض الرهنية العقارية الضخمة)، وربما 3) (القروض المطابقة قبل 1997)) يبدو أنها I(1). إذا كانت السلسلتين I(1) فإنه يختبر إضافةً إلى ذلك ما إذا كانتا تشكلان تركيبة خطية تكون مستقرة

* في الاختبار 1، يمكن اعتبار كذلك مخاطر التخلف عن السداد ومخاطر الدفع المسبق كعوامل أخرى محتملة.

** يشار في الأدبيات إلى ذلك بتحيز التزامن (أو التحيز التزامني) «Simultaneity Bias». ويشار إلى العامل الذي يتم تحديده بشكل مشترك مع المتغير التابع بالداخلي «Endogenous».

* تفترض طريقة «OLS» أن الأخطاء (أي القيم الباقية غير المفسرة بواسطة عوامل النموذج) غير مرتبطة ارتباطاً تسلسلياً ولديها تباين ثابت، وفي حالة انتهاك أي من هذه الافتراضات فإن تقديرات «OLS» للأخطاء المعيارية على المعاملات هي غير سليمة عموماً. من الممكن تصحيح الأخطاء المعيارية لـ «OLS» بالنسبة للارتباط التسلسلي واختلاف التباين «Heteroskedasticity» (أي التباين غير الثابت) على حد سواء باستخدام تقنية الحوسبة التي قام بوضعها كل من «Newey» و«West».

(أي تتكاملان تكاملاً مشتركاً Co-integrated). فإذا كانت كذلك فإنه يمكن تطبيق تقنيات التكامل المشترك السائدة، ووجود علاقة طويلة الأجل ما بين هذين المتغيرين قد يمكن تقديرها إحصائياً.

لاختبار ما إذا كان «YSP» و«SEC» متكاملين تكاملاً مشتركاً، يتم تطبيق اختبار «Johansen» للتكامل المشترك، حيث يعمل هذا الاختبار على تقدير عدد من التراكيب الخطية الممكنة (متجهات التكامل المشترك «Co-Integrating Vectors»). إذا تم العثور على متجه** وحيد للتكامل المشترك، فحينئذ المتغيرات لها علاقة توازن وحيدة على المدى الطويل***، وتستخدم الدراسة إحصاء اختبار الأثر «Trace Test Statistic» المقترح من قبل «Johansen» (1995).

إذا عُرِّبَ وفقاً لاختبار «Johansen» للتكامل المشترك على متغيرين أنهما متكاملين تكاملاً مشتركاً مع متجه وحيد للتكامل المشترك (أي تركيبة خطية وحيدة لمتغيرين أو أكثر)، فإنه تقدر علاقة توازن طويلة الأمد بينهما باستخدام نموذج تصحيح الخطأ في متجهات التكامل المشترك «Vector Error Correction Model (VEC)»، حيث يعمل «VEC» على نمذجة العلاقة الخطية طويلة الأمد ما بين متغيرين أو أكثر بافتراض أن التوازن ما بين المتغيرات على المدى الطويل يمكن أن يتحقق عن طريق بعض التعديلات على المدى القصير. هذه التعديلات على المدى القصير (تصحيات الأخطاء) يتم كذلك تقديرها مباشرةً بواسطة «VEC»، وقد تستغرق أكثر من فترة واحدة (شهر في هذه الدراسة) لتحقيق توازن طويل الأمد. يتم الأخذ بعين الاعتبار كل من معيار أكياكي للمعلومات «Akaike Information Criterion (AIC)» ومعيار شوارتز-بيز للمعلومات «Schwartz (Bayesian) Information Criterion (BIC)» لإيجاد عدد مناسب من الفترات («المتباطات»*) في حدود تصحيح الأخطاء أو الفروق الأولى المتباطة (أو المتأخرة) في المتغيرات التي ينبغي تضمينها في النموذج. عادةً ما يفترض «VEC» ثابت «Constant» أو الحد الثابت «Intercept» (سواءً في البيانات أو في علاقة التكامل المشترك)، فإذا ظهرت البيانات بأن لها اتجاه فإن «VEC» قد يُعدَّل

** المتجه «Vector» هو كمية تتحدد بالمقدار والاتجاه في شكل سهم يتجه من نقطة إلى أخرى.

*** في حالة متغيرين (النموذج ثنائي المتغير «Bivariate Model»)، ومن أجل تحديد ما إذا توجد هناك علاقة خطية فريدة ما بين متغيرين فإن اختبار «Johansen» يحدد رتبة مصفوفة المعامل التقديري التي تم بناؤها بالاعتماد على معادلات لمتغيرين. إذا كانت رتبة التكامل المشترك 1 فإن هناك علاقة تكامل مشترك وحيدة ما بين المتغيرين. ويمكن توسيع الاختبار لأكثر من متغيرين (النموذج متعدد المتغيرات).

* المتغيرات المتباطة أو المتأخرة «Lagged Variables» هو مصطلح يستخدم في التحليل الإحصائي لبيانات السلاسل الزمنية، حيث يتم في بعض الأحيان إنشاء النماذج أين يتم التنبؤ بمتغير بالاعتماد على قيمه السابقة. ويسمى هذا بالانحدار الذاتي «Autoregression» أو نماذج الانحدار الذاتي «Autoregressive Models»، وقيم المتغير (على سبيل المثال، في نفس الوقت ولكن قبل عام واحد) ستكون متغير تنبؤي، يسمى بالمتغير المتأخر أو المتباطي «Lagged Variable».

من خلال السماح بالاتجاهات الخطية في البيانات، أو إذا كان الاتجاه منظوراً في علاقة التكامل المشترك فإنه يمكن تضمينه في علاقة التكامل المشترك**.

أحد مزايا طريقة «VEC» هو أنه حتى إذا تم تحديد جميع المتغيرات بصفة مشتركة فإن تقديرات «VEC» تبقى سليمة، ومع ذلك فإن تقدير «VEC» له بعض المساوئ، إذ وعلى وجه الخصوص، تختلف تقديرات «VEC» تبعاً لافتراضات النموذج (على سبيل المثال، الاعتماد على عدد من المتباطئات لتضمينها في النموذج)، ويمكن أن تختلف على نطاق واسع نسبياً من عينة بيانات واحدة إلى أخرى. يبين " Stock, 1987" أنه في حالة متغيرات التكامل المشترك قد يظل التقدير المعياري لطريقة المربعات الصغرى العادية «OLS» مناسباً، وبما أن تقديرات «OLS» للعلاقة طويلة الأمد التي تربط متغيرات التكامل المشترك "فائقة الاتساق" (أي عندما يزداد حجم العينة)، فإن تقديرات معاملات «OLS» تتقارب نسبياً بسرعة إلى قيم المعلمات الحقيقية سعياً منها للتقدير. ومع ذلك، فإن تقديرات «OLS» للأخطاء المعيارية على هذه المعاملات غير سليمة، حيث لا يمكن استخدامها لتقرير ما إذا كان متغير معين هو إحصائياً ذو دلالة أو لا. أيضاً، على خلاف «VEC» فإن نماذج «OLS» تتجاهل أي تعديلات ديناميكية أو قصيرة الأجل (تصحيات الأخطاء أو المتباطئات) التي تسمح عادةً بالتقارب لعلاقة التوازن طويلة الأمد ما بين متغيرات التكامل المشترك. علاوةً على ذلك، قد يكون لتقديرات «OLS» تحيز العينات المحدودة، أي لا يمكن الاعتماد عليها عندما تكون أحجام العينات صغيرة. كذلك، إن إجراءات تقدير «OLS» و«VEC» قد تعطي تقديرات مختلفة، ومع ذلك يمكن أن تقدم «OLS» تقديرات بديلة للعلاقة على المدى الطويل ما بين معدلات التوريق وفروق العائد. وبالتالي، في حالات السلاسل غير الساكنة نقوم كذلك بتقدير العلاقة طويلة الأمد ما بين «SEC» و«YSP» باستخدام نماذج «OLS».

بالنسبة للاختبار 1 (القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر)، بالإضافة إلى تقدير أثر معدل التوريق «SEC» على فرق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» لدى الباحثين ما يكفي من بيانات لتمكينهم من تقدير أثر (إن وجدت) مخاطر التخلف عن السداد «DFL» والدفع المسبق «PRS» على «YSP». وبما أن السلاسل الزمنية «DFL» و«PRS» فيما يبدو أنها عمليات $I(1)$ ، متكاملة تكاملاً مشتركاً مع «SEC» و«YSP»، فإن الباحثين سيعملان على تقدير نموذج «VEC» متعدد المتغيرات الذي بالإضافة إلى تقديره

** عموماً نفترض أن هناك ثابت «Constant» في النماذج الخطية التي قدرناها، ومن أجل تقرير ما إذا كان من المجدي إدراج الاتجاه نأخذ في الحسبان معايير «AIC» و«BIC» وكذلك ما إذا كان الاتجاه ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 5%.

للعلاقة طويلة الأمد ما بين «SEC» و«YSP» فهو يأخذ بعين الاعتبار آثار «DFL» و«PRS» (إن وجدت) على «YSP».

باستخدام نماذج «VEC» سيتم العمل كذلك على تقدير سرعة التحول إلى علاقة التوازن طويلة الأمد ما بين «SEC» و«YSP» من خلال تنبؤ تحليل مكونات تباين «YSP»، والرسم البياني "الدوال الاستجابة النبضية" الذي يُظهر حساسية فروق العائد لصدمات معدلات التوريق (أو أي عامل آخر مثل «DFL» و«PRS»).

رابعاً: اختبارات غرانجر للسببية «Granger Causality Tests»

لتحليل ما إذا كانت توجد هناك أي سببية ضمنية في العلاقة ما بين فروق العائد ومعدلات التوريق (أي إذا كانت التغيرات في التوريق تتسبب في إحداث تغيرات في فروق العائد، والعكس بالعكس)، يطبق الباحثان اختبارات غرانجر للسببية بالنسبة لكامل هذه الدراسة، حيث تعمل اختبارات غرانجر للسببية على تقييم إمكانية ما يسمى سببية غرانجر فقط، التي تختبر ما إذا كانت فروق العائد تخضع إلى قيم معدلات التوريق في الفترات السابقة (عدد معين من متباطئات معدل التوريق) أو العكس. قد لا يتضمن هذا أي نوع آخر من العلاقة السببية ما بين متغيرين، وبصفة عامة يدعوا عدد من الباحثين إلى التزام الحيطة إزاء الخلط بين مفهوم "غرانجر للسببية" مع المفهوم الواسع للسببية الاقتصادية. ويتم الأخذ بعين الاعتبار كل من معيار أكياكي للمعلومات «AIC» ومعيار شوارتز- بيز للمعلومات «BIC» لإيجاد العدد المناسب من المتباطئات في كلتا المتغيرين («SEC» و«YSP») ليتم تضمينها في علاقات الاختبار.

المطلب الثالث: النتائج التجريبية لأثر التوريق على تكلفة الائتمان

سنحاول في هذا القسم تقديم وتفسير أهم نتائج الاختبارات التي تم عرضها وشرحها في المطلب السابق، والتي تم التوصل إليها استناداً إلى البيانات المتوفرة والطرق التجريبية المتبعة في دراسة "Sabry and Okongwu, 2009"، مع التركيز والتفصيل أكثر بالنسبة لسوق القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر (الاختبار 1) وسوق القروض الرهنية العقارية المطابقة (الاختبار 3).

يُبين الجدول رقم 3 أسفله نتائج اختبارات جذر الوحدة («ADF» و«PP») واختبار الاستقرار «KPSS» (فيما يتعلق بسوق القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر والسلاسل «YSP» و«SEC» فقط)، وبالنسبة لباقي الأسواق والمتغيرات الأخرى فهي مبينة في الجداول 1A - 6A في الملحق رقم 2. أما بالنسبة لنتائج

تقدير OLS فهي مبينة في الجداول 1C - 6C في الملحق رقم 2 وفي الجدول رقم 5 أسفله (الاختبار 1، نموذج ثنائي المتغير).

الجدول رقم (3): اختبارات جذر الوحدة «ADF» و«PP» واختبار الاستقرار «KPSS»:

القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر

Variable	ADF statistic	PP Statistic	KPSS Statistic	ADF Trend	PP Trend
YSP	-2.62	-2.36	0.16	-1.53	-0.84
SEC	-5.17 *	-5.17 *	0.16	4.56 *	4.56 *
Δ YSP	-7.81 *	-7.62 *	0.05 *	0.79	0.68
Δ SEC	-13.79 *	-14.01 *	0.07 *	0.25	0.25

* تشير إلى دلالة عند مستوى 5%. بالنسبة لاختبار «KPSS» فإن فرضية العدم هي أن المتغير مستقر وبالتالي الإخفاق في رفض العدم يدل على الاستقرار، أي السكون (المشار إليه بواسطة *)

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

نتائج اختبارات Johansen للتكامل المشترك مبينة في الملحق رقم 2، الجداول 1D - 3D، والجدول رقم 4 أسفله.

الجدول رقم (4): اختبار «Johansen» للتكامل المشترك: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر

عدد المتجهات المفترضة	نسبة الأرجحية «Likelihood Ratio»	القيمة الذاتية «Eigenvalue»
لا شيء*	18.398	0.142
1 على أكثر تقدير	3.827	0.039

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

هناك علامة (*) بعد كلمة "لا شيء" ("لا متجهات للتكامل المشترك"، الصف الأول من الجدول) تشير إلى رفض ذو دلالة إحصائية لفرضية العدم على أنه لا وجود لمتجهات التكامل المشترك. وبالنسبة للصف الثاني من الجدول فإن فرضية العدم تكمن في أن هناك متجهة واحدة للتكامل المشترك على أكثر تقدير. وبما أنه لا توجد علامة نجمة بعد هذا الصف في جميع الدراسة، فيما يتعلق بعدم استقرار السلاسل، فإنه لا يمكن رفض فرضية العدم بأن هناك، على أكثر تقدير، متجهة وحيدة لعلاقة التكامل المشترك ما بين سلاسل «YSP» و«SEC». وبالتالي، فإن السلاسل غير الساكنة (غير المستقرة) في هذه الدراسة (أنظر الاختبارات:

1) (القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر)، 2) (القروض الرهنية العقارية الضخمة)، وربما 3) (القروض المطابقة قبل 1997)) يبدو أنها عمليات I(1) بمتجهة تكامل مشترك فريدة. بما أن جميع السلاسل غير الساكنة في هذه الدراسة متكاملة تكاملاً مشتركاً، فإنه بالإمكان تطبيق نموذج التقدير «VEC» لتقدير علاقات التوازن طويلة الأمد ما بين فروق العائد ومعدلات التوريق بالنسبة لمختلف أسواق القروض الاستهلاكية (القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر والقروض الرهنية العقارية الضخمة). تقديرات الباحثين لنموذج تصحيح الخطأ في متجهات التكامل المشترك «VEC» موضحة في الجدول رقم 5 أسفله والملحق رقم 2 (الجدول 1D - 3D، اللوحة «Panel» B). (كما تم الإشارة إليها سابقاً فإن تقديرات «OLS» لنفس العلاقات مبينة في الجدول رقم 6 أسفله وفي الملحق رقم 2، الجدول 1C - 6C).

الجدول رقم (5): معاملات «Johansen» المعدلة للتكامل المشترك:

القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر

المعامل	YSP	SEC
1	3.803	
الخطأ المعياري		(0.797)
معادلة التكامل المشترك: $YSP = -3.803 * SEC$		

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

الجدول رقم (6): انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية «OLS» مع أسلوب «Newey-West» لتصحيح الخطأ المعياري: القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر

التوريق «SEC»		المعامل
قيمة الاحتمال ^أ «p-value»	ثابت «Constant»	مُعَدَّل «Adjusted»
قيمة الاحتمال «p-value»	قيمة الاحتمال «p-value»	معامل التحديد R ²
-2.4348*	3.0050*	0.4225
0.0000	0.0000	
(*) تدل على أن الدلالة الإحصائية عند مستوى 5%.		

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

ⁱ القيمة الاحتمالية «p-value» هي عبارة عن رقم (عدد) يستخدم لتقييم المقاييس الإحصائية. القيمة الاحتمالية تخبرنا عن حجم الاحتمال بأن الاختلاف المقاس يوافق الصدفة. إن أية قيمة احتمالية أصغر من 0.05 تعني بأن الاحتمال أصغر من 5% بأن يكون الاختلاف المقاس بين مجموعتين يقوم على الصدفة، وبالتالي يوجد فرق ذو مغزى إحصائي. المغزى الإحصائي يعتمد على حجم العينة المدروسة: عندما يكون حجم العينة المدروسة كبير لدرجة وافية، قد تؤدي اختلافات صغيرة في حالة كهذه إلى مغزى إحصائي.

باستخدام نماذج «VEC» عمل الباحثان كذلك على تقدير سرعة التحول إلى علاقة التوازن طويلة الأمد ما بين «SEC» و«YSP». يُظهر هذه التقديرات الجدول رقم 7 والجدول 1E - 3E في الملحق رقم 2. ويوضح الشكل رقم 12 والأشكال 1F - 3F في الملحق رقم 2 حساسية فروق العائد لصددمات معدلات التوريق (أو أي عامل آخر مثل DFL و PRS، أنظر الشكل 1F في الملحق رقم 2).

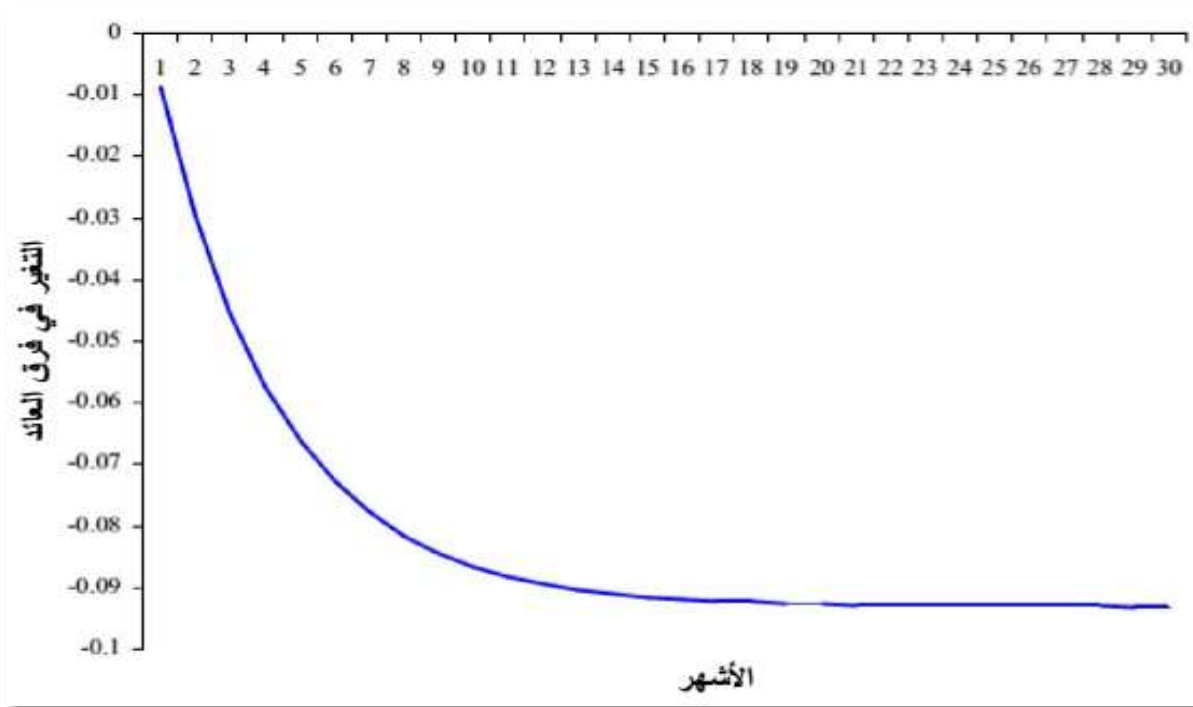
الجدول رقم (7): تحليل مكونات تباين الخطأ المتنبأ به لفرق العائد «YSP»:

القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر

النسبة المئوية لمربع خطأ التنبؤ مفسراً بـ:		
SEC	YSP	شهر سلفاً
0.124343	99.87566	1
0.821874	99.17813	2
1.799854	98.20015	3
2.905188	97.09481	4
4.038829	95.96117	5
5.141252	94.85875	6
6.179802	93.8202	7
7.139124	92.86088	8
8.01448	91.98552	9
8.807315	91.19269	10
9.522414	90.47759	11
10.16615	89.83385	12
10.74542	89.25458	13
11.26705	88.73295	14
11.73749	88.26251	15
12.16262	87.83738	16
12.54771	87.45229	17
12.89746	87.10254	18
13.21598	86.78402	19
13.50687	86.49313	20
13.77329	86.22671	21
14.01798	85.98202	22
14.24333	85.75667	23
14.45142	85.54858	24
14.64407	85.35593	25
14.82287	85.17713	26
14.98921	85.01079	27
15.14432	84.85568	28
15.28926	84.71074	29
15.42498	84.57502	30

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

الشكل رقم (12): استجابة فرق العائد «YSP» لخدمات معدلات التوريق «SEC»:
القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

يبين الجدول رقم 8 أسفله، والجدول 1B - 6B في الملحق رقم 2، نتائج اختبارات غرانجر للسببية.

الجدول رقم (8): اختبار توقعات «Granger» للسببية

احتمال إحصائية فيشر F (3 متباينات مختارة)	فرضية العدم
0.0214*	SEC does not Granger Cause YSP
0.08037	YSP does not Granger Cause SEC
(*) تدل على أن الدلالة الإحصائية عند مستوى 5%.	

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 99.

أولاً: سوق القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر (الاختبار 1)

يبين الجدول رقم 3 أعلاه نتائج اختبارات جذر الوحدة «ADF» و«PP» (العمود الثاني والثالث من الجدول)، واختبار الاستقرار «KPSS» (العمود الرابع) بالنسبة للسلاسل الزمنية «YSP» و«SEC» في

دراسة القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر. ويبين العمود الخامس والسادس ما إذا كان هناك مؤشر لإدراج اتجاه خطي في معادلات الاختبار: هناك علامة (*) تشير إلى أن الاتجاه الخطي ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 5% (أي يحتاج إلى أن يكون مدرجاً). بالنسبة لـ «YSP» فإن الاتجاه ليس ذو دلالة إحصائية، لكنه كذلك بالنسبة لـ «SEC». من الواضح أن «YSP» عملية I(1) (متكاملة من الدرجة الأولى)، فهو ليس مستقراً في المستويات إلا أنه مستقراً في الفروق الأولى وفقاً لجميع الاختبارات الإحصائية الثلاثة المذكورة سلفاً. تعتبر نتائج المتغير «SEC» أقل وضوحاً، فهو مستقر وفقاً لاختبارين من أصل ثلاثة (يشير «KPSS» إلى أنه غير مستقر) إضافة إلى الفرق الأول. (خصوصاً إذا تم استبعاد الاتجاه من معادلات الاختبار، فإنه يتبين بأن «SEC» ليس مستقراً في المستويات وفقاً لجميع الاختبارات الثلاثة. أنظر الجدول 1A في الملحق رقم 2) لذلك، فإن هناك بعض الدلائل على أن المتغير «SEC» هو متكاملة من الدرجة الأولى I(1)، إلا أن ذلك غير واضح (أي قد يكون مستقراً) وعليه قررنا تطبيق كلا تقنيتي التقدير «OLS» و«VEC» في هذه الحالة.

يعرض الجدول رقم 8 نتائج اختبار السببية لـ «Granger»، حيث يشير الاختبار إلى أن معدلات التوريق «SEC» تؤثر في فروق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» حسب مفهوم العلاقة السببية لـ «Granger» عند مستوى الدلالة 5%.

يشير اختبار «Johansen» للتكامل المشترك إلى أن هناك علاقة تكامل مشترك وحيدة ما بين «SEC» و«YSP». أنظر الجدول رقم 5. ومثلما يشير الجدول رقم 3 بأن الاتجاهات الخطية قد تكون واردة، فإن الدراسة تقدر افتراض «VEC» للاتجاهات الخطية في البيانات. أنظر الجدول رقم 5.

يقدر نموذج «VEC» علاقة تكامل طويلة الأمد ما بين «YSP» و«SEC» وفق المعادلة التالية:

$$YSP = -3.803 SEC \quad (1)$$

تشير النتيجة إلى أنه من أجل زيادة في معدل التوريق بـ 10%، فإن فروق العائد على القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر ستخفض تقريباً بـ 38 نقطة أساس.

تتفق إلى حد ما تقديرات «OLS» مع تقديرات النموذج «VEC» للعلاقة طويلة الأمد ما بين معدلات التوريق وفروق العائد لسوق القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر، فارتفاع بـ 10% في معدلات التوريق يقابله تقريباً انخفاض بـ 24 نقطة أساس في فروق العائد على القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر. أنظر الجدول رقم 6.

يُظهر التتبُّؤ لتحليل مكونات تباين «YSP» أن التغير في «SEC» يفسر التغير على نحو متزايد في «YSP» مع المضي قدماً في الزمن، حيث يفسر «SEC» بعد ستة أشهر 5% تقريباً من التغير في «YSP»، في حين يفسر «SEC» بعد سنة 10% تقريباً من التغير في «YSP». أنظر الجدول رقم 7. تصور دالة الاستجابة النبضية في الشكل رقم 12 تأثير صدمة بمقدار انحراف معياري واحد لـ «SEC» على «YSP» لمدة 30 شهراً. في حالة وجود تغير في المتغير «SEC» مقداره انحراف معياري واحد فإن «YSP» سوف ينخفض بنحو 7 نقاط أساس خلال فترة ستة أشهر وبنحو 9 نقاط أساس خلال اثني عشر شهراً.

تتوافق نتائج النموذج متعدد المتغيرات مع نتائج النموذج ثنائي المتغير (أنظر الملحق رقم 2، الجدول 1). حتى مع السيطرة على مخاطر الدفع المسبق ومخاطر التخلف عن السداد فإن نموذج «VEC» يشير إلى أن زيادة 10% في توريق القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر تؤدي إلى انخفاض في فروق العائد للقروض الرهنية العقارية عالية المخاطر بنحو 24 نقطة أساس، لا سيما أن أثر كل من «DFL» و«PRS» على «YSP» يبدو أنه يتعذر تمييزه إحصائياً عن الصفر.

ثانياً: سوق القروض المطابقة

تحاول الدراسة أولاً استنتاج العلاقة السلبية ما بين فروق العائد للقروض المطابقة ومعدلات التوريق الموجودة في بعض الدراسات السابقة (على سبيل المثال "Kolari et al. 1998"). ارجع إلى وصف المتغيرات في الجدول رقم 11، الاختبار 3. مع أنه تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن الحصول بالضبط على نفس البيانات، إذ تختلف ما بين واضعي الدراسات السابقة.

تشير نتائج اختبار «ADF» (بدون اتجاه) إلى أن كلا السلسلتين «YSP» و«SEC» قد تكونان عملياً I(1) (الملحق رقم 2، الجدول 3A)، مع أن جميع اختبارات السكون الأخرى تشير إلى أن كلا من «YSP» و«SEC» قد يكونان مستقران في المستويات. ويظهر الجدول 3D في الملحق رقم 2 أنه قد يمكن تقدير علاقة التكامل المشترك الوحيدة فقط إذا لم يتم إدراج نقطة تقاطع في النموذج، وباستخدام هذا الأخير بدون نقاط تقاطع (ثابت) نلاحظ أنه لزيادة 10% في معدل التوريق للقروض الرهنية العقارية المطابقة، فإن هناك انخفاض مقابل في فرق العائد للقرض الرهني العقاري المطابق بـ 15 نقطة أساس، حيث تجدر الإشارة إلى أن اختبار «Granger» للسببية يشير إلى أن فروق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» تؤثر في معدلات التوريق «SEC» حسب مفهوم العلاقة السببية لـ «Granger» عند مستوى الدلالة 5%. وللمقارنة فإن "Kolari et al., 1998" قدروا انخفاض في فرق عائد القرض الرهني العقاري المطابق بنحو 20 نقطة أساس لأجل زيادة 10% في معدل التوريق، ويظهر بأن "Kolari et al., 1998" أيضاً استبعدوا

نقطة التقاطع من تقديراتهم للعلاقة طويلة الأمد ما بين توريق القروض المطابقة وفروق العائد، مع أن استبعاد نقطة التقاطع ليس له ما يبرره فهو ليس نهجاً موحداً. وإذا تم إدراج نقطة التقاطع فإن الباحثين لا يجدان اتساقاً للعلاقة طويلة الأمد ما بين التوريق وفروق العائد في سوق القروض المطابقة باستخدام عينة البيانات لديهما. تعتبر نتائج «OLS» كذلك غير حاسمة، ذلك أن أثر «SEC» على «YSP» لا يمكن تفريقه إحصائياً عن الصفر عند مستوى الدلالة 5% (أنظر الجدول 3C في الملحق رقم 2).

عند توسيع نطاق البيانات، من التسعينيات إلى آخر فترة تم اعتمادها في هذه الدراسة، لاختبار ما إذا كانت العلاقة ما بين «YSP» و«SEC» في سوق القروض المطابقة موجودة في الفترة الأخيرة فإن النتائج، باستخدام عينة البيانات الخاصة لدى الباحثين، تشير إلى ما يبدو إلى عدم وجود علاقة قابلة للتمييز إحصائياً. يبدو بأن المتغيرات جميعها مستقرة في المستويات وتقدير «OLS» لأثر «SEC» على «YSP» لا يمكن تمييزه إحصائياً عن الصفر (أنظر وصف المتغيرات في الجدول رقم 11، الاختبار 4، ونتائج جميع الاختبارات الإحصائية في الملحق رقم 2).

ثالثاً: ملخص النتائج التقريبية لباقي الأسواق الأخرى

استناداً إلى البيانات المتوفرة والطرق التجريبية المتبعة في دراسة "Sabry & Okongwu, 2009"، تم التوصل إلى أن زيادة 10% في معدل التوريق يرتبط بانخفاض، يتراوح ما بين 4 و12 نقطة أساس، في فروق العائد بالنسبة للقروض الرهنية العقارية الضخمة (أنظر الملحق رقم 2، الاختبار 2.2).

قام "Sabry & Okongwu, 2009" كذلك بإجراء دراسة مماثلة لتلك التي قام بها "Naranjo & Toevs 2002"، هذه الأخيرة التي قدرا من خلالها أن أنشطة المؤسسات التي تدعمها الحكومة «GSE» خفضت فروق الفائدة ما بين المعدلات الثابتة لأسواق القروض غير المطابقة والمطابقة في الفترة 1986-1998. وخلافاً لـ "Naranjo & Toevs 2002"، أجرى "Sabry & Okongwu, 2009" دراسات منفصلة لأثر التوريق على كل من فروق العائد الثابت (فرق سعر الفائدة الثابت، الاختبار 6) وفروق العائد المتغير (فرق سعر الفائدة المتغير، الاختبار 5)، وذلك باستخدام بيانات للفترة من 1999 إلى 2006، ولم يتوصلا إلى آثار ذات دلالة إحصائية للتوريق على فروق العائد ما بين معدلات أسواق القروض غير المطابقة والمطابقة في أي من هاتين الدراستين (أنظر الملحق رقم 2، الاختبارات 5 و6).

المطلب الرابع: النتائج التجريبية وأزمة الرهن العقاري

سناحاول من خلال هذا المطلب ربط النتائج التي تم التوصل إليها في إطار دراسة أثر التوريق على تكلفة الائتمان مع أزمة الرهن العقاري التي بدأ اشتعال فتيلها الأول في الولايات المتحدة الأمريكية وتركت آثاراً عصفت بأسواقها المالية، وبحدة أكبر على وجه الخصوص، أسواق الرهن العقاري.

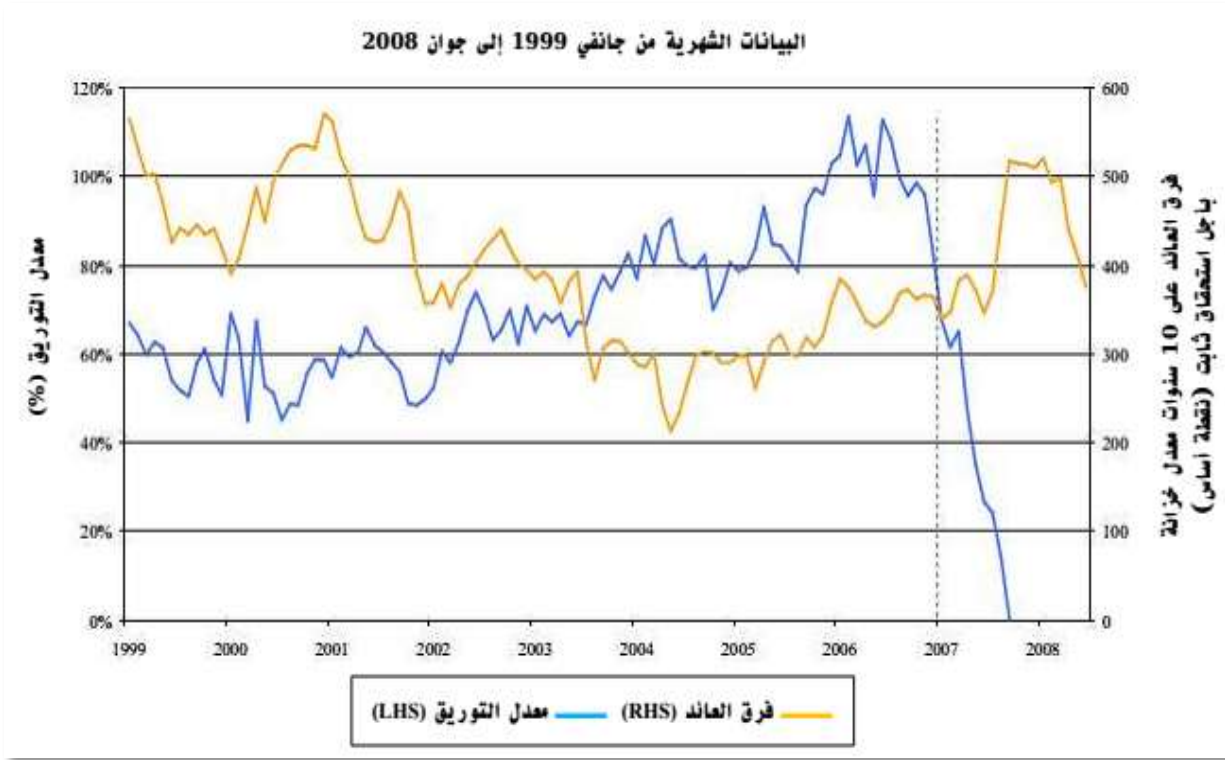
يتم في هذا الجزء فحص البيانات فيما يتعلق بمعدلات التوريق وفروق العائد في 2007 وإلى غاية جوان 2008 بالنسبة للقروض الرهنية العقارية عالية المخاطر والقروض الرهنية العقارية الضخمة والقروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية، حيث تشير آخر الملاحظات إلى وجود علاقة سلبية ما بين معدلات التوريق وفروق العائد بالنسبة لجميع المنتجات المغايرة للقروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية، وهو ما يتفق مع النتائج التي تم التوصل إليها في دراسة "Sabry & Okongwu, 2009".

إن الوضع المتفاقم، غير المثير للدهشة، هو ذلك الذي يخص حالة القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر «Subprime Mortgages»، أين عرف معدل توريقها هبوطاً بلغ إلى الصفر ما بين جانفي وسبتمبر 2007، في حين ارتفع فرق عائد القروض الرهنية العقارية بنسبة 52%، وهو ما يفهم، اعتماداً على بيانات «LoanPerformance»، لماذا لم يتم توريق أية قروض عالية المخاطر تم إنشاؤها بعد سبتمبر 2007. في نفس الفترة الزمنية، ارتفع فرق عائد الرهن العقاري بالنسبة للقروض الرهنية العقارية الضخمة بنسبة 68% وانخفض معدل التوريق بنسبة 41%.

عند مناقشة دور التوريق، من المهم بمكان ألا يغيب عن الأذهان أثره على تكلفة الائتمان، سواءً فيما يتعلق بالقروض الرهنية العقارية أو باقي المنتجات الأخرى، كقروض السيارات وبطاقات الائتمان إلى غير ذلك من المنتجات.

وفيما يلي الرسوم البيانية المتضمنة البيانات الأخيرة (إلى غاية جوان 2008) فيما يخص معدلات التوريق وفروق العائد بالنسبة للقروض الرهنية العقارية عالية المخاطر والقروض الرهنية العقارية الضخمة والقروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية.

الشكل رقم (13): القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر - معدل التوريق وفرق العائد



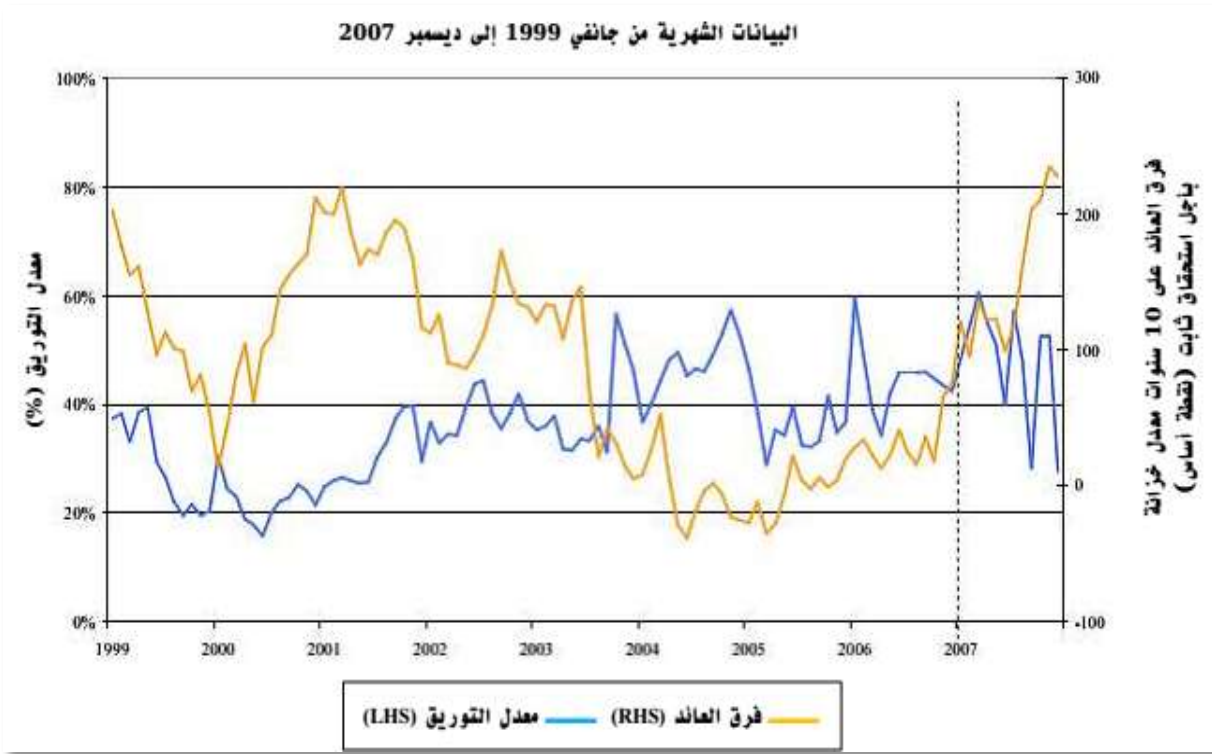
المصادر والملاحظات:

البيانات مستقاة من «LoanPerformance» والاحتياطي الفيدرالي، عن:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 115.

- تستند معدلات التوريق على القروض المنشأة والمورقة شهراً ابتداءً من إنشاء القرض. يتم تحجيم بيانات الإنشاء والإصدار المستقاة من خدمة وقاعدة بيانات الأوراق المالية «LoanPerformance» بواسطة بيانات الاحتياطي الفيدرالي، ومن ثم استخدامها لحساب معدلات التوريق.
- تستند فروق العائد على الفرق ما بين معدلات الرهن العقاري المبدئية على القروض عالية المخاطر (مستقاة من قاعدة بيانات الأوراق المالية «LoanPerformance») ومعدلات الخزانة أجل استحقاق ثابت 10 سنوات.
- تتوقف معدلات التوريق في سبتمبر 2007 على اعتبار أنه لا توجد في قاعدة بيانات «LoanPerformance» أية قروض منشأة تم توريقها بعد هذا التاريخ.

الشكل رقم (14): القروض الرهنية العقارية الضخمة - معدل التوريق وفرق العائد



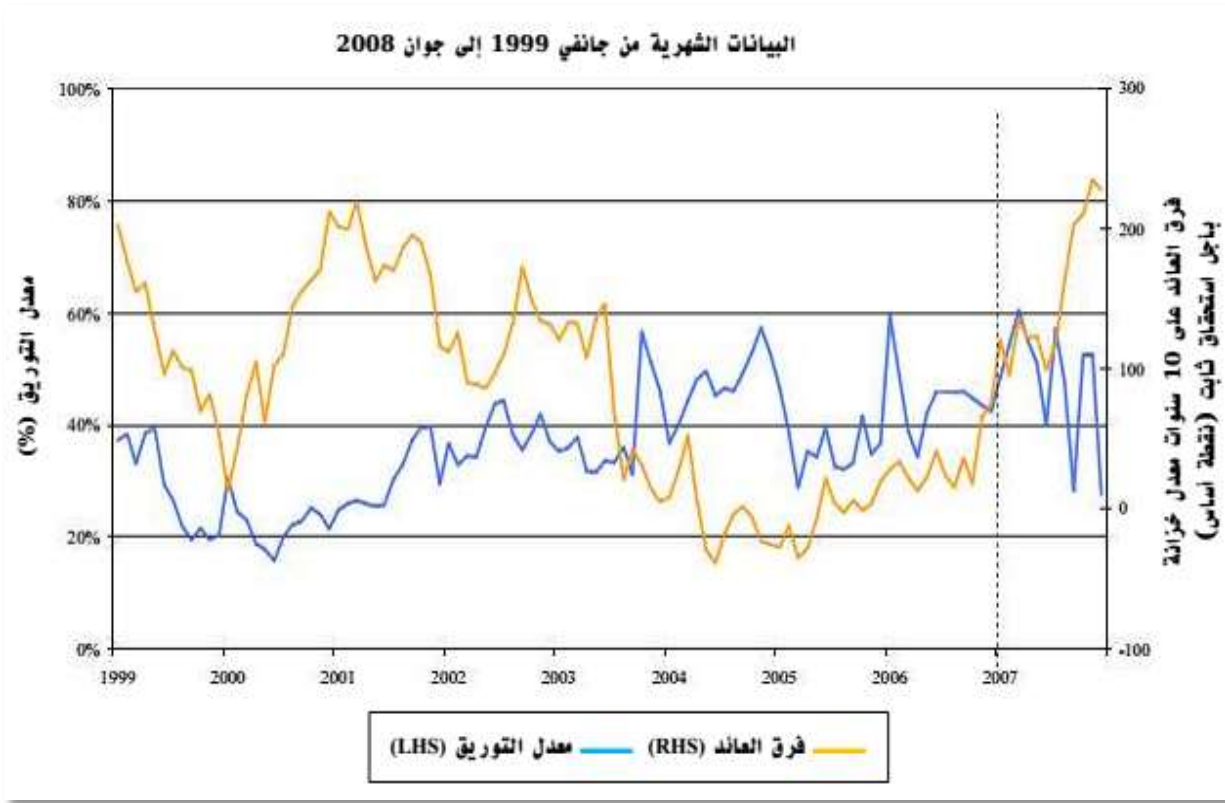
المصادر والملاحظات:

البيانات مستقاة من «LoanPerformance» والتمويل الرهني العقاري الداخلي «IMF» والاحتياطي الفيدرالي، عن:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 116.

- تستند معدلات التوريق على القروض المنشأة والمورقة شهراً ابتداءً من إنشاء القرض. يتم تحجيم بيانات الإنشاء والإصدار المستقاة من خدمة وقاعدة بيانات الأوراق المالية «LoanPerformance» بواسطة بيانات التمويل الرهني العقاري الداخلي «IMF»، ومن ثم استخدامها لحساب معدلات التوريق.
- تستند فروق العائد على الفرق ما بين معدلات الرهن العقاري المبدئية على القروض الضخمة (مستقاة من قاعدة بيانات الأوراق المالية «LoanPerformance») ومعدلات الخزنة أجل استحقاق ثابت 10 سنوات.
- تستند معدلات التوريق بالنسبة للفترة الممتدة من جوان 2006 إلى مارس 2007 إلى بيانات التمويل الرهني العقاري الداخلي «IMF» لأن بيانات «LoanPerformance» لا يمكن الاعتماد عليها في هذه الفترة الزمنية.

الشكل رقم (15): القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية - معدل التوريق وفرق العائد



المصادر والملاحظات:

البيانات مستقاة من eMBS، و«LoanPerformance»، والتمويل الرهني العقاري الداخلي («IMF»)، والمجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان («FHFB») والاحتياطي الفيدرالي، عن:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 117..

- تستند معدلات التوريق على القروض المنشأة والمورقة في نفس الشهر. يتم تحجيم بيانات الإنشاء المستقاة من خدمة وقاعدة بيانات الأوراق المالية «LoanPerformance» بواسطة بيانات التمويل الرهني العقاري الداخلي «IMF». يتم جمع بيانات الإصدار كإصدار الوكالة («Ginnie Mae» و«Fannie Mae») من eMBS.
- تستند فروق العائد على الفرق ما بين متوسط أسعار الفائدة على القروض التقليدية (المسح الشهري لأسعار الفائدة «Monthly Interest Rate Survey (MIRS)») ومعدلات الخزائنة أجل استحقاق ثابت 10 سنوات.

أدى التوسع المستمر الذي عرفه معدل توريق قروض السوق الأولية إلى انخفاض أسعار الفائدة المدفوعة من قبل المستهلكين، وذلك مروراً بمختلف أنواع القروض الرهنية العقارية، حيث أن كل سوق من أسواق الديون الاستهلاكية حققت منافع من المساهمة المتزايدة للمستثمرين القادرين على تداول الديون الاستهلاكية المورقة. في وقت مبكر، تم تحديد جزء كبير من المنافع بالنسبة للقروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية، وقد تم تحقيق ذلك مع إنشاء المؤسسات التي ترعاها الحكومة. وعلى هذا النحو، تعتبر

دراسات الفترة الزمنية الأخيرة غير حاسمة في تحديد أثر زيادة التوريق على تكاليف اقتراض القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية.

تم استنساخ النجاح الذي حققه سوق القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية من قبل مقرضين خواص في أسواق أخرى (القروض الرهنية العقارية عالية المخاطر، والقروض الرهنية العقارية الضخمة، وحتى قروض السيارات وبطاقات الائتمان)، ولقد تم ملاحظة تطور ونضج الأسواق بالنسبة لفئات الأصول الموسعة هذه بشكل ملموس في البيانات الإجمالية في السنوات الأخيرة قبل الأزمة المالية، منعكساً ذلك في شكل تكاليف تمويل منخفضة انتقلت مزاياها إلى المستهلكين.

المبحث الثالث: أثر التوريق على توافر الائتمان

نظراً للأزمة المالية الأخيرة والنقاش الدائر حول دور ومستقبل التوريق، فإنه لمن الأهمية بمكان تقييم الكيفية التي يؤثر بها التوريق عبر السوق الثانوية العقارية على مبلغ التمويل الرهني العقاري المتاح للأسر، خاصةً في المناطق المحرومة، وكذا دراسة دور قطاعات المؤسسات تحت الرعاية الحكومية والمؤسسات خارج الرعاية الحكومية في ظل مختلف ظروف الأعمال والاقتصاد الكلي.

هناك القليل من الدراسات الأكاديمية التي بحثت تجريبياً آثار التوريق على توافر الائتمان والأخرى التي ركزت على دور المؤسسات تحت الرعاية الحكومية، فمثلاً نجد بأن دراسة "Ambrose & Thibodeau, 2004" كان موضوعها تقييم ما إذا كانت الأهداف التي حددت لأجل المؤسسات تحت الرعاية الحكومية «GSEs»، والمتمثلة في توفير مساكن ميسورة التكلفة، قد أدت فعلاً إلى زيادة توافر الائتمان، حيث درسا ما إذا كان المقترضون في المناطق المحرومة يتحصلون على ائتمان رهني عقاري أكثر، مقاساً بحجم القروض التي تم إنشاؤها معبر عنه بالدولار للفترة ما بين 1995 و1999، بعد الأخذ بعين الاعتبار مختلف العوامل الاقتصادية المحلية. ولقد وجدوا بأن المقرضين يبدو أنهم زادوا في المعروض من الائتمان الرهني العقاري في المناطق الحضرية «Metropolitan areas» أو ما يعرف كذلك بمراكز المدن، مع نسب أعلى للمقرضين الذين ينحدرون من المناطق المحرومة، رغم أن هذه النتيجة يبدو أنها تعزى أساساً إلى بيانات 1998.

وبشكل مماثل، قام "Bostic & Gabriel, 2005" بدراسة أثر نشاط الشراء للمؤسسات تحت الرعاية الحكومية «GSEs» على أسواق الإسكان المحلية في كاليفورنيا، أين تشير النتائج التي توصلوا إليها إلى أهمية مشتريات «GSE» وسط الأحياء السكنية ذات الدخل المنخفض في تحقيق أعلى معدل لملكية المنازل، رغم أنه قد يتعين أن تبلغ مشتريات «GSE» مستوى معين لتجسيد أثرها. أما "Passmore, Sparks, and Ingpen, 2002" فقد وجدوا بأن «GSEs» تخفض عموماً معدلات الرهن العقاري في الأسواق الأولية.

سنعتمد في هذا المحور من الدراسة على المعطيات البيانية المستخدمة في دراسة "Sabry and Okongwu, 2009" وما استخلصناه من نتائج لدراسة أثر التوريق، باعتباره أحد أنشطة السوق الثانوية، على مقدار الائتمان الرهني العقاري المتاح. في هذا الإطار يعمل الباحثان على تحديد آثار أنشطة المؤسسات تحت وخارج الرعاية الحكومية على توافر الائتمان من خلال إنشاء قاعدة بيانات سلاسل زمنية مقطعية

وحيدة «Unique Panel Database» باستخدام بيانات من قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية* «Home Mortgage Disclosure Act (HMDA)»، والتعداد السكاني، و«LoanPerformance»، للأخذ بعين الاعتبار الخصائص الائتمانية للمقترضين إضافةً إلى الخصائص الديموغرافية والسكنية لكل منطقة إحصائية حضرية** «Metropolitan Statistical Area (MSA)» من سنة 2000 إلى 2006.

بالإضافة إلى التحليل الاقتصادي القياسي، تقوم هذه الدراسة كذلك بتوثيق النمو في الحجم المعبر عنه بالدولار للقروض المنشأة في المناطق المحرومة، فضلاً عن توثيق النمو في حصة قروض المناطق المحرومة المباعة للسوق الثانوية.

سيضمن المطلب الأول تقديم تفاصيل عن مختلف المتغيرات الرئيسية المستخدمة مع وصف المنهجية المتبعة بالنسبة لهذا الجزء من الدراسة، وسيخصص المطلب الثاني لسرد خصائص النموذج المستخدم في تحديد أثر التوريق على توافر الائتمان. أما المطلب الثالث فسيتم فيه وصف النتائج مع تفسيراتها، وسيكرس المطلب الرابع لتوثيق التنامي في حصة القروض المنشأة في المناطق المحرومة وحصة قروض المناطق المحرومة المباعة للسوق الثانوية.

المطلب الأول: وصف البيانات والمنهجية المتبعة

بما أنه لا يوجد مصدر وحيد لاستقاء المعلومات المطلوبة بالنسبة لهذا المحور من الدراسة، فلقد تم جمع البيانات من مصادر مختلفة، كما هو الحال بالنسبة لبيانات الإقراض الرهني العقاري التي تم جمعها من مصادر مختلفة شملت قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA»، والمجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان «FHFB»، ومكتب التعداد العام الأمريكي «The U.S. Census Bureau»، ومكتب الولايات المتحدة للإحصائيات العمالية «The U.S. Bureau of Labor Statistics»، ووزارة الإسكان والتنمية الحضرية للولايات المتحدة الأمريكية «The U.S. Department of Housing and Urban Development (HUD)»، ومكتب مراقبة مؤسسات الإسكان الفيدرالية «The Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)»، و«LoanPerformance»، ومصادر أخرى. تم جمع المتغيرات على مستوى المنطقة الإحصائية

* صدر قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية «Home Mortgage Disclosure Act, 1975» في الولايات المتحدة الأمريكية ليفرض على البنك المقرض الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشخص المقترض، حيث أرادت الحكومة من ذلك التعرف على ما إذا كان هناك من تمييز عنصري من قبل البنوك في منح القروض العقارية.

** في الولايات المتحدة الأمريكية «Metropolitan Statistical Area» هي المنطقة الجغرافية ذات الكثافة السكانية العالية نسبياً والتي في جوهرها علاقات اقتصادية وثيقة مع جميع أنحاء المناطق الخارجية.

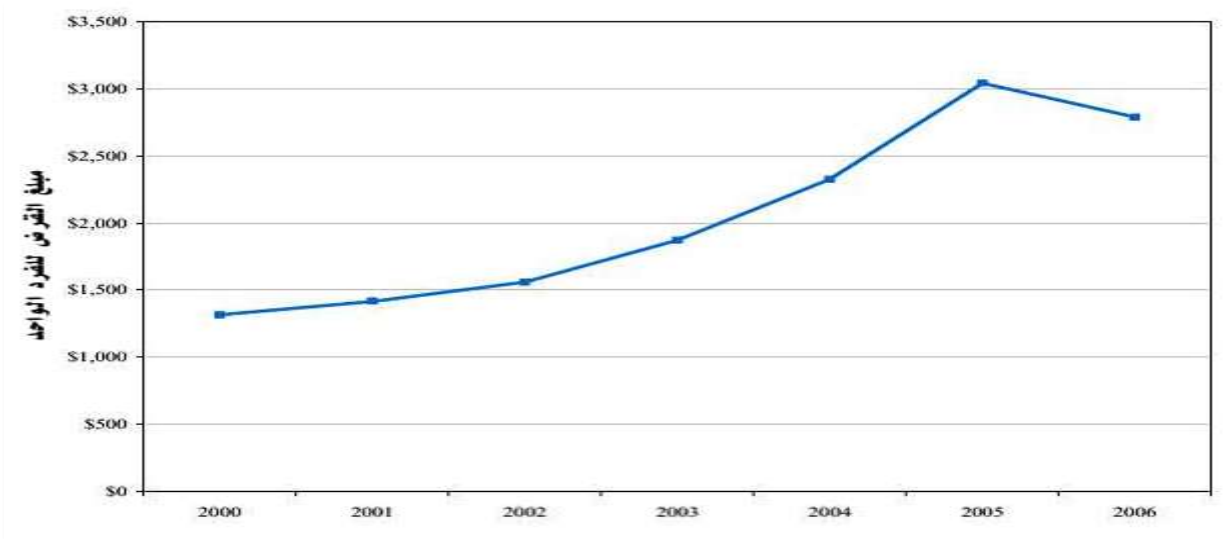
الحضرية «MSA»، حيث تتضمن مجموعة البيانات النهائية التي تم إنشاؤها في هذه الدراسة معلومات أساسية عن كل منطقة إحصائية حضرية، مثل: المبلغ المتوسط للقروض الرهن العقاري، ومعدلات الرهن العقاري، وخصائص القرض، وخصائص المقترض، بالإضافة إلى الدخل والعمر خلال الفترة من 2000 إلى 2006. تعتبر قاعدة البيانات هذه فريدة من نوعها حيث تم إنشاؤها لأجل هذه الدراسة.

المتغيرات الرئيسية المستخدمة والمنهجية المتبعة في الدراسة: تنقسم هذه المتغيرات إلى متغيرات تابعة ومتغيرات مستقلة تتمثل فيما يلي:

أولاً: المتغيرات التابعة:

✓ مبلغ القرض للفرد الواحد «The loan amount per capita»: ويحسب بقسمة إجمالي حجم القروض المنشأة في كل منطقة إحصائية حضرية «MSA» (يُحصل عليه من قاعدة بيانات «HMDA») على عدد سكان «MSA» (يُحصل عليه من مكتب التعداد العام الأمريكي)*. يهدف قياس نصيب الفرد من توافر الائتمان هذا إلى السيطرة على الفرق في الحجم عبر المناطق الإحصائية الحضرية «MSAs». يظهر الشكل رقم 16 أدناه المعدلات السنوية لمبالغ القروض للفرد الواحد.

الشكل رقم (16): مبلغ القرض للفرد الواحد سنوياً (المتوسط عبر كافة «MSAs») خلال الفترة 2000-2006



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 156.

* تم احتساب إجمالي حجم القروض من «HMDA» على أسس تقليدية: مشتريات المساكن الفردية (أي باستبعاد قروض إعادة التمويل وترميم المنازل) بمبالغ ما بين المئتين الأول والمئتين التاسع والتسعون من توزيع مبلغ القرض. يتم إدراج هذه المعايير على مستوى القرض في إنشاء كافة متغيرات «HMDA».

ثانياً: المتغيرات المستقلة: تتمثل المتغيرات المستقلة المستخدمة في هذه الدراسة فيما يلي:

✓ **سعر شراء السوق الثانوية «Secondary Market Purchase Rate»:** وهو حجم القروض المباعة للسوق الثانوية (في نفس السنة التقويمية) كما هو محدد من طرف «HMDA» في كل «MSA» مقسوماً على المبلغ الإجمالي للقروض المنشأة في نفس «MSA» للحصول على سعر الشراء.

✓ **سعر شراء المؤسسة تحت الرعاية الحكومية «Agency Purchase Rate»:** بصرف النظر عن النشاط العام للسوق الثانوية، تستعرض الدراسة المساهمات الفردية لقطاعات المؤسسات تحت الرعاية الحكومية التي تعرف بالوكالة «Agency» والمؤسسات خارج الرعاية الحكومية «Non-Agency». يتم تحديد مشتريات الوكالة من القروض في «HMDA» على أنها تلك المشتريات التي تكون مصحوبة برمز المشتري لـ: «Fannie Mae» أو «Ginnie Mae» أو «Farmer Mac» أو «Ginnie Mae». ويتم استخدام مرة أخرى حصة مشتريات الوكالة من القروض تلك كنسبة من إجمالي حجم القروض في كل «MSA» لحساب سعر الشراء الخاص بالوكالة.

✓ **سعر شراء المؤسسة خارج الرعاية الحكومية «Non-Agency Purchase Rate»:** يستند سعر شراء المؤسسة خارج الرعاية الحكومية على حجم القروض الذي يتم استقاؤه من «HMDA» والمرتبط بجميع المشتريين غير أولئك المعينون من طرف مؤسسة تحت رعاية حكومية (فئات المشتريين تشمل: توريق خاص، بنك تجاري، بنك أو مؤسسة ادخار، شركة تأمين على الحياة، اتحاد ائتماني، بنك عقاري، شركة تمويل، أو شركة منتسبة).

وللتخفيف من المخاوف المتزامنة، يتم استخدام أسعار شراء متأخرة، وبالتالي فإنه يتم تقييم أثر أسعار شراء السنة الماضية على الائتمان الرهن العقاري لهذه السنة ممتداً للفرد الواحد.

كما يتم التوقع لأن تتغير أسعار شراء السوق الثانوية وفق سيناريوهات مختلفة لأسعار الفائدة، ويضاف حد تفاعل ما بين أسعار شراء السوق الثانوي المتأخرة والمتوسط السنوي لمعدل الفائدة على سندات الخزنة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات للسنة الحالية.

✓ **سعر الفائدة الفعلي على القرض الرهن العقاري «The Effective Mortgage Rate»:** وهو أحد المحددات الأساسية لمقدار الائتمان، حيث يتم استخدام سعر الفائدة الفعلي على القرض الرهن العقاري بدلا من سعر الفائدة المدون في العقد لمراعاة النقاط والرسوم الإضافية التي تضاف إلى سعر الفائدة

على القرض، وذلك لمنح قروض بشروط معدلات مختلفة قابلة للمفاضلة. تم استخدام سعر الفائدة الفعلي بحسب المنطقة الإحصائية الحضرية وبصفة سنوية.*

✓ **فرق العائد على القرض الرهن العقاري «The Mortgage Yield Spread»:** وهو الفرق ما بين أسعار الفائدة على القروض الرهنية العقارية والأوراق المالية الحكومية المماثلة. يضبط فرق العائد الدورات الاقتصادية وتحركات أسعار الفائدة التي فقط تنسب إلى التغيرات في السياق العام لأسعار الفائدة. أكثر تحديداً، يتم حساب فرق العائد على أساس الفرق ما بين سعر الفائدة الفعلي على القرض الرهن العقاري لكل «MSA» بالنسبة لكل سنة والمتوسط السنوي لمعدل الفائدة على سندات الخزنة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات (مستقى من الاحتياطي الفيدرالي).

✓ **حصة المقرضين في المناطق المحرومة «Share of Borrowers in Underserved Areas»:** من بين العوامل الأخرى التي تؤثر على مقدار الائتمان هو وضعية الحرمان في المنطقة، حيث تختص وزارة الإسكان والتنمية الحضرية «HUD» بتعيين بعض المناطق الجغرافية على أنها مناطق تعيش في وضعية حرمان، بحيث يتم استهدافها كجزء من مجموعة أهداف المؤسسات تحت الرعاية الحكومية «GSEs»، المتمثلة في توفير مساكن ميسورة التكلفة. كجزء من هذه الأهداف تُكلف «GSEs» بالاستجابة لبعض مستويات مشتريات القروض الرهنية العقارية التي تم إنشاؤها في المناطق المحرومة لتشجيع الإقراض العقاري في تلك المناطق. كذلك، فإن تنامي الائتمان الرهن العقاري المتاح في «MSA» يمكن أن يعزى جزء منه إلى حصة القروض المنشأة في المناطق المحرومة. يتم تحديد قروض «HMDA» على أن إنشائها تم في منطقة محرومة إذا كان مصدرها قطاع إحصاء سكاني محدد من قبل «HUD» على أنه محروم.

تؤثر كذلك الظروف المحلية والديموغرافية والاقتصادية على اتخاذ قرار الإقراض، لذا ينبغي أخذها بعين الاعتبار عند إعداد النموذج. فعلى سبيل المثال، في المناطق ذات الإمكانيات الاقتصادية القوية ومستويات دخل الأسر العالية، يميل المقرضون إلى أن يكونوا أكثر استعداداً لمنح القروض مقارنةً بالمناطق ذات الأسواق السكنية المتذبذبة ومستويات دخل الأسر المنخفضة، لذا ينبغي استخدام عدة متغيرات للسيطرة على التركيبة السكانية بما في ذلك:

* يتم الحصول على أسعار الفائدة الفعلية على القروض الرهنية العقارية من المسح الشهري لأسعار الفائدة «MIRS» للمجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان «FHFB». يتم احتساب المتوسط السنوي للمنطقة الإحصائية الحضرية باستخدام أوزان محددة من قبل «FHFB» تستند إلى نوع المقرض والتركيبة الجغرافية في «HMDA».

- ✓ **متوسط دخل الأسرة لـ «MSA»** «MSA Median Family Income»: يعتبر الدخل عامل رئيسي في تحديد مبلغ الائتمان العقاري الممنوح، فهو يمثل قدرة المقترضين على سداد القروض. في المناطق التي تتمتع بمتوسط دخل مرتفع من المتوقع أنه يمكن منح المزيد من القروض، لذا يتم في هذه الدراسة استخدام التقديرات السنوية لمتوسط دخل الأسرة بالنسبة لكل «MSA»، كما هو محدد من قبل «HUD».
- ✓ **متوسط العمر لـ «MSA»** «MSA Median Age»: وهو عامل ديموغرافي مهم في قرار شراء المسكن وبالتالي يمكن أن يساعد على تفسير مقدار الائتمان الرهن العقاري. يتم احتساب متوسط العمر لـ «MSA» باستخدام المسح السنوي للمجتمع الأمريكي (من مكتب التعداد العام الأمريكي).
- ✓ **معدل البطالة لـ «MSA»** «MSA Unemployment Rate»: يعد معدل البطالة المحلي بمثابة مؤشر مهم لازدهار اقتصاد المنطقة، ذلك أنه يتعين أن يؤثر على مقدار الائتمان الذي سيكون المقرضون على استعداد لمنحه. يتم مراجعة البيانات الشهرية للقوى العاملة ومستويات البطالة بالنسبة لكل «MSA» الصادرة عن مكتب الولايات المتحدة للإحصائيات العمالية «Bureau of Labor Statistics (BLS)» لحساب معدل البطالة السنوي بالنسبة لكل «MSA».
- ✓ **النمو السنوي في مؤشر أسعار المساكن «Housing Price Index (HPI)»**: يقدم مكتب مراقبة مؤسسات الإسكان الفيدرالية «OFHEO» بيانات ربع سنوية عن أسعار المساكن على مستوى «MSA»، حيث يعتبر ارتفاع أسعار مساكن المنطقة مؤشر رئيسي آخر للأوضاع الاقتصادية السائدة، وبالتالي فإنه سيؤثر على مقدار الائتمان المتاح. في هذه الدراسة، يتم احتساب معدلات النمو السنوية لمؤشر أسعار المساكن، المستندة إلى بيانات «OFHEO»، على أساس التغيير في المؤشر من الربع الرابع (Q4) إلى الربع الرابع (Q4) بالنسبة لكل «MSA».
- ✓ **تقلب أسعار المساكن «Housing Price Volatility»**: في حين أن الارتفاع السنوي لأسعار المساكن يشير إلى النمو الاقتصادي، فإن التقلب في أسعار المساكن يشير إلى درجة التذبذب في الأنشطة الاقتصادية، وبالتالي عدم اليقين بشأن الآفاق الاقتصادية لـ «MSA». وللاخذ في الحسبان هذه الشكوك، التي تعتبر عوامل مؤثرة في قرارات الإقراض، يتم في هذه الدراسة احتساب تقلب السعر على أنه الانحراف المعياري لمعدل النمو السنوي لمؤشر أسعار مساكن «MSA» على امتداد 10 سنوات سابقة.
- ✓ **عدد القروض الضخمة «Number of Jumbo Loans»**: يوضع في كل سنة حد للقروض المطابقة فيما يتعلق بالقروض المستوفية لشروط الشراء المحددة من قبل «Fannie Mae» و«Ginnie Mae». وعليه، فالقروض التي تتجاوز هذا الحد تعتبر قروض ضخمة «Jumbo». يؤثر عدد القروض الضخمة في «MSA» على المبلغ المتوسط للقروض. يتم الجمع في هذه الدراسة ما بين الحدود السنوية للقروض

المطابقة، كما تم نشرها من قبل «Fannie Mae»، مع بيانات «HMDA» لتحديد القروض الضخمة المنشأة في كل «MSA» كل سنة.

✓ **عدد قروض المنازل الجديدة «Number of New-Home Loans»:** بطبيعة الحال، من المتوقع أن عدد أكثر من القروض سيكون متاحاً في المناطق التي تتمتع بنسبة أعلى من قروض السكنات حديثة الإنشاء. ويتم في هذه الدراسة احتساب عدد قروض المنازل الجديدة لكل «MSA» استناداً إلى بيانات المسح الشهري لأسعار الفائدة على مستوى قروض المجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان «FHFB»، حيث يتم ترجيح إحصاء القروض باستخدام الأوزان الترجيحية الخاصة بـ «FHFB» التي تستند إلى نوع المقرض والتركيب الجغرافية في «HMDA».

✓ **عدد القروض بدون رسوم «Number of No-Fee Loans»:** تكلف القروض بدون رسوم أقل من دولار واحد ويمكن أن تفسر ولو جزئياً الفروق في متوسط مبالغ القروض. يتم في هذه الدراسة تحديد عدد القروض بدون رسوم بالاعتماد على البيانات الصادرة عن «FHFB» بالنسبة لكل «MSA»، حيث أنه في المسح الشهري لأسعار الفائدة لـ «FHFB» يتم تحديد القروض لأن تكون "بدون رسوم" إذا لم تتوفر على نسبة رسوم ولا على مبلغ رسوم مرتبط بها.

✓ **متوسط تنقيط * «FICO» للمنطقة الإحصائية الحضرية «MSA Average FICO Score»:** يستخدم تنقيط «FICO» لتحديد جودة الائتمان العامة للمقترضين، وبالتالي فهي تؤثر على متوسط مبالغ القروض المعروضة. يتم احتساب المتوسط المرجح العام لتنقيط «FICO» بالنسبة لكل «MSA» لكل سنة على أساس البيانات المقدمة من طرف «LoanPerformance» على مستوى «MSA».

المطلب الثاني: نماذج الانحدار لتحديد أثر التوريق على توافر الائتمان

لتحديد آثار أنشطة التوريق للمؤسسات تحت وخارج الرعاية الحكومية على توافر الائتمان، تم إنشاء مجموعة بيانات سلاسل زمنية مقطعية غير متوازنة مع كل مشاهدة مُتَّلة المنطقة الإحصائية الحضرية

* تنقيط «FICO» هي طريقة لقياس الجدارة الائتمانية للفرد، وهي تقدير كمي لمجموعة متنوعة من العوامل عن خلفية الفرد، لاسيما تاريخ التخلف عن السداد، والمبلغ الحالي للديون، وطول الفترة الزمنية التي استغرقها الفرد في المشتريات بدين. يتراوح تنقيط «FICO» ما بين 350 و850 نقطة. عموماً، يتم اعتبار تنقيط 650 على أنه تنقيط ائتمان "مقبول"، في حين 750 أو أعلى يتم اعتباره "ممتاز". يعتبر تنقيط «FICO» طريقة ملائمة لتلخيص التاريخ الائتماني للفرد ويتم إدراجه في تقرير الائتمان. يأتي مصطلح «FICO» من مؤسسة «Fair Isaac Corporation» التي قام بتأسيسها كل من "Bill Fair" و"Earl Isaac" سنة 1956 بمدينة «San Jose» بكاليفورنيا (الولايات المتحدة).

«MSA» والسنة. تحتوي مجموعة البيانات على خصائص لحوالي 231 «MSAs» بالنسبة لكل سنة، من سنة 2000 إلى 2006:

الجدول رقم (9): عدد المناطق الإحصائية الحضرية بالنسبة لكل سنة

إحصاء MSA	السنة
231	2000
236	2001
249	2002
257	2003
260	2004
331	2005
331	2006

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 160.

بالنسبة لكل «MSA»، i ، في كل سنة، t ، يكون نموذج الدراسة الأساسي ممثلاً بواسطة:

النموذج 1:

$$\ln(\text{loan amount per capita}_{it}) = a + b1 * \ln(\text{yield spread}_{it}) + b2 * (\text{secondary market purchase}_{i(t-1)}) + b3 * [\text{secondary market purchase}_{i(t-1)} * \ln(10\text{-year Treasury Rate}_{it})] + b4 * (\text{MSA Median Age}_{it}) + b5 * \ln(\text{MSA Median Family Income}_{it}) + b6 * (\text{Share of Underserved Borrowers}_{it}) + b7 * (\text{Unemployment Rate}_{it}) + b8 * (\text{Housing Price Volatility}_{it}) + b9 * (\text{Housing Price Growth}_{it}) + b10 * \ln(\text{Share of Jumbo Loans}_{it}) + b11 * \ln(\text{Share of New Home Loans}_{it}) + b12 * \ln(\text{Share of No Fee Loans}_{it}) + e_{it}$$

أين $i=1, 2, \dots, 331$ و $t=2000, 2001, \dots, 2006$

النموذج 2: مقارنةً بالنموذج الأول، يتم في النموذج 2 استبدال سعر شراء السوق الثانوية الشامل بالعناصر المكونة له: أسعار شراء المؤسسات تحت وخارج الرعاية الحكومية (يوظف هذا النموذج حدي تفاعل «Interaction Terms» مع معدل أذون الخزانة 10 سنوات، حد واحد لكل نوع مشتري).

المنشأ الداخلي «Endogeneity»: تعتبر الكمية والسعر، في حالتنا هذه لفروق العائد ونصيب الفرد من مجموع القروض، ذاتية التأثير ببعضها البعض (أي أن تأثير المتغيرات ببعضها البعض يكون ذو منشأ داخل النموذج)، ولتحديد ما إذا يوجد هكذا وضع في مجموعة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية الخاصة بهذه الدراسة، قام الباحثان بإجراء اختبار «Hausman» للمنشأ الداخلي. نتائج الاختبار مبينة في الملحق رقم 3.

العملية المنطوية على خطوتين تقتضي أولاً تقدير الشكل المختزل «Reduced form» مع فرق العائد كمتغير تابع. كل المتغيرات المستقلة مدرجة إضافةً إلى متوسط تنقيط «FICO» للمنطقة الإحصائية الحضرية الواحدة، ثم يتم استخدام متجه البواقي «Vector of residuals» كمتغير منحدر «Regressor» (أي متغير مستقل، ويسمى كذلك بالمتغير التفسيري) في المعادلة الرئيسية مع لوغاريتم مبلغ القرض للفرد الواحد كمتغير تابع. إذا كان افتراض عدم وجود ارتباط قائماً بين فرق العائد ومدى الخطأ «Error term» للمعادلة الرئيسية، فإن القيم الباقية «Residuals» من معادلة الشكل المختزل لا ينبغي أن تكون ذات دلالة.

كما يتضح من الملحق رقم 3، فإن القيم الباقية من معادلة الشكل المختزل ليست ذات دلالة عند مستوى 5%، إلا أنها ذات دلالة عند مستوى 10%. ولضمان اتساق النتائج تم استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين «Two-Stage Least Squares (2SLS)» لتصحيح أي تأثير ذو منشأ داخلي محتمل. في المرحلة الأولى من «2SLS» يتم استخدام تنقيط «FICO» كأداة للمتغير فرق العائد. هذه القيم المعدلة يتم استخدامها بعد ذلك في المعادلة الهيكلية الرئيسية لمبلغ القرض للفرد الواحد.

المطلب الثالث: النتائج التجريبية لأثر التوريق على توافر الائتمان

سنعرض في هذا المطلب إلى النتائج التجريبية التي تم التوصل إليها من خلال دراسة أثر التوريق على توافر الائتمان، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار التي تم التطرق إليها في المطلب السابق، حيث سيتم عرض وتفسير هذه النتائج قبل وبعد الأزمة الائتمانية للرهن العقاري.

أولاً: النتائج قبل الأزمة الائتمانية

يُظهر الجدول رقم 10 الانحدارات ذات الآثار الثابتة للنموذجين 1 و2، حيث تشير النتائج إلى أن أسعار الشراء المرتفعة للسوق الثانوية في السنة السابقة تعكس ارتفاع مبالغ القروض للفرد الواحد، وكل شيء آخر مساوي. ويظهر ذلك جلياً من المعاملات الإيجابية ذات الدلالة على متغيرات أسعار الشراء، حيث يمكن توضيح الأهمية الاقتصادية لهذه النتائج باستخدام منطقة إحصائية حضرية افتراضية ضمن سيناريو عام لسوق أين يبلغ معدل أذون الخزانة 4,5%: إذا زاد سعر الشراء عن 10% (على سبيل المثال، ارتفع سعر الشراء من 50% إلى 55%).

نجد كذلك معامل سلبي وذو دلالة على حد التفاعل «Interaction Term» مع معدلات أذون الخزانة، وهذا يشير إلى أن أثر أسعار الشراء يكون منخفضاً في سيناريوهات أسعار الفائدة المرتفعة. هذا بالنسبة

لنفس الزيادة في سعر الشراء من 50% إلى 55% لكن مع سعر فائدة أعلى، لنقل مثلاً 6,5%، فإن الزيادة في مبلغ القرض للفرد الواحد ستكون 4,58%.

المتغيرات الضابطة الأخرى لديها عموماً السمات المتوقعة، فمتغير السعر في الدراسة، المتمثل في فرق العائد، له معامل سلبي وذو دلالة. هذا يشير إلى أن المناطق الإحصائية الحضرية ذات فروق العائد المرتفعة التي تميل إلى درجة عالية من المخاطر الائتمانية، يكون لديها عموماً متوسط مبالغ القروض للفرد الواحد منخفضاً وكل شيء آخر مساوي. كذلك، فإن الدخل العالية، ومعدلات البطالة المنخفضة، والسكان الأكبر سناً، والحصص المرتفعة للمقترضين من المناطق المحرومة، والنمو القوي لأسعار المساكن كلها تتوافق مع ارتفاع مبالغ القروض للفرد الواحد.

إضافةً إلى ذلك، فإن المناطق الإحصائية الحضرية الأكثر استحواداً على القروض الضخمة يكون متوسط مبالغ القروض للفرد الواحد لديها مرتفعاً، والأمر نفسه بالنسبة للمناطق الإحصائية الحضرية الأكثر استحواداً على قروض المنازل الجديدة، حيث تمثل هذه الأخيرة ضماناً ذو جودة عالية، وبالتالي فهي تسمح بارتفاع مبالغ القروض. أما بالنسبة للقروض عديمة الرسوم فإن تأثيرها لم يكن ذو دلالة. وأخيراً فإن زيادة تقلب أسعار المساكن يبدو أنها تعكس ارتفاع مبالغ القروض للفرد الواحد، وهي نتيجة غير متوقعة.

النتائج متسقة ما بين النموذجين، ومع ذلك عندما يتم توظيف الانحدارات بالنسبة للمؤسسات تحت وخارج الرعاية الحكومية، بصفة منفصلة، يظهر بأن تأثير أسعار شراء المؤسسات خارج الرعاية الحكومية أكبر من تأثير أسعار شراء المؤسسات تحت الرعاية الحكومية. في المنطقة الإحصائية الحضرية الافتراضية أين ارتفع سعر شراء المؤسسة تحت الرعاية الحكومية من 50% إلى 55% (مع معدل أدون خزانة عام 4,5%)، من المنتظر أن يرتفع مبلغ القرض للفرد الواحد بنسبة 2,38%، وكل شيء مساوي. في المقابل، إذا زاد سعر شراء المؤسسة خارج الرعاية الحكومية من 50% إلى 55% فإنه من المنتظر أن يرتفع مبلغ القرض للفرد الواحد بنسبة 8,26%. مرة أخرى، قد تكون هذه التأثيرات ضعيفة جداً في سيناريوهات أسعار فائدة مرتفعة.

الجدول رقم (10): نتائج انحدار السلاسل الزمنية المقطعية ذو الآثار الثابتة

Independent Variables	Dependent Variable: Ln (Loan Amt. Per Capita)			
	Model 1		Model 2	
	Coefficient	P-Value	Coefficient	P-Value
Intercept	-9.6570 *	0.0000	-5.7906 *	0.0000
Ln (Yield Spread)	-0.2196 *	0.0000	-0.2283 *	0.0000
Secondary Market Purchase Rate (Lagged)	2.6765 *	0.0000		0.0000
Interaction: Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)	-0.9513 *	0.0000		0.0000
Agency Purchase Rate (Lagged)			2.2373 *	0.0000
Interaction: Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)			-1.1752 *	0.0000
Non-Agency Purchase Rate (Lagged)			3.3574 *	0.0000
Interaction: Non-Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)			-1.1771 *	0.0000
Median Age	0.0529 *	0.0000	0.0387 *	0.0000
Ln (Median Family Income)	1.3692 *	0.0000	1.0581 *	0.0000
Underserved Share	0.7458 *	0.0000	0.3986 *	0.0000
Unemployment Rate	-6.0823 *	0.0000	-4.5504 *	0.0000
HPI Volatility	3.7542 *	0.0000	2.3006 *	0.0000
1-Yr. HPI Growth Rate	1.2129 *	0.0000	1.3729 *	0.0000
Ln (Number of Jumbo Loans)	0.0766 *	0.0000	0.0863 *	0.0000
Ln (Number of New-Home Loans)	0.0115 *	0.0270	0.0160 *	0.0008
Ln (Number of No-Fee Loans)	-0.0057	0.4504	-0.0013	0.8462
MSA Dummies (المناطق الإحصائية الحضرية الافتراضية)	+		+	
Overall R-Sq. (معامل التحديد الإجمالي)	0.68		0.73	
Number of Obs. (عدد المشاهدات)	1,851		1,851	

المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 162.

يستند حجم القرض للفرد الواحد على الحجم الإجمالي للقروض المنشأة في المنطقة الإحصائية الحضرية «MSA» (مستقى من بيانات قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA»)، مقسوماً على عدد سكان «MSA» (مستقى من مكتب التعداد العام الأمريكي). تم احتساب حجم القروض التقليدية بالنسبة لكل مشتريات المساكن الفردية (أي باستبعاد قروض إعادة التمويل وترميم المنازل) بمبالغ ما بين المئتين* الأول والمئتين التاسع والتسعون من توزيع مبلغ القرض. تستمد أسعار الفائدة الفعلية على القروض الرهنية العقارية من المسح الشهري لأسعار الفائدة «MIRS» للمجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان «FHFB».

* في الإحصاء: المئين (بالإنكليزية «Percentile» أو «Centile») هو قيمة لمتحول تقع تحتها نسبة معينة من قراءات العينة. على سبيل المثال المئين العشرون لمجموعة من الأعداد هو العدد الذي يقع تحته عشرون بالمائة من عناصر المجموعة. الرتبة المئينية، وهي مصطلح مرتبط بالمئين، تستخدم في نتائج الامتحانات لإظهار رتبة نتيجة الطالب مقارنة بزملائه ممن أجروا الامتحان نفسه. فمثلاً إذا قيل أن درجة أحد الطلاب هي الرتبة المئينية التسعون فهذا يعني أن 90% من عدد الطلاب الذين تقدموا للامتحان حصلوا على درجة أقل من درجة ذلك الطالب.

يطلق على المئين الخامس والعشرين اسم الربع الأول Q1، والمئين الخمسين الوسيط، والمئين الخامس والسبعين الربع الثالث Q3.

كما تمت مناقشته في المطلب السابق فإن ثمة دلالات تشير إلى احتمال وجود تأثير ذو منشأ داخلي لمتغيرات السعر والكمية في هذه الدراسة (فرق العائد ومبلغ القرض للفرد الواحد، على التوالي)، ونتيجة لذلك تم إجراء انحدارات باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين «2SLS»، حيث النتائج مبيّنة في الجدول رقم 11 أسفله. تستخدم نتائج المرحلة الثانية قيم مُعدّلة «Fitted Values» بالنسبة لفرق العائد، حيث يتم تحديد هذه الأخيرة من المرحلة الأولى، أين يكون فرق العائد المتغير التابع والأداة تنقيط «FICO». إن الهدف من المرحلة الأولى للانحدار هو فقط إنشاء قيم مُعدّلة، وعلى هذا الأساس لم تناقش تفسيرات المعاملات بالنسبة للمرحلة الأولى.

تعتبر نتائج المرحلة الثانية متشابهة من حيث الحجم والأهمية لتلك التي سبق تبيانها، ذلك أن أثر مشتريات السوق الثانوية (والأثر الكبير للمؤسسات خارج الرعاية الحكومية مقابل المؤسسات تحت الرعاية الحكومية) يعتبر قوي مع وبدون معالجة «2SLS».

الجدول رقم (11): انحدار السلاسل الزمنية المقطعية ذو الآثار الثابتة:

نتائج المربعات الصغرى ذات المرحلتين

Independent Variables	Second Stage: Dependent: Ln (Loan Amt. Per Capita)			
	Model 1		Model 2	
	Coefficient	P-Value	Coefficient	P-Value
Intercept	-7.5800 *	0.0000	-4.5622 *	0.0000
Ln (Yield Spread)	-0.5853 *	0.0000	-0.4423 *	0.0003
Secondary Market Purchase Rate (Lagged)	2.2283 *	0.0000		0.0000
Interaction: Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)	-0.7298 *	0.0000		0.0000
Agency Purchase Rate (Lagged)			1.8847 *	0.0000
Interaction: Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)			-0.9864 *	0.0000
Non-Agency Purchase Rate (Lagged)			3.2102 *	0.0000
Interaction: Non-Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)			-1.1187 *	0.0000
Median Age	0.0482 *	0.0000	0.0357 *	0.0000
Ln (Median Family Income)	1.2207 *	0.0000	0.9704 *	0.0000
Underserved Share	0.7565 *	0.0000	0.4017 *	0.0000
Unemployment Rate	-6.1495 *	0.0000	-4.5695 *	0.0000
HPI Volatility	4.4097 *	0.0000	2.6915 *	0.0000
1-Yr. HPI Growth Rate	1.0746 *	0.0000	1.2859 *	0.0000
Ln (Number of Jumbo Loans)	0.0572 *	0.0000	0.0748 *	0.0000
Ln (Number of New-Home Loans)	0.0057	0.3236	0.0125 *	0.0154
Ln (Number of No-Fee Loans)	0.0029	0.7312	0.0037	0.6239
MSA Dummies (المناطق الإحصائية الحضرية الافتراضية)	+		+	
Overall R-Sq. (معامل التحديد الإجمالي)	0.69		0.73	
Number of Obs. (عدد المشاهدات)	1,851		1,851	

Independent Variables	First Stage: Dependent: Ln (Yield Spread)			
	Model 1		Model 2	
	Coefficient	P-Value	Coefficient	P-Value
Intercept	3.7209 *	0.0000	3.8097 *	0.0000
Secondary Market Purchase Rate (Lagged)	-1.5965 *	0.0000		
Interaction: Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)	0.8445 *	0.0000		
Agency Purchase Rate (Lagged)		0.0000	-2.2600 *	0.0000
Interaction: Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)			1.2693 *	0.0000
Non-Agency Purchase Rate (Lagged)			-0.7812 *	0.0017
Interaction: Non-Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)			0.3440 *	0.0248
Median Age	-0.0120 *	0.0001	-0.0137 *	0.0000
Ln (Median Family Income)	-0.3839 *	0.0000	-0.3947 *	0.0000
Underserved Share	0.0822	0.0912	0.0548	0.2792
HPI Volatility	1.6028 *	0.0000	1.6193 *	0.0000
1-Yr. HPI Growth Rate	-0.3815 *	0.0000	-0.4217 *	0.0000
Unemployment Rate	-1.3005 *	0.0025	-1.1706 *	0.0069
FICO	0.0026 *	0.0000	0.0027 *	0.0000
Ln (Number of Jumbo Loans)	-0.0237 *	0.0002	-0.0236 *	0.0003
Ln (Number of New-Home Loans)	-0.0123 *	0.0003	-0.0126 *	0.0003
Ln (Number of No-Fee Loans)	0.0159 *	0.0016	0.0158 *	0.0017
MSA Dummies (المناطق الإحصائية الحضرية الافتراضية)	+		+	
Overall R-Sq. (معامل التحديد الإجمالي)	0.25		0.23	
Number of Obs. (عدد المشاهدات)	1,851		1,851	

المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 164.

يستند حجم القرض للفرد الواحد على الحجم الإجمالي للقروض المنشأة في المنطقة الإحصائية الحضرية «MSA» (مستقى من بيانات قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA»)، مقسوماً على عدد سكان «MSA» (مستقى من مكتب التعداد العام الأمريكي). تم احتساب حجم القروض التقليدية بالنسبة لكل مشتريات المساكن الفردية (أي باستبعاد قروض إعادة التمويل وترميم المنازل) بمبالغ ما بين المئتين الأول والمئتين التاسع والتسعون من توزيع مبلغ القرض. تستمد أسعار الفائدة الفعلية على القروض الرهنية العقارية من المسح الشهري لأسعار الفائدة «MIRS» للمجلس الفيدرالي لتمويل الإسكان «FHFB».

ثانياً: النتائج في ظل الأزمة المالية

فيما يتعلق بتنبؤات النموذج في هذه الدراسة، فإنه لا يوجد هناك تعارض لا مع مستويات إنشاءات القروض ولا مع القروض المتاحة للأفراد في سنة 2007. أما بالنسبة لسنة 2008 فإن البيانات حول الإنشاءات ومشتريات السوق الثانوية فهي ليست متاحة.

تراجعت إنشاءات القروض الرهنية العقارية من ترليون دولار سنة 2006 إلى 733 مليار دولار سنة 2007، أي انخفاض في الإنشاءات بمقدار 28%. في الفترة نفسها، تراجعت مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية من 570 إلى 306 مليار دولار، أي انخفاض بمقدار 46%، في حين ارتفعت مشتريات المؤسسات تحت الرعاية الحكومية من 217 إلى 232 مليار دولار. وتراجع إجمالي أنشطة السوق الثانوية بمقدار الثلث. لكن من الواضح أن الزيادة في مشتريات المؤسسات تحت الرعاية الحكومية لم يكن كافياً لمجابهة أثر مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية.

الجدول رقم (12): مجموع إنشاءات القروض ومشتريات السوق الثانوية (بمليارات الدولارات)

نشاط السوق الثانوية						
السنة	مجموع إنشاء القروض	نسبة التغير	مشتريات		مجموع المشتريات	نسبة التغير
			المؤسسات الحكومية	المؤسسات غير الحكومية		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		$\frac{(2)}{\text{prev}(2)} - 1$			$(4) + (5)$	$\frac{(6)}{\text{prev}(6)} - 1$
2000	487		153	160	313	
2001	531	9%	188	175	363	16%
2002	624	18%	230	217	446	23%
2003	755	21%	247	300	547	23%
2004	945	25%	236	462	698	28%
2005	1.133	20%	221	655	876	26%
2006	1.022	-10%	217	570	787	-10%
2007	733	-28%	232	306	538	-32%

المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 165.

إنشاءات القروض ومشتريات السوق الثانوية لكل سنة مستقاة من البيانات الواردة في سجلات طلبات القروض لقانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA». تشمل إنشاءات «HMDA» المستخدمة فقط على شراء المساكن الفردية (أي باستبعاد قروض إعادة التمويل وترميم المنازل)، والقروض التقليدية بمبالغ قروض ما بين المئتين الأول والمئتين التاسع والتسعون من توزيع مبلغ القرض.

النموذج الذي قدمته هذه الدراسة، الذي يأخذ في الحسبان تقلب أسعار المساكن وفروق العائد وإحصائيات السكان وخصائص الائتمان، توقع انخفاض متوسط في نصيب الفرد من الائتمان المتاح يقدر بـ 7%، في حين كان الانخفاض الفعلي في الائتمان المتاح سنة 2007 يعادل 19%. وعلى الرغم من أن النموذج توقع تأثير سلبي على الائتمان المتاح للمستهلكين ناجم عن تراجع أنشطة السوق الثانوية، إلا أنه لم يتوقع حجم التراجع. ولعل أحد الأسباب الكامنة وراء ذلك هو عدم أخذ هذا النموذج في الحسبان لعاملين مهمين بدءاً في 2007 واستمر بعد ذلك، هما السيولة المتلاشية والعزوف الشديد عن المخاطر من قبل المستثمرين. توقع هذا النموذج كذلك أن مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية كان لها تأثيراً كبيراً على توافر الائتمان في المدة الأخيرة من فترة الدراسة، وهو ما يتوافق مع بيانات سنة 2007.

الجدول رقم (13): نسبة التغير في مبلغ القرض للفرد من 2006 إلى 2007 - المتنبأ به مقابل الفعلي

إحصائية	المتنبأ به	الفعلي
(1)	(2)	(3)
المتوسط	7%-	19%-
الوسيط	7%-	17%-
الانحراف المعياري	10%	14%-
الحد الأدنى	33%-	68%-
الحد الأقصى	34%	12%
عدد المناطق الإحصائية الحضرية	291	291
نسبة المناطق الإحصائية الحضرية > 0%	81%	93%

المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 166.

تستند التنبؤات المتعلقة بمجموع إنشاءات القروض المحققة من طرف «MSA» على نتائج الانحدار ذو الآثار الثابتة باستخدام أسعار الشراء الإجمالية للسوق الثانوية.

إنشاءات القروض الفعلية لكل سنة مستقاة من بيانات قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA».

تشتمل إنشاءات «HMDA» المستخدمة على كل مشتريات المساكن الفردية (أي باستبعاد قروض إعادة التمويل وترميم المنازل) بمبالغ ما بين المئتين الأول والمئتين التاسع والتسعون من توزيع مبلغ القرض.

المطلب الرابع: إنشاءات القروض ومشتريات السوق الثانوية في المناطق المحرومة

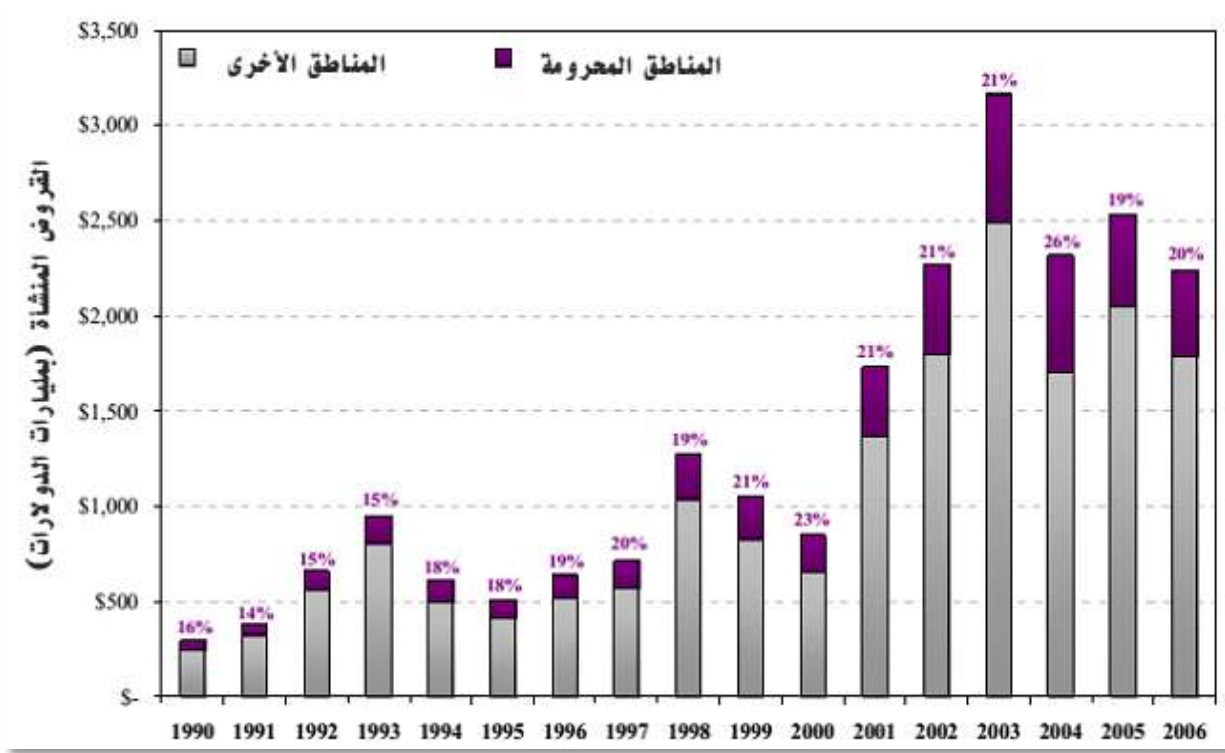
سيتم في سياق التحليل توثيق الزيادة في كل من حصة القروض التي تم إنشاؤها في المناطق المحرومة وحصة قروض المناطق المحرومة التي تم بيعها للسوق الثانوية.

يبين الشكل رقم 17 أسفله حجم القروض المنشأة في المناطق المحرومة كنسبة مئوية من مجموع إنشاءات القروض، وفيه نلاحظ زيادة كل من حجم القروض المقدمة (المنشأة) في المناطق المحرومة، المعبر عنه بالدولار، بالإضافة إلى الحصة على حد سواء، وذلك ابتداءً من سنة 1990 أين ارتفع حجم القروض المقدمة في المناطق المحرومة من 47 مليار (16% من مجموع الإنشاءات) ليصل إلى 609 مليار دولار في 2004 (26% من مجموع الإنشاءات).

بصفة مماثلة، فقد ازداد مبلغ وحصة القروض المنشأة في المناطق المحرومة التي تم بيعها للسوق الثانوية، حيث يُظهر الشكل 18 أدناه النمو في حجم القرض المباع للسوق الثانوية والحصة المكونة للقروض المنشأة في المناطق المحرومة التي تم بيعها. ففي سنة 1990، تم بيع للسوق الثانوية ما مقداره 23 مليار دولار من القروض المنشأة في المناطق المحرومة. وفي سنة 2006، بلغ حجم القروض المنشأة في المناطق المحرومة المباعة للسوق الثانوية 335 مليار دولار.

استناداً إلى نتائج الانحدار المبيّنة في الجدول رقم 10 والجدول رقم 11، فإن التواجد الكبير للمناطق المحرومة في «MSA» يتوافق مع المبالغ الكبيرة للائتمان المتاح للأسرة الواحدة. هذه النتيجة تتفق كذلك مع نتيجة "Ambrose & Thibodeau, 2004" وتضفي دعماً للأهداف التي حددت لأجل المؤسسات تحت الرعاية الحكومية «GSEs» المتمثلة في توفير مساكن ميسورة التكلفة.

الشكل رقم (17): القروض الصادرة من المناطق المحرومة كنسبة من جميع الإنشاءات خلال الفترة 2006-2000

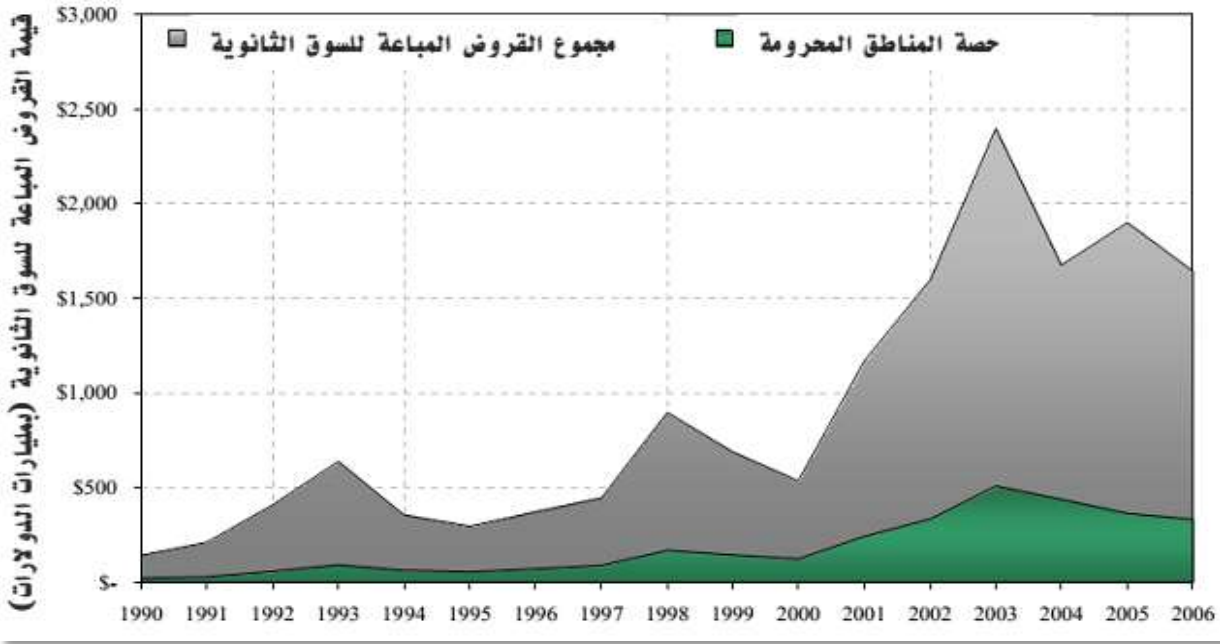


المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 168.

بيانات قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA»، سجلات طلبات القروض. تقارير المؤسسات المرفوعة إلى «HMDA» تفصح عن القروض المنشأة ومشتريات القروض على حد سواء. لأغراض هذا التحليل، يتم استخدام فقط القروض المنشأة. يتم تعيين المناطق المحرومة من قبل وزارة الإسكان والتنمية الحضرية «HUD». تُستبعد مبالغ القروض الأكبر من المئتين التاسع والتسعون من مبلغ توزيع القرض (أي 634.000 دولار)، كما تستبعد كذلك القروض الأقل من 1.000 دولار.

الشكل رقم (18): القروض المباعة للسوق الثانوية من المناطق المحرومة كنسبة من جميع القروض المباعة خلال الفترة 2006-2000



المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 169.

بيانات قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA»، سجلات طلبات القروض. تقارير المؤسسات المرفوعة إلى «HMDA» تفصح عن القروض المنشأة ومشتريات القروض على حد سواء. لأغراض هذا التحليل، يتم استخدام فقط القروض المنشأة. جميع القروض المباعة للسوق الثانوية تستند على القروض المنشأة في نفس السنة التقويمية. يتم تعيين المناطق المحرومة من قبل وزارة الإسكان والتنمية الحضرية «HUD». تُستبعد مبالغ القروض الأكبر من المئتين التاسع والتسعون من مبلغ توزيع القرض (أي 634.000 دولار)، كما تستبعد كذلك القروض الأقل من 1.000 دولار.

يعمل هذا الجانب من الدراسة على تقدير أثر نشاط السوق الثانوية (التمثل في شراء الديون (القروض) الرهنية العقارية وتحويلها باستخدام تقنية التوريق إلى سندات قابلة للتداول) على الائتمان المتاح للفرد في مناطق جغرافية مختلفة على مر الزمن. إضافةً إلى ذلك، يقوم هذا الجزء من الدراسة بتوثيق التغيرات في الائتمان المتاح ونطاق مشتريات السوق الثانوية في المناطق المحرومة.

من خلال التحليل تم توثيق الزيادة في حصة القروض الرهنية العقارية في المناطق المحرومة من 16% في 1990 لتبلغ 26% سنة 2004، فضلاً عن الزيادة في حصة مشتريات السوق الثانوية في المناطق المحرومة خلال الفترة 1990-2006.

وجدنا من خلال هذه الدراسة كذلك، بأن مشتريات السوق الثانوية، سواءً في مجملها أو من حيث تقسيمها إلى أسعار مؤسسات تحت وخارج الرعاية الحكومية، كان لها تأثير إيجابي ومعتبر على مبالغ القروض الرهنية العقارية للفرد خلال الفترة 2000-2006. ويعتبر أثر مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية هو الأكثر بروزاً على زيادة توافر القروض الرهنية العقارية. أخيراً، يعتبر أثر مشتريات السوق الثانوية أقوى في سيناريوهات أسعار الفائدة المنخفضة.

المبحث الرابع: أثر التوريق على تشتت المخاطر

شهد الاقتصاد الأمريكي توسعاً هائلاً لسوق التوريق منذ سنة 1990، وذلك وفقاً لبيانات حسابات تدفق الأموال للولايات المتحدة الأمريكية، حيث منح التوريق البنوك القدرة على تحويل مستحقات القروض غير السائلة نسبياً إلى نقديات، وبالتالي الوصول إلى مصدر إضافي للتمويل عند الحاجة. هذا المصدر الإضافي للتمويل يمكنه حماية البنوك من تقلبات أسعار الفائدة غير المواتية، فمع ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع تكلفة الحصول على التمويل الخارجي، وبالتالي فإن البنوك التي تقوم بالتوريق بإمكانها، من الناحية النظرية، استخدام مواردها الداخلية دون أن تعاني من الانخفاض في أنشطة الإقراض. بعبارة أخرى، فإن التوريق يمنح البنوك فرصة أكبر للحصول على رأس المال ويسمح لها بالتحوط ضد المخاطر الناجمة عن التغير في مستوى أسعار الفائدة.

هناك دراسة تجريبية أجراها "Loutskin, 2005" تبحث العلاقة ما بين التوريق والأصول السائلة لدى البنوك التجارية. إن القدرة على توريق الأصول القائمة تسمح للبنوك بتحويل المستحقات الأقل سيولةً إلى نقديات، مما يوفر مصادر إضافية للتمويل يمكن استخدامها لإنشاء المزيد من القروض. هذه المصادر الإضافية للتمويل قد تساعد على التخفيف من أثر صدمة أسعار الفائدة عند مواجهة ارتفاع مفاجئ لأسعار الفائدة، حيث ستكون البنوك المورقة قادرة على البحث عن مصدر تمويل داخلي أقل كلفةً، بدلاً من الاقتراض بتكلفة مالية عالية، وذلك من أجل الاستمرار في أنشطتها الإقراضية. وانسجاماً مع هذه النظرية، توصلت دراسة "Loutskin" إلى أن البنوك مع المزيد من القروض المورقة تصبح أكثر سيولة، وبالتالي أقل حساسيةً لصدمات التمويل التي تنشأ بسبب التغيرات في السياسة النقدية.

وهناك عدد من الدراسات بحث العلاقة ما بين التوريق ونسب رأس المال بالنسبة للبنوك، حيث وثقَ "Dionne & Harchaoui, 2003" علاقة سلبية ما بين رأس المال الأساسي «Tier 1 Capital» وكذا رأس المال الإجمالي «Total Capital» بالنسبة للقطاع المالي الكندي على امتداد الفترة 1988 إلى 1998. على نحو مماثل، وجد كذلك "Uzun & Webb, 2006" بأن التوريق مرتبط سلبياً بنسبة رأس المال الخاصة بالبنك، التي تعتبر كمقياس لمخاطرة البنك، بالنسبة للبنوك الأمريكية. هذه النتائج تتفق مع الحجة المقدمة من قبل "Greenbaum & Thakor, 1987" التي تقضي بأن التوريق يساعد على الحد من مخاطر البنك طالما يتم إزالة الأصول من ميزانية البنك. من ناحية أخرى، هناك دراسات كتلك التي قام بها "Cantor & Rouyer, 2000" تقضي بأن الاعتماد على الأصول التي يتم توريقها قد ينتهي بالبنوك مع أصول عالية المخاطر ضمن ميزانياتها، وبالتالي فإن التوريق قد يزيد من حجم مخاطر البنوك بدلاً من الحد منها.

ستكون منهجية "Loutskin" هي نقطة الانطلاق في دراسة أثر التوريق على تشتت المخاطر مع الاعتماد على المعطيات والبيانات المستخدمة في دراسة "Sabry & Okongwu, 2009" وما استخلصاه من نتائج، حيث سيتم تحليل آثار التوريق على أنشطة الإقراض المصرفي في ظل بيئة أسعار فائدة غير مواتية، وذلك باستخدام بيانات للفترة من 1990 إلى 2006. بعد ذلك، سيتم توسيع نطاق الدراسة لبحث كيف أن قدرة البنوك التجارية على توريق أصولها تؤثر على نسبها لرأس المال.

تبحث هذه الدراسة العلاقة ما بين التوريق ونسب رأس المال الخاصة بالبنوك، وذلك باستخدام بيانات التقارير المالية ربع السنوية للبنوك التجارية على مدى الفترة الممتدة من سنة 1996 إلى 2006. وتعرف نسب رأس المال على أنها رأس المال مقسم على أصول معدلة حسب المخاطر «Risk-Adjusted Assets» بحيث تأخذ بعين الاعتبار الأنشطة خارج الميزانية.

تكمن أهداف هذا الجزء من الدراسة فيما يلي: (1) تبيان الكيفية التي من خلالها اكتسبت البنوك القدرة على تنويع التركيبة الإقليمية لأصولها الرهنية العقارية؛ (2) تبين أن مجموعة متنوعة من المؤسسات غير المؤسسات الحكومية والبنوك قد لعبت دوراً متتامياً كمشتري للقروض؛ (3) تحديد كيف عمل التوريق على الحد من أثر صدمات أسعار الفائدة؛ (4) تحديد كيف أثر التوريق على متطلبات رأس المال، مع الأخذ في الحسبان وضعيات خارج الميزانية للبنوك.

ولتحقيق هذه الأهداف، سنقوم أولاً بوصف البيانات المستخدمة والمنهجية المتبعة في هذا الجزء من الدراسة، ثم سنتناول التحليل القياسي لأثر التوريق على تشتت المخاطر، وأخيراً عرض وتفسير النتائج التجريبية لهذا الأثر.

المطلب الأول: وصف البيانات والمنهجية المتبعة

سنقوم في هذا المحور بإعطاء وصف مفصل لجميع البيانات المستخدمة، مع تقديم وصف دقيق للمنهجية التي تم اتباعها في دراسة أثر التوريق على تشتت المخاطر.

أولاً: البيانات المستخدمة

من أجل تجميع قاعدة بيانات خاصة بهذا الجزء من الدراسة، اعتمدت الدراسة على بيانات من مصادر مختلفة. تم جمع بيانات عن جميع البنوك التجارية المؤمنة، وذلك باستخدام تقارير المركز المالي والإيرادات المحققة الربع السنوية للاحتياطي الفيدرالي، ابتداءً من الثلاثي (الفصل) الأول لسنة 1990 إلى الثلاثي الرابع لسنة 2006.

لأجل بناء قاعدة البيانات، يتم احتساب نمو القروض والأصول المعدلة في ضوء التضخم مقياساً بنسبة التغير المطلق من ثلاثي معين إلى الثلاثي الذي يليه. وفي حالة وجود عدم تناسق في الثلاثيات (الفصول) للبنك (على سبيل المثال، يُنبَع الثلاثي الثالث لسنة 1992 بالثلاثي الأول لسنة 1993)، فإنه لا يتم احتساب معدل النمو للثلاثي غير المتعاقب بالنسبة للبنك محل الدراسة.

1. قياس نمو القروض:

لقد تم مواجهة مشاكل مختلفة مع القيم الشاذة «Outliers» في بيانات التقارير الربع سنوية، ولفنادي هذه المشاكل تم استبعاد أي ثلاثي للبنك يكون فيه نمو القروض ونمو الأصول أو نسبة السيولة مفقودة بالنسبة لأي فئة من فئات القروض المراد تحليلها. بعد ذلك، تم اختبار المشاهدات المتبقية لتحديد ثلاثيات البنوك التي تشتمل على نمو (أو نقصان) قروض أو أصول شاذ. كل ثلاثيات البنوك التي فيها: يتجاوز نمو (أو نقصان) القروض 100%، ويتجاوز نمو (أو نقصان) الأصول 50%، وتكون نسبة القروض إلى الأصول أقل من 10% يتم إزالتها من قاعدة البيانات. هناك استثناء لمعيار استبعاد نمو القروض الذي يطرح في الحالات التي لا يتجاوز فيها نمو القروض الإجمالي لثلاثي معين 100% مقارنةً بالثلاثي السابق، بينما تتجاوز واحدة من فئات القروض الفردية ذلك، حيث يتم في هذه الحالات الإبقاء على ثلاثي البنك. ولأخذ بعين الاعتبار عمليات الاندماج وشراء كامل الحصص (الاستحواذ)، التي قد تؤدي ربما إلى تحريف نسب الميزانية، يتم إزالة الثلاثيات قبل وبعد عمليات الاندماج بالنسبة للبنوك المستحوذة. ولقد تم تجميع بيانات الاندماج المصرفية المستخدمة في هذا التحليل من مركز الاحتياطي الفيدرالي الوطني للمعلومات.

من أجل تحليل آثار التوريق على مستوى البنوك مع اختلاف أحجامها، تم إجراء تحليل على ثلاث مجموعات من قواعد البيانات: جميع البنوك، والبنوك الكبيرة، والبنوك الصغيرة، حيث يتم استخدام الأصول المعدلة في ضوء التضخم كمقياس لحجم البنك. تُعرّف مجموعة البنوك الكبيرة على أنها تلك التي يكون لديها إجمالي الأصول الحقيقية في أعلى المئين الخامس من حجم التوزيع، في حين نجد بأن مجموعة البنوك الصغيرة هي التي يكون إجمالي الأصول الحقيقية لديها في أسفل المئين الخامس والسبعون.

2. تدابير السياسة النقدية:

يتم استخدام الفارق ما بين أسعار الفائدة على الأوراق التجارية بأجل استحقاق 3 أشهر وأسعار الفائدة على أدون الخزنة ذات أجل استحقاق 3 أشهر كمؤشر للسياسة النقدية. ووفقاً لذلك، يتم قياس التغيرات في السياسة النقدية على أنها التغيرات في المتوسط الفصلي للفوارق الأسبوعية ما بين أسعار الفائدة على الأوراق

التجارية بأجل استحقاق 3 أشهر وأسعار الفائدة على أذون الخزانة بأجل استحقاق 3 أشهر*، ويتم تنظيم البيانات على نحو بحيث أن أي زيادة في فارق الورقة والإذن يمثل تضيق نقدي «Monetary Tightening».

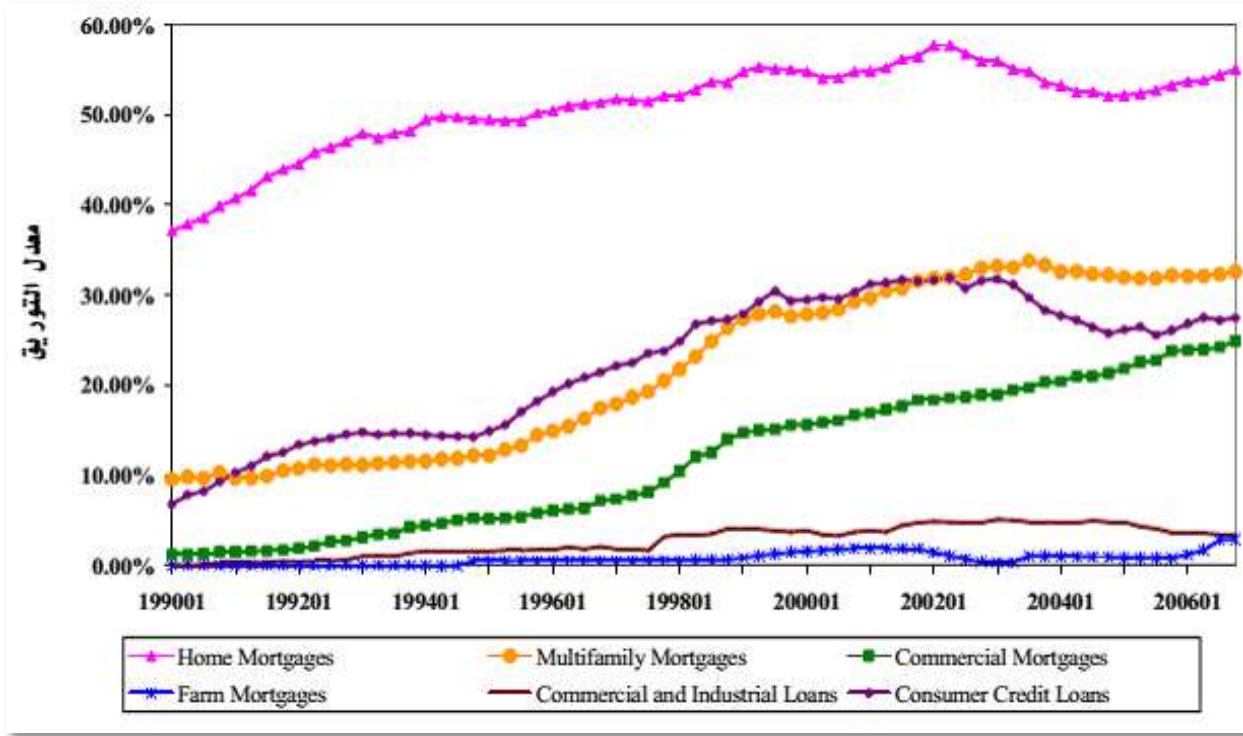
3. مستويات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية:

في هذا الجزء من الدراسة تم جمع المعلومات عن مستوى توريق السوق في الاقتصاد الأمريكي اعتماداً على بيانات حسابات تدفق الأموال للولايات المتحدة الأمريكية «U.S Flow of Funds Accounts»، أين تم تجميع البيانات الفصلية عن إجمالي مبالغ القروض القائمة (غير المسددة) والمورقة لست فئات من القروض هي: (أ) القروض الرهنية السكنية «Home Mortgages»، (ب) القروض الرهنية للمساكن المخصصة لأكثر من أسرة «Multifamily Residential Mortgages»، (ج) القروض الرهنية العقارية التجارية «Commercial Mortgages»، (د) القروض الاستهلاكية «Consumer Credit»، (هـ) القروض التجارية والصناعية «Commercial And Industrial Loans»، (و) القروض الرهنية العقارية الزراعية «Farm Mortgages».

باستخدام هذه المعلومات يمكن حساب معدلات التوريق الفصلية بالنسبة لكل فئة من فئات القروض كما هو مبين في الشكل رقم 19 أدناه.

* يتم التحول من أسعار الفائدة على الأوراق التجارية بأجل استحقاق 3 أشهر إلى أسعار الفائدة على أذون الخزانة بأجل استحقاق 3 أشهر من أجل إنشاء سلاسل بيانات مستمرة.

الشكل رقم (19): معدلات التوريق لمختلف فئات القروض استناداً إلى بيانات حسابات تدفق الأموال للولايات المتحدة الأمريكية من 1990 إلى 2006



المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 184.

البيانات مستقاة من حسابات تدفق الأموال للولايات المتحدة الأمريكية التابعة للاحتياطي الفيدرالي (الجدول: L2، L125، L126) بالنسبة للفترة: من الثلاثي الأول لسنة 1990 إلى الثلاثي الرابع لسنة 2006. تحسب حصة التوريق على أنها نسبة القروض المورقة غير المسددة على إجمالي القروض غير المسددة.

4. تفاعل التوريق وتدابير السياسة النقدية:

لأن زيادة سعر الفائدة ستزيد من تكلفة اقتراض البنوك لأجل التمويل الخارجي، فإنه يُتوقع أن تخفض البنوك من أنشطتها الإقراضية استجابةً لمثل هذه الصدمة النقدية، وبالتالي فإن تدبير السياسة النقدية هذا سيكون له تأثير سلبي على نمو إجمالي القروض. من ناحية أخرى، فإنه من المتوقع أيضاً أن التوريق سوف يوازن ولو جزئياً التأثير السلبي للتضييق النقدي. ما يستخلص بدهاءة هو أن البنوك يمكنها استخدام إيرادات المبيعات المتأتية من توريق مستحققاتها لتمويل إنشاءات القروض كبديل عن الاقتراض من مصادر خارجية بتكلفة أعلى. لقياس التفاعل ما بين مستوى التوريق والسياسة النقدية، يتم ضرب مؤشر التوريق

«Securitization Index» في فارق أسعار الفائدة على الأوراق التجارية وأذون الخزانة بأجل استحقاق ثلاث أشهر.

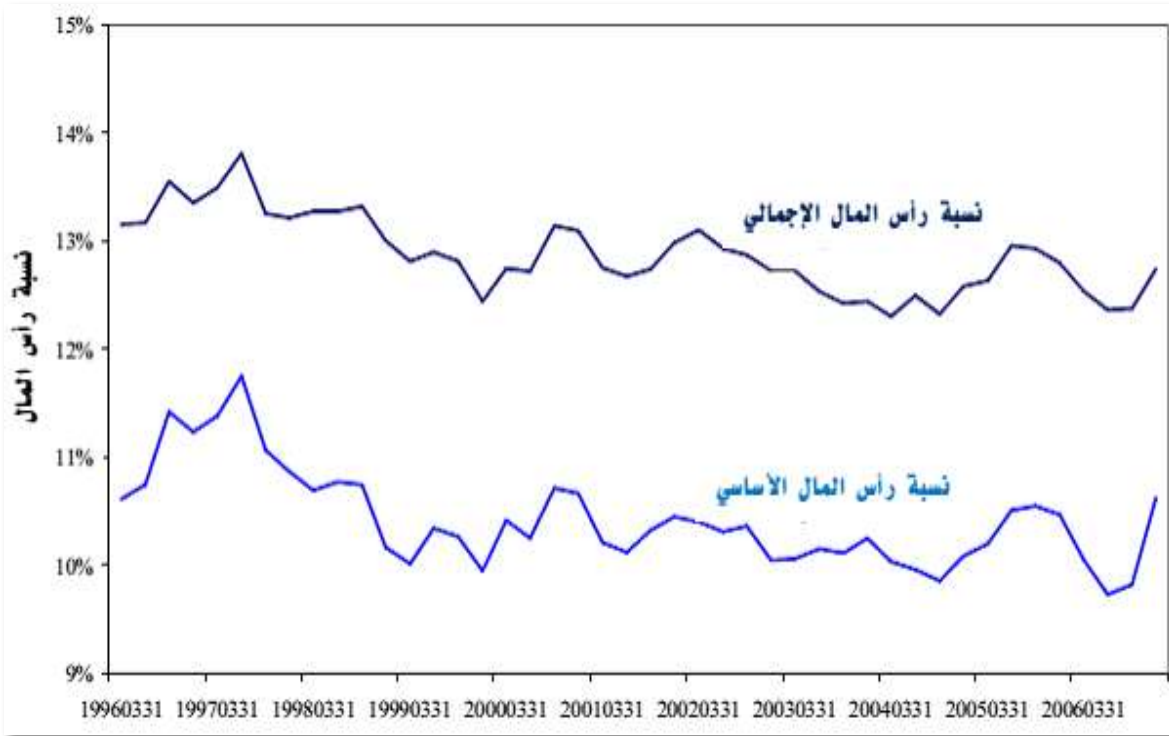
5. نمو إجمالي الناتج المحلي «Gross Domestic Product Growth (GDP Growth)»:

يتم الحصول على بيانات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي الفصلية التي تغطي الفترة الممتدة من سنة 1990 إلى 2006 من مكتب الولايات المتحدة للتحليل الاقتصادي.

6. نسب رأس المال الأساسي ورأس المال الإجمالي:

تُحسب هذه النسب بالاعتماد على رأس المال الأساسي ورأس المال الإجمالي، بالإضافة إلى إجمالي الأصول المعدلة حسب المخاطر، المعلن عنها من قبل البنوك في التقارير الربع سنوية. ويتم حساب النسب بقسمة رأس المال الأساسي (أو رأس المال الإجمالي) على إجمالي الأصول المعدلة حسب المخاطر. تعتبر هذه النسب المتغيرات التابعة الرئيسية في هذه الدراسة لنسبة رأس المال. يُظهر الشكل رقم 20 أسفله متوسط نسب رأس المال المحسوبة كنسبة من إجمالي رأس المال إلى إجمالي الأصول المعدلة حسب المخاطر.

الشكل رقم (20): المتوسط المرجح لنسب رأس المال



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 185.

ثانياً: المنهجية المتبعة

تُصنف قابلية توريق القروض القائمة مصادر لسيولة البنك، وبالتالي زيادة قدرته على إنشاء المزيد من القروض. ومن أجل القياس الكمي لإمكانية البنك على توريق أو بيع حافطة قروضه يتم اتباع منهجية "Loutskina" والقيام ببناء مؤشر يتمثل دوره في التقاط خصائص هيكل القروض الخاص بالبنك فضلاً عن مستوى توريق السوق في الاقتصاد الأمريكي. ويتحقق ذلك من خلال أولاً تجزئة حافطة قروض البنك إلى ست فئات: (أ) القروض الرهنية السكنية، (ب) القروض الرهنية للمساكن المخصصة لأكثر من أسرة، (ج) القروض الرهنية العقارية التجارية، (د) القروض الاستهلاكية، (هـ) القروض التجارية والصناعية، (و) القروض الرهنية العقارية الزراعية. بعد ذلك، تُجمع النسب من كل صنف قرض مضروبةً في معدلات التوريق المقابلة لها والتي تم رصدها في الاقتصاد الأمريكي، حيث يكون الحساب على الشكل التالي:

$$Index_{it} = \sum_{j=1}^6 \left(\frac{\text{Market - level Securitized Loans of Type } j \text{ at Time } t}{\text{Market - level Total Loans Outstanding of Type } j \text{ at Time } t} \right) \times (\text{Ratio of Type } j \text{ Loans in Bank } i' \text{ s Portfolio at Time } t)$$

حيث أن:

- «Level Securitized Loans of Type j at Time t »: هو مستوى توريق القروض من الصنف « j » في الفترة « t ».
- «Level Total Loans Outstanding of Type j at Time t »: هو مستوى إجمالي القروض القائمة (غير المسددة) من الصنف « j » في الفترة « t ».
- «Ration of Type j Loans in Bank i ' s Portfolio at Time t »: هو نسبة القروض من الصنف « j » في حافطة البنك « i » في الفترة « t ».

ما يستخلص بداهة من المنهجية هو أن البنك الذي تكون النسبة العليا من قروضه هي القروض الرهنية العقارية السكنية، ستكون لديه فرصة أفضل لتوريق أو بيع قروضه، وبالتالي مؤشر توريق أعلى مقارنةً مع بنك يتخصص في القروض الرهنية العقارية الزراعية. ويرجع ذلك إلى حقيقة أنه على مدى سنوات كانت القروض الرهنية العقارية أكثر سيولة وتميل إلى أن تكون لديها نسبة التوريق الأعلى في اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية. ولذلك يلتقط النموذج المتعلق بهذا الجزء من الدراسة كل من الفترة والتغيرات المؤسسية التي تؤثر على مستوى التوريق الخاص بالبنك.

المطلب الثاني: التحليل القياسي لأثر التوريق على تشتت المخاطر

لتقييم آثار التوريق على أنشطة الإقراض المصرفية، خاصةً في فترات صدمات سعر الفائدة، تم إجراء انحدار للوغاريتم النمو الحقيقي للقروض «Real Loan Growth» (النمو الإجمالي للقروض المعدل في ضوء التضخم) على مختلف المتغيرات التفسيرية، لاسيما تدابير السيولة، والسياسة النقدية، والنمو في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والبنوك وسنوات الآثار الثابتة، بالإضافة إلى إلغاء قانون "Glass-Steagall"* سنة 1999.

تم إدراج نسبة السيولة الفصلية السابقة للبنك ومؤشر التوريق كمتغيرات من شأنها أن تؤثر على مصدر تمويل البنك. بإمكان الاحتياطي الفيدرالي التأثير على تكلفة التمويل التي تقع على عاتق البنك عبر السياسة النقدية، ففي ظل أجواء يسودها التضيق النقدي يقوم الاحتياطي الفيدرالي ببيع السندات في السوق المفتوحة، مما يؤدي إلى الارتفاع في أسعار الفائدة على سندات الخزنة. وهذا يقود إلى الزيادة في تكاليف التمويل بالنسبة للبنوك على اعتبار أن معدلات الخزنة تستخدم كمؤشرات قياسية لجميع القروض الأخرى، وبالتالي فإن التكلفة الحدية المتزايدة للحصول على التمويل تدفع البنوك إلى التخفيض من أنشطتها الإقراضية. يتم إحداث تباطؤ في مؤشر السياسة النقدية «Monetary Policy Indicator» للتخفيف من الآثار المحتملة التي يمكن أن تطرأ على النتائج الملحوظة (تحدث في نفس الثلاثي) نتيجة علاقة داخلية ما بين نمو القروض والسياسة النقدية.

على نحو أكثر تواتراً في السنوات 2000-2006، ومع ذلك، استطاعت البنوك موازنة تأثير تضيق السياسة النقدية من خلال توريق محافظ القروض التي بحوزتها، حيث يسمح المصدر الإضافي للتمويل الذي يوفره التوريق بالتعرض لانكماش أقل في نشاطها الإقراضي في أوقات صدمات أسعار الفائدة. لاختبار هذه الفرضية، تم استعمال حد تفاعلي باستخدام مؤشر للسياسة النقدية ومؤشر التوريق المقابل له، وتضاف متباينات هذا الحد التفاعلي إلى نموذج الانحدار لدينا.

* «Glass-Steagall Act» هو الاسم الذي يندرج تحته عموماً «قانون العمل المصرفي لسنة 1933» في الولايات المتحدة الأمريكية، والذي بموجبه تم إقرار: (1) التعارض بين مهن البنك التجاري وبنك الاستثمار؛ (2) النظام الفيدرالي لتأمين الودائع البنكية؛ (3) تسقيف سعر الفائدة على الودائع المصرفية. يأخذ هذا القانون اسمه من السيناتور الديمقراطي لولاية فيرجينيا "Carter Glass" أمين سابق بالخرزينة، الممثل الديمقراطي لولاية ألاباما ورئيس لجنة البنك والنقد لغرفة الممثلين. لقي هذا القانون معارضة كبيرة من قبل مجمل أصحاب المهن المصرفية منذ منتصف السبعينيات ليتم إلغاؤه نهائياً تحت إدارة كلينتون في 12 نوفمبر 1999 بموجب «قانون تحديث الخدمات المالية» المسمى بـ «Gramm-Leach-Bliley Act».

بالإضافة إلى ذلك، تم إدراج أربع متباينات للوغاريتم نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بسبب أن صحة الاقتصاد الأمريكي تؤثر على العديد من الأنشطة الاقتصادية. تم استخدام متغير تحديث مالي «Financial Modernization Variable» ثنائي للأخذ في الحسبان إلغاء (من خلال تشريع مثل قانون Gramm-Leach-Bliley) أحكام قانون «Glass-Steagall» الذي يحظر على البنوك امتلاك شركات مالية أخرى. وأخيراً، تم إدراج متغير السنة والآثار الثابتة لبنك معين للأخذ بعين الاعتبار التغيرات في الدورات الاقتصادية وهيكل البنك والقرارات الإدارية.

$$\begin{aligned} \ln(\text{Real Loan Growth})_{it} = & \beta_1 \text{Liquidity}_{it-1} + \beta_2 \text{Securitization Index}_{it-1} \\ & + \sum_{j=1}^4 \beta_{j+2} \text{Monetary Policy Indicator}_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^4 \beta_{j+6} \text{Monetary Policy Indicator}_{t-j} \times \text{Securitization Index}_{it-1} \\ & + \sum_{j=1}^4 \beta_{j+10} \text{GDP Growth}_{t-j} + \beta_{15} \text{Financial Modernization Variable}_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

بالنسبة لدراسة العلاقة بين التوريق ونسبة رأس المال للبنوك، تم كذلك استخدام مؤشر التوريق المعد أعلاه، حيث تكمن الفرضية في أن البنوك إذا وجدت سهولة في توريق أصولها، فإنها قد لا تحتاج أن تكون متحفظة في سياستها الائتمانية، وبالتالي تكون قادرة على الاحتفاظ برأس مال أقل. ومع ذلك، هناك عوامل أخرى يُعتقد أيضاً أنها تؤثر على نسبة الاحتفاظ برأس المال مثل الربحية، ونمو القروض، ومخاطر حافطة القروض، وشكل منحنى العائد. يمكن القول بأنه في أوقات الربحية الجيدة ونمو القروض، ستكون البنوك أكثر تفاؤلاً وسيكون بإمكانها تقليص نسبها لرأس المال. وعلى نفس النمط، عندما يزيد الفرق بين أسعار الفائدة طويلة الأجل وأسعار الفائدة قصيرة الأجل ستصبح البنوك أكثر ربحية (على اعتبار أنها تقوم بالاقتراض قصير الأجل ولكن تقوم بالإقراض طويل الأجل)، وبالتالي قد يتم تقليص نسب رأس المال. ومن الممكن زيادة نسب رأس المال، مع ذلك، عندما تكون مخاطر حافطة القروض عالية، لغرض حماية البنوك من الأزمات الائتمانية المحتملة التي تقع جراء تعثر القروض. كذلك يأخذ بعين الاعتبار الدورة الاقتصادية، فعندما يكون الاقتصاد منكمش فإنه من المتوقع أن البنوك سوف تحتفظ بالمزيد من رأس المال لوقاية نفسها من الأزمات الائتمانية.

تم بناء نموذج السلاسل الزمنية لدراسة نسبة رأس المال على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \text{Capital Ratio}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Securitization Index}_{it} + \beta_2 \text{Net Income Growth}_{it} + \\ & \beta_3 \text{Loan Growth}_{it} + \beta_4 \text{Loss Reserves}_{it} + \beta_5 \text{Rate Differential}_t + \beta_6 \text{MZMGrowth}_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث أن:

- (1) احتياطات الخسائر «Loss Reserves» هي النسبة بين احتياطي خسائر القروض «Loan loss reserve» (المعلن عنها من قبل البنوك في تقاريرها الربع سنوية) وإجمالي القروض، مرجحة بين البنوك بالنسبة لكل ثلاثي بواسطة إجمالي الأصول؛
- (2) فرق أسعار الفائدة «Rate Differential» هو الفرق ما بين معدلات الفائدة لسندات الخزنة الأمريكية على عشر سنوات ومعدلات الفائدة لسندات الخزنة الأمريكية على سنتين؛
- (3) نمو* «MZM» هو النمو في الكتلة النقدية صفرية الاستحقاق «Money Zero Maturity» (ذات أجل استحقاق معدوم)، الذي هو («MZM») عبارة عن مقياس لعرض السيولة النقدية في الاقتصاد. تجدر الإشارة إلى أن العوامل الخاصة بالبنك، مثل: مؤشر التوريق، ونمو الدخل الصافي، ونمو القروض واحتياطات خسائر القروض، يتم ترجيحها بواسطة إجمالي أصول البنوك للحصول على مشاهدات السلاسل الزمنية بالنسبة لكل ثلاثي.

المطلب الثالث: النتائج التجريبية لأثر التوريق على تشتت المخاطر

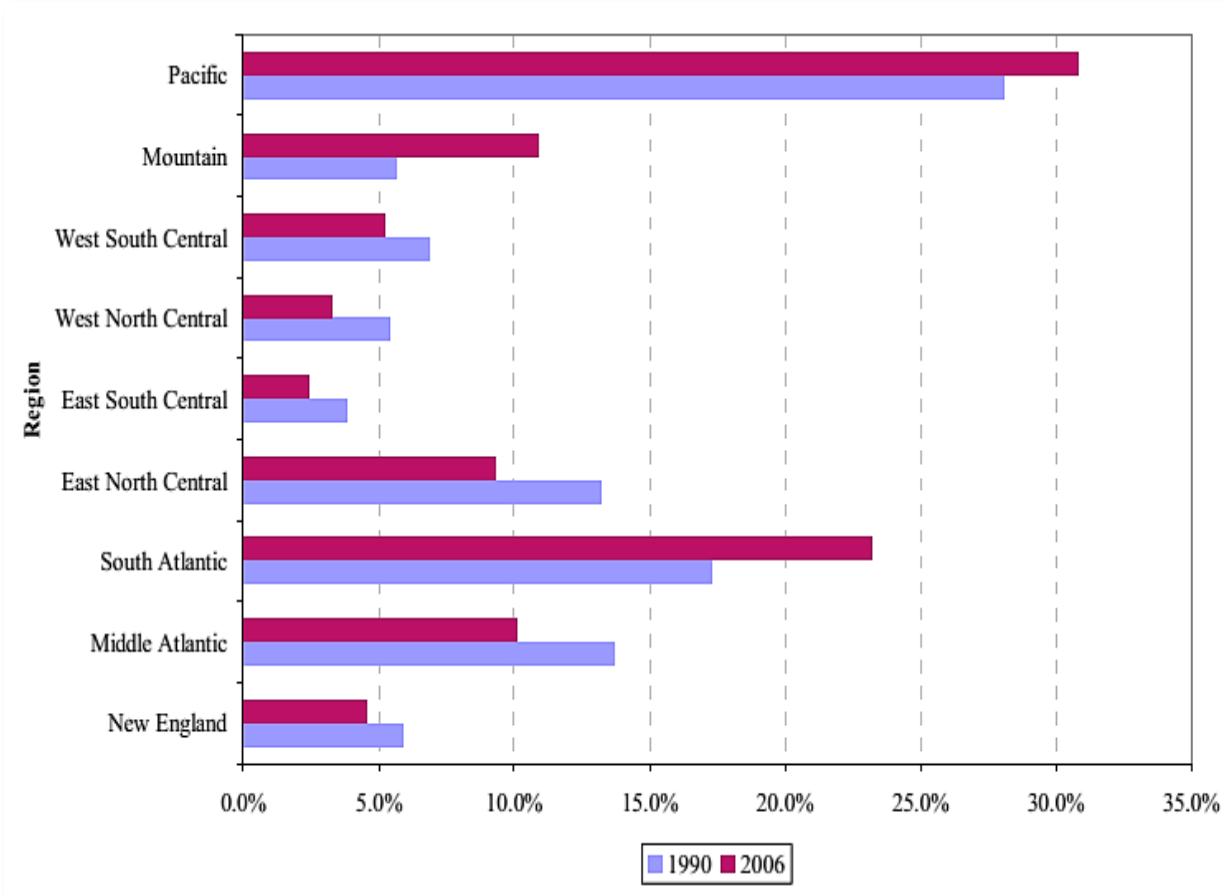
سنحاول من خلال هذا المطلب إبراز مختلف النتائج التجريبية لهذا القسم من الدراسة، وذلك في شكل مجموعة من النقاط الرئيسية التي سيتم مناقشتها وإعطاء تفسيرات لها.

أولاً: أصبحت البنوك قادرة على تنويع التركيبة الإقليمية لأصولها الرهنية العقارية

باستخدام بيانات من «HMDA»، تُظهر الدراسة التركيبية الجغرافية للقروض التي تم شراؤها على مستوى السوق الثانوية من قبل مختلف المشاركين على مر الزمن، كما هو ظاهر في الشكل رقم 21 أدناه.

* يمثل «MZM» كل أنواع النقود الموجودة في (M2) مطروحاً منها الودائع لأجل (مثل شهادات الإيداع) يضاف إليها كل صناديق السوق النقدي «Money Market Funds». بمعنى آخر، يقيس «MZM» جميع الأموال المحتفظ بها في الأشكال التالية: (1) العملة الصعبة (النقود المعدنية والورقية)؛ (2) الحسابات الجارية؛ (3) حسابات التوفير؛ (4) أرصدة سوق النقد. أصبح «MZM» يشكل أحد المقاييس المفضلة لعرض النقود لأنه يمثل أفضل الأموال المتاحة بسهولة داخل الاقتصاد للإنفاق والاستهلاك.

الشكل رقم (21): التركيبة الجغرافية للقروض المشتراة في السوق الثانوية من قبل المؤسسات خارج الرعاية الحكومية والمؤسسات غير البنكية

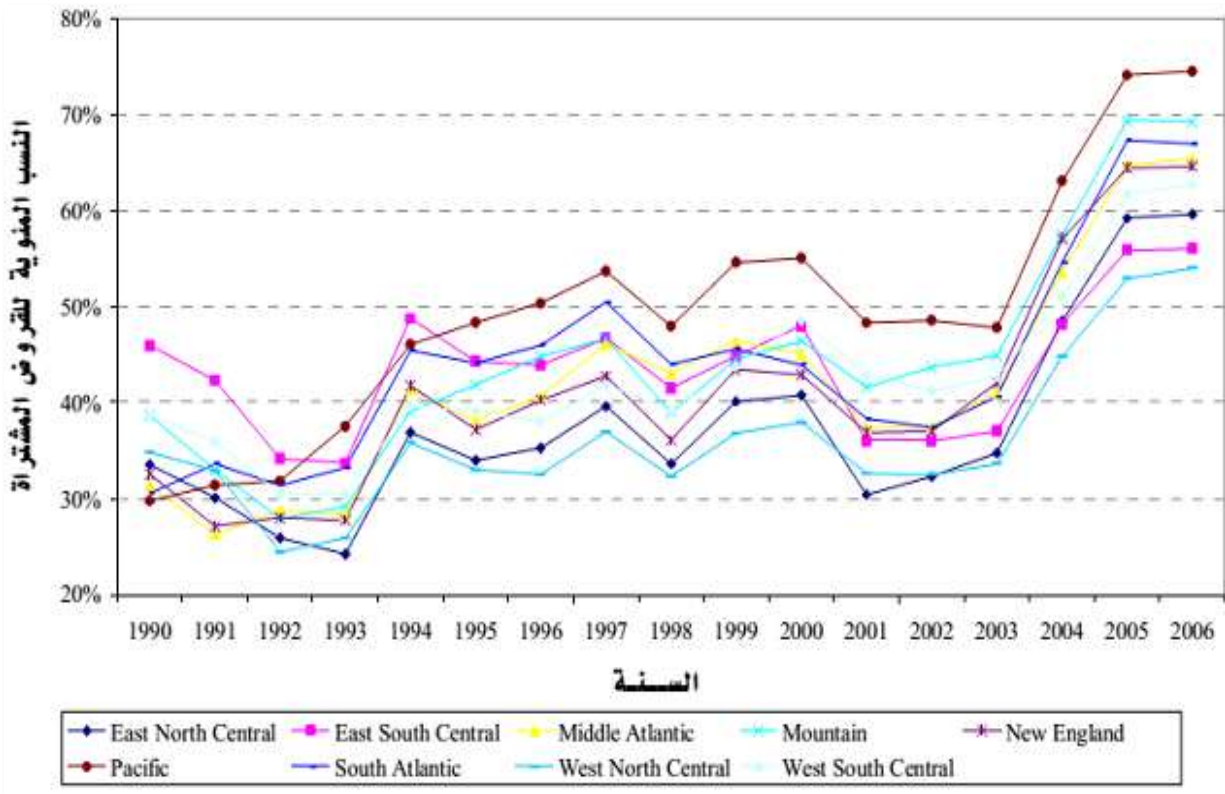


Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) *Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets*. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 189.

ثانياً: مجموعة متنوعة من المؤسسات من غير الوكالات الحكومية والبنوك لعبت دوراً متنامياً كمشتريّة للقروض الرهنية العقارية

أتاح توريق القروض الرهنية العقارية لمجموعة من المؤسسات، تعتبر أكثر تنوعاً، من الحصول على قدر من التعرض لمخاطر القطاع. باستخدام بيانات «HMDA»، يكون بالإمكان توثيق حصة متزايدة من المؤسسات بخلاف الوكالات الحكومية والبنوك التجارية في أنشطة الشراء على مستوى السوق الثانوية (أنظر الشكل رقم 22).

الشكل رقم (22): النسب المئوية للقروض المشتراة في السوق الثانوية من قبل مؤسسات من غير الوكالات الحكومية، ومن غير المؤسسات البنكية



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 190.

ثالثاً: المستويات العليا لتوريق الأصول تزيد من معدل النمو الحقيقي للقروض

يعرض الجدول رقم 14 نتائج تحليل الانحدار ذو الآثار الثابتة للمحور الذي نحن بصدد. من خلال هذا الجدول يتبين بأنه عبر جميع البنوك، فضلاً عن مجموعات البنوك الصغيرة والكبيرة، يتأثر نمو إجمالي القروض (المعدل في ضوء التضخم) إيجابياً بمعدل توريق حافظة قروض البنك ومستوى الأصول السائلة خلال الفترة الزمنية 1990-2006. قياس متغير السياسة النقدية لوحده له أثر سلبي وذو دلالة على نمو إجمالي قروض البنك، وهذا يتفق مع الفرضية التي سبق طرحها، القاضية بأن البنوك تميل إلى تقليص أنشطة الإقراض طالما أن الاقتراض من التمويل الخارجي يصبح مرتفع التكلفة أكثر فأكثر. عند تفاعل القياس النقدي مع مؤشر التوريق، يتم الحصول على نتائج إيجابية وذات دلالة بالنسبة للعينة ككل والبنوك الصغيرة على حد سواء. هذا يبين حقيقة أن التوريق بإمكانه التخفيف من بعض الآثار السلبية للسياسة النقدية على أنشطة الإقراض المصرفي.

الجدول رقم (14): ملخص نتائج الانحدار بالنسبة لنمو إجمالي القروض من 1990 إلى 2006

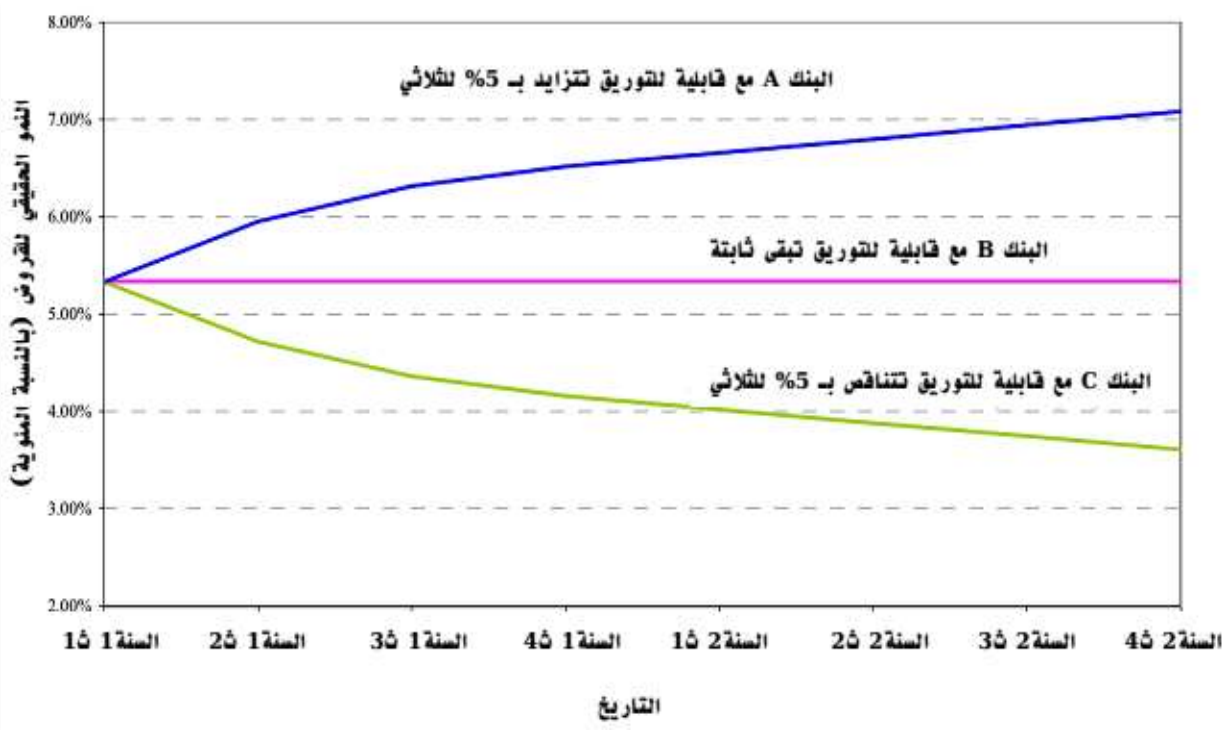
عدد المشاهدات	معامل التحديد R ²	مجموع التقديرات للصدمة النقدية وحدود تفاعل تباطؤ التوريق	مجموع متباينات الصدمة النقدية/ قيمة الاحتمال P-Value	تباطؤ السيولة تقدير/ قيمة الاحتمال P-Value	تباطؤ التوريق تقدير/ قيمة الاحتمال P-Value	القياس النقدي	المتغير التابع	مجموعة البنوك
(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
26,109	0.1515	0.01362 0.02169	(0.04430) 0.00000	0.08208 0.00000	0.02094 0.00000	فارق أسعار الفائدة على الأوراق التجارية وأذون الخزانة	نمو إجمالي القروض	كل البنوك
319,606	0.1535	0.02152 0.00273	(0.04861) 0.00000	0.08981 0.00000	0.03283 0.00000	فارق أسعار الفائدة على الأوراق التجارية وأذون الخزانة	نمو إجمالي القروض	البنوك الصغيرة
21,275	0.2018	(0.02017) 0.49204	(0.03701) 0.00616	0.10001 0.00000	0.04876 0.00467	فارق أسعار الفائدة على الأوراق التجارية وأذون الخزانة	نمو إجمالي القروض	البنوك الكبيرة

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 191.

لتوضيح تأثير مستوى التوريق على قرارات الإقراض المصرفي يفترض الباحثان فرق ثابت لأسعار الفائدة على ورقة تجارية وأذن خزانه مقداره 40 نقطة قاعدية، ونسبة سيولة تقدر بـ 20%، ونمو إجمالي الناتج المحلي السنوي بـ 3%. في ظل هذه الافتراضات، يكون تنبؤ نموذج الانحدار الذي تقدمه الدراسة كالتالي: سيؤدي مستوى التوريق الثابت المقدر بـ 40% إلى نمو مستقر قدره 5.3% في إجمالي القروض كل ثلاثة أشهر (كل فصل). وسيزيد النمو الإجمالي الفصلي للقروض من 5.3% إلى 7.1%، إذا سمحنا لمستوى التوريق أن يزيد بـ 5% في الثلاثي بالنسبة لـ 75% من حافظة قروض البنك. في المقابل، إذا كان مستوى التوريق يسجل انخفاض بـ 5% للثلاثي فإننا سنشهد تراجع في النمو الإجمالي الفصلي للقروض من 5.3% إلى ما يقارب 3.6%.

تبين النتائج بأن القدرة على توريق القروض القائمة تزود البنوك بمصدر تمويل إضافي، دونما استنزاف لأصولها السائلة، وتساهم في نمو إنشاءات القروض (أنظر الشكل رقم 23).

الشكل رقم (23): المستويات العليا لتوريق الأصول تزيد من معدل النمو الحقيقي للقروض



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) *Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets*. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 192.

ملاحظة:

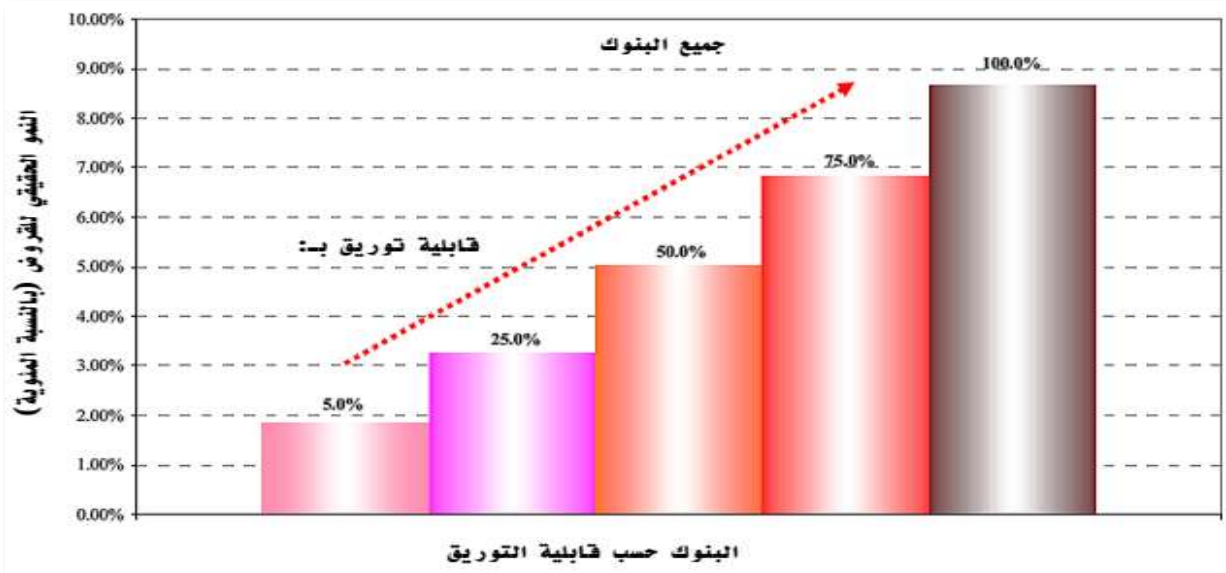
قابلية التوريق الابتدائية هي 40%.

رابعاً: المستويات العليا لتوريق الأصول تحد من أثر صدمة أسعار الفائدة في ظل ظروف معينة

يعمل التشديد المنبثق عن السياسة النقدية على تخفيض توافر الودائع المؤمن عليها «Insured Deposits»، ويؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة تكلفة التمويل للبنك. ومن أجل التصدي لمثل هكذا صدمة أسعار فائدة، تميل البنوك إلى الانكماش في أنشطتها الإقراضية، وهذا ما تؤكدُه الحصيلة السلبية للمعاملات على مؤشرات السياسة النقدية. من ناحية أخرى، يشير النموذج المُعد في هذا المحور من الدراسة إلى أن وجود التوريق سيخفف من الأثر السلبي لصدمة أسعار الفائدة، وهو ما يبدو جلياً من الحصيلة الإيجابية للمعاملات على حدود التفاعل بين السياسة النقدية ومؤشر التوريق.

لنفترض نسبة سيولة ثابتة مقدارها 20%، ونمو لإجمالي الناتج المحلي بـ 3%، وفارق ابتدائي لأسعار الفائدة على الأوراق التجارية وأذون الخزانة مقداره 50 نقطة قاعدية يتزايد بـ 10 نقاط قاعدية كل ثلاثي. هذا السيناريو المفترض، سيشهد فيه البنك نمواً في إجمالي القروض بحوالي 1.9% بعد أربعة ثلاثيات (فصول) من ارتفاع فارق الورقة والأذن إذا كان بمقدوره توريق أو بيع 5% فقط من حافضة قروضه. وسيرتفع معدل النمو الفصلي هذا إلى 8.7% عندما يكون البنك قادراً على توريق أو بيع 100% من حافضة قروضه (أنظر الشكل رقم 24).

الشكل رقم (24): المستويات العليا لتوريق الأصول تحد من أثر صدمات أسعار الفائدة



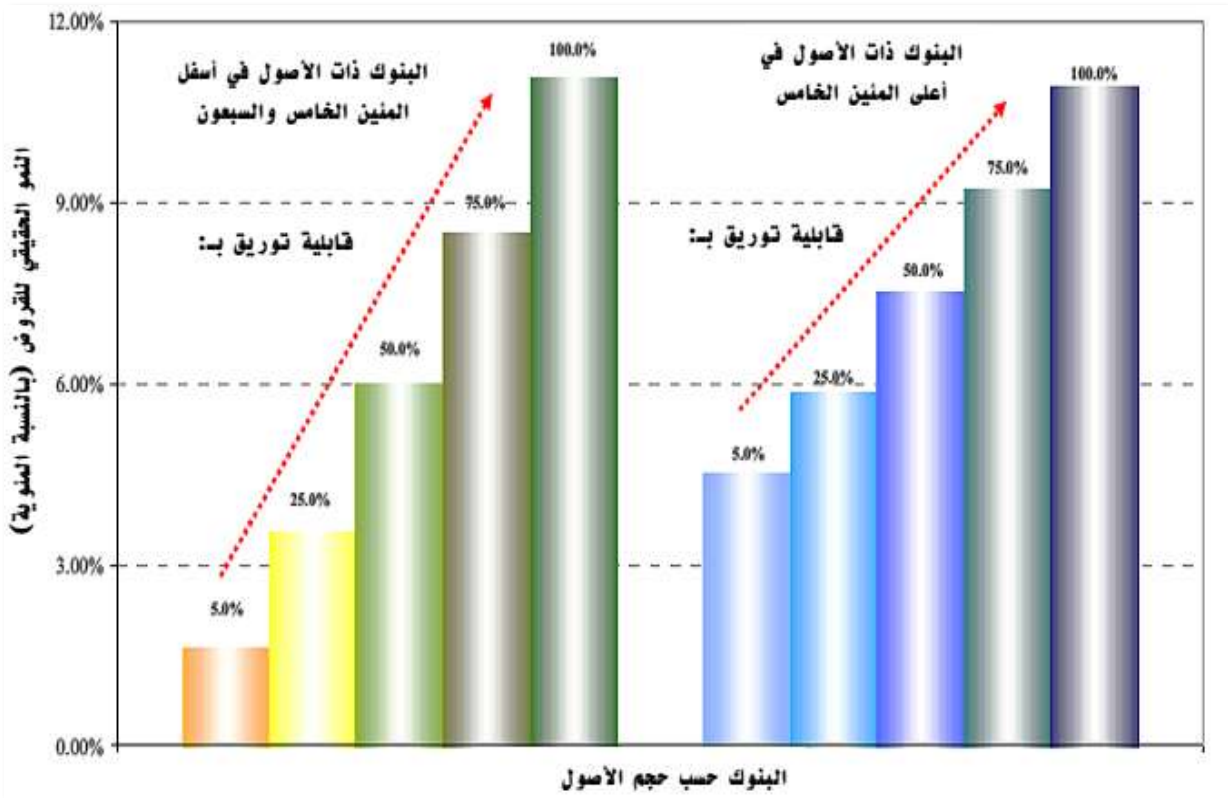
Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) *Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets*. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 194.

ملاحظات:

يتم قياس صدمة أسعار الفائدة من خلال الزيادة في الفوارق بين أسعار الفائدة على الأوراق التجارية بأجل استحقاق 3 أشهر وأسعار الفائدة على أذون الخزانة بأجل استحقاق 3 أشهر. حساب النمو الحقيقي للقروض يأخذ بعين الاعتبار الآثار التراكمية لصدمة أسعار الفائدة في الثلاثيات الأربع السابقة.

من أجل تقييم أكثر إيضاحاً لآثار التوريق وصددمات أسعار الفائدة على البنوك بمختلف أحجامها، يطبق السيناريو السابق على مجموعات البنوك الكبيرة والصغيرة. يبين الشكل رقم 25 أنه في حال تشديد السياسة النقدية، فإن المستويات العليا للتوريق يكون لها أثراً أكثر وضوحاً على البنوك الصغيرة مقارنةً بالبنوك الكبيرة، ويرجع هذا ربما إلى حقيقة كون البنوك الكبيرة لها إمكانية أكبر للوصول إلى أسواق رأس المال، ولديها عموماً مخاطر ائتمانية أقل. لذلك، عند مواجهة التشديد النقدي، تكون البنوك الكبيرة مازالت قادرة على الحصول على تمويل خارجي بتكلفة منخفضة نسبياً.

الشكل رقم (25): المستويات العليا للتوريق لها أثر أكثر وضوحاً على البنوك ذات الأصول في أسفل المئين الخامس والسبعون من البنوك ذات الأصول في أعلى المئين الخامس



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) *Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets*. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 195.

ملاحظات:

يتم قياس صدمة أسعار الفائدة من خلال الزيادة في الفوارق بين أسعار الفائدة على الأوراق التجارية بأجل استحقاق 3 أشهر وأسعار الفائدة على أذون الخزانة بأجل استحقاق 3 أشهر. حساب النمو الحقيقي للقروض يأخذ بعين الاعتبار الآثار التراكمية لصدمة أسعار الفائدة في الثلاثيات الأربع السابقة.

خامساً: التوريق ورأس المال المطلوب

يعرض الجدول رقم 15 نتائج تحليل رأس المال المطلوب. بما أن نسبة رأس المال الأساسي ونسبة رأس المال الإجمالي تعطي بشكل نوعي نتائج مماثلة، فإنه يتم عرض هنا النموذج فقط باستخدام نسبة رأس المال الأساسي كمتغير تابع. وللتغلب على مشكلة عدم الاستقرار المرتبطة بمتغير نسبة رأس المال، تم تنفيذ النموذج باستخدام الفروق الأولى للمتغيرات، باستثناء نمو صافي الدخل، ونمو القروض والنمو في المعروض النقدي (نمو «MZM»)، التي هي أساساً موجودة بالفعل في شكل "الفرق الأول".

الجدول رقم (15): ملخص نتائج انحدار السلاسل الزمنية المتغير التابع: نسبة رأس المال الأساسي

قيمة الاحتمال p-value	إحصائية للاختبار t stat	المعامل	المتغير
0.0392	-2.14	-0.0021	الحد الثابت «Intercept»
0.1589	-1.44	-0.0664	مؤشر قابلية التوريق (الفرق الأول)
0.0290	2.27	0.0196	نمو صافي الدخل
0.0015	3.44	0.1540	نمو القروض
0.0002	-4.16	-15.1162	احتياطي خسائر القروض (الفرق الأول)
0.1336	1.53	0.0026	فرق أسعار الفائدة (الفرق الأول)
0.3463	0.95	0.0290	نمو MZM

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 196.

تشير النتائج المبينة في الجدول إلى أن قابلية التوريق ترتبط سلباً مع نسب رأس المال، إلا أنها ليست ذات دلالة إحصائية. وبالتالي، لا يوجد هناك دليل على أن توريق الأصول يؤثر على نسب رأس المال. على هذا الأساس، فإن نتائج "Sabry & Okongwu, 2009" لا تتفق مع دراسة "Dionne & Harchaoui, 2003"، لأن هذه الأخيرة تذهب إلى أن التوريق يساعد البنوك على خفض رأس المال. ونجد، حسب الجدول أعلاه، بأن معاملات الارتباط الإيجابية على نمو صافي الدخل ونمو القروض والفرق بين معدلات الخزانة أجل عشر سنوات ومعدلات الخزانة أجل سنتين، حيث المتغيرات ارتبطت مع ربحية البنوك، يتماشى مع النتائج التي تم التوصل إليها من قبل "d'Avack & Levasseur, 2007" فيما يتعلق بدراسة محددات رؤوس الأموال الوقائية في بلدان أوروبا الوسطى وأوروبا الشرقية «The Determinants of Capital Buffers in CEECs»، أين ينسبون هذه العلاقة الإيجابية إلى إمكانية أن البنوك تستخدم الأرباح لتعزيز مساهمتها في رأس المال. أما الأثر الإيجابي للمتغير (نمو «MZM») فيدل حسب "Sabry & Okongwu, 2009" على أن البنوك تحتفظ بالمزيد من رأس المال خلال فترات الانكماش الاقتصادي.

المطلب الرابع: النتائج التجريبية لأثر التوريق على تشتت المخاطر في ظل الأزمة المالية

يُعتبر تحليل نمو قروض البنوك ونشاط التوريق لسنتي 2007 و2008 أمراً صعباً نسبياً، فمؤشرات السوق على اختلافها، خلال هذه الفترة وحتى بعدها (في 2009) تشير إلى النفور الشديد من المخاطر من قبل المستثمرين، وإحجام البنوك على الإقراض حتى على المدى القصير. إلى غاية سنة 2009 والمؤشرات العالمية في انخفاض بشكل كبير، والإقراض بالنسبة لجميع مستويات الائتمان، وليس فقط القروض عالية المخاطر، بقي ضعيفاً خلال هذه الفترة ودخلت معظم الاقتصادات مرحلة الركود.

لقد بقت البنوك محجمة عن الإقراض على الرغم من مجموعات الحوافز الحكومية المختلفة، ولقد كان العائد على أدون الخزنة يميل إلى الانخفاض منذ جانفي 2007 لينخفض بشكل ملحوظ متجهاً نحو الصفر تقريباً أثناء انهيار *«Bear Stearns» في مارس 2008، ليعاود الكرة مرة أخرى في سبتمبر. هذا المستوى من التوتر الذي عرفته السوق يعكس حجم الأزمة المالية وحجم الذعر الذين كانا سائدين آنذاك.

كان مأل التوريق إلى التوقف تقريباً، خلال الفترة الزمنية نفسها، حيث انخفض إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول «ABS» من 323 مليار في الثلاثي الأول من سنة 2007 إلى 4,5 مليار في الثلاثي الرابع لسنة 2008، أي انخفاض بـ 99%. وانخفض كذلك إصدار الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS»، لا سيما تلك التي تخص «Fannie Mae» و«Freddie Mac»، من 540 مليار في الثلاثي الأول من سنة 2007 إلى 222 مليار في الثلاثي الرابع لسنة 2008، أي انخفاض بـ 59%.

توقعت النماذج المستخدمة في هذه الدراسة بأن الانخفاض في أنشطة التوريق سيكون له أثر سلبي على كل أنواع القروض، وليس فقط القروض الرهنية العقارية. ومع ذلك، فإن النفور المستمر من المخاطر جعل البنوك في تلك الحقبة غير مستعدة للإقراض وكل الأسواق، بما في ذلك ديون الشركات والأوراق التجارية وغيرها، لأنها قد عانت تبعاً لذلك. وبما أن السيولة عادت مرة أخرى إلى الأسواق إلا أنه من المتوقع، حسب هذه الدراسة، بأن يكون هناك تأثير سلبي معتبر على قروض البنوك في حالة ما بقي التوريق في مستوياته المنخفضة التي وصل إليها، فبدون التوريق لتحويل القروض (أصول غير سائلة) إلى أوراق

* وهو أحد أكبر البنوك الاستثمارية وشركات المضاربة في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم، تأسس عام 1923 من قبل " Joseph Bear" و"Robert Stearns" و"Harold Mayer"، وأعلن إفلاسه والاستحواذ عليه من قبل بنك «JPMorgan Chase» في السادس عشر من شهر مارس 2008.

مالية، لن يكون بالإمكان عودة البنوك إلى مستويات نمو القروض التي عرفتها قبل الأزمة، على اعتبار أن البنوك فقدت مصدراً رئيسياً لتمويل عملياتها.

بشكل عام، يُظهر هذا المحور من الدراسة أهمية ومزايا التوريق بالنسبة لأنشطة الإقراض المصرفي. لقد تم قياس قدرة البنك على توريق القروض القائمة من خلال بناء مؤشر يجسد هيكل حافظة قروض كل بنك إضافةً إلى مستوى التوريق في مجمل السوق الأمريكية. تشير نتائج دراسة "Sabry & Okongwu, 2009" إلى أن التوريق، باعتباره مصدر إضافي للأموال السائلة، يزيد من أنشطة الإقراض المصرفي، وأن مستويات التوريق العالية توفر كذلك حماية ضد صدمات أسعار الفائدة غير الملائمة، الناجمة عن التشديد في السياسة النقدية. على نحو تقليدي، قد تشهد البنوك انخفاضاً في إنشاءات القروض عندما يعمد الاحتياطي الفيدرالي إلى رفع أسعار الفائدة، لكن اللجوء إلى سوق التوريق قد يؤدي ربما إلى موارد هذا الأثر السلبي عبر توفير مصدر تمويل بديل ذو تكلفة منخفضة نسبياً. ثم يخلص "Sabry & Okongwu, 2009" في النهاية إلى وجود علاقة سلبية ما بين التوريق والمساهمة في رأس مال البنك، غير أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية، كما أن التحليل المنبثق عن هذه الدراسة لا يدعم فرضية أن التوريق يمكن أن يمنح البنوك فرصة للاحتفاظ برأس مال أقل.

المبحث الخامس: أثر التوريق على السيولة

من الناحية النظرية يتم هيكلة عملية التوريق بضوابط رقابية وتوازنات داخلية بحيث يكون لكل مشارك حافز لمراقبة أداء الآخرين. ومن المتوقع أن يكون لمقدمي (مُنشئي) القروض والقائمين على إدارتها معايير موحدة يتم مراقبتها وتطبيقها من جانب مشاركين آخرين في العملية، بحيث يكون لديهم كل الحوافز الاقتصادية للقيام بذلك. يعمل المستثمرون على المراقبة المباشر لأداء الضمانات الأساسية، حيث تستخدم هذه الأخيرة كمقياس موضوعي للجودة واتساق إنشاء القروض وإدارتها.

يهدف هذا القسم من الدراسة أولاً إلى توثيق النمو في عدد منشئي القروض والقائمين على إدارتها في ظل الاستخدام المتزايد للتوريق وذلك باستخدام البيانات المستسقاة من «HMDA» حول الجهات المبلّغة، حيث سيتم تصنيف المقرضين إلى أحد الفئات الأربع التالية استناداً إلى الجهة التي تقوم بالإبلاغ: (1) البنوك، (2) شركات الرهن العقاري، (3) مؤسسات الادخار «Thrifts»، و(4) الاتحادات الائتمانية «Credit Unions». ثانياً، اختبار أداء القروض المورقة كمجموعة تابعة (فرعية) لكل القروض الرهنية العقارية من خلال مقارنة معدلات التأخر* «Delinquency Rates» لجميع القروض مقابل فقط تلك التي تم توريقها، وهذا بالنسبة للقروض عالية المخاطر «Subprime» والقروض البديلة من الفئة «A** Alternative A Loan» «ALT-A» والقروض الضخمة «Jumbo loans»، خلال الفترة الممتدة من أبريل 1997 إلى مارس 2007، حيث سيتم اختبار ما إذا كان توزيع معدلات تأخر السداد بالنسبة لجميع القروض والقروض المورقة فقط هي نفسها. كما يهدف هذا القسم من الدراسة إلى تقييم النمو في الحجم والنوع ونسبة القروض الرهنية العقارية التي يتم توريقها وبيعها، والقيام بإجراء تحليل تجريبي لتقلب فروق العائد على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» والأوراق المالية المدعومة برهن تجاري «CMBS» لتحديد ما إذا قد تم تداول القروض الرهنية العقارية المورقة على نطاق محدود من خلال دراسة ما إذا كان تقلب فروق العائد للأصول المورقة انخفض مع مرور الوقت وذلك بالتركيز على عدد من مؤشرات الأوراق المالية المدعومة

* معدل التأخر «Delinquency Rate» هو نسبة القروض، ضمن حافظة القروض، التي لها دفعات متأخرة. وببساطة هو عدد القروض التي لها دفعات متأخرة مقسوماً على العدد الإجمالي للقروض التي تحتفظ بها المؤسسات.

** القرض البديل من الفئة «A» «ALT-A Loan» هو تصنيف للقروض الرهنية العقارية، أين حجم المخاطرة يتموضع ما بين القروض من الدرجة الأولى (المتمازة) والقروض من الدرجة الثانية (عالية المخاطر). المقترضون خلف هذه القروض عادة ما يتمتعون بتاريخ انتمائي نظيف، لكن القرض الرهن العقاري في حد ذاته هو الذي سيكون له عموماً بعض المشاكل التي تزيد من حجم مخاطرته، حيث تشمل هذه المشاكل نسب عالية لكل من القرض إلى القيمة «LTV Ratio» والدين إلى الدخل «Debt-To-Income»، أو وثائق غير مكتملة لدخل المقترض، حيث يعد هذا المشكل الأخير المتمثل في عدم اكتمال الوثائق بمثابة السبب الرئيسي وراء تصنيف القرض إلى «قرض بديل من الفئة أ».

برهن عقاري والأوراق المالية المضمونة برهن تجاري، لاسيما «Merrill Lynch MBS Master Index»، «Merrill Lynch CMBS Fixed Rate AAA Index» و«Merrill Lynch CMBS Fixed Rate Large Cap Index» وغيرها من المؤشرات، على اعتبار أن المستثمرين قد اكتسبوا ثقة في قدرتهم على تحديد سعر هذه الأصول.

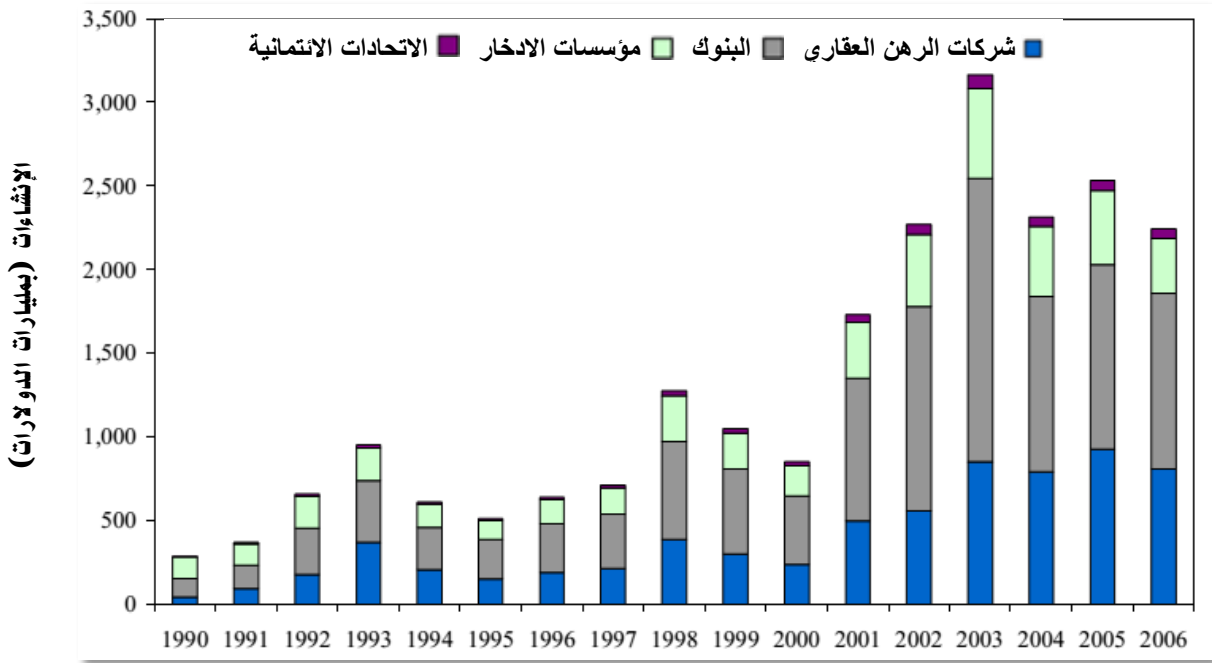
سنعتمد في هذا المحور من الدراسة على المعطيات البيانية المستخدمة في دراسة " Sabry & Okongwu, 2009" وما استخلصناه من نتائج لدراسة أثر التوريق على السيولة، حيث سنتطرق أولاً إلى النمو فيما يتعلق بتقديم القروض وإدارتها، ثم بعد ذلك إلى أداء القروض الرهنية العقارية المورقة مقابل القروض الرهنية العقارية ككل. وسنتناول بالدراسة أيضاً السيولة والنمو في المنتجات الرهنية العقارية المختلفة، وكذا تقلبات فروق العائد على الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية سكنية وتجارية. وأخيراً نستعرض النتائج التجريبية المستخلصة من دراسة أثر التوريق على السيولة ومناقشتها في ضوء الأزمة الائتمانية للرهن العقاري.

المطلب الأول: النمو في إنشاءات القروض وإدارتها

للمستثمرين في القروض الرهنية العقارية (أين العديد منهم هم أنفسهم منشئون و/أو قائمون على إدارتها) مصلحة اقتصادية مباشرة في نوعية واتساق معايير إنشاء وإدارة القروض، وكنيجة لذلك فإنه يفترض في هذه المعايير مراقبة أداء منشئي القروض والقائمين على إدارتها، فلقد أدى نمو التوريق إلى النمو في عدد منشئي القروض الرهنية العقارية.

يوضح الشكل رقم 26 حصة القروض الرهنية العقارية بحسب نوع المقرض. باستخدام البيانات المستسقاة من «HMDA» حول جهات الإبلاغ، يُصنف المقرضون إلى أحد الفئات الأربع التالية: (1) البنوك، (2) شركات الرهن العقاري، (3) مؤسسات الادخار، و(4) الاتحادات الائتمانية (أو ما يعرف كذلك باتحادات التسليف). شهد مقرضو الرهن العقاري من غير البنوك تنامياً في حجم وحصة الإنشاءات على حد سواء، وذلك منذ سنة 1990، فلقد نمت الإنشاءات من قبل المقرضين غير المصرفيين من 172 مليار \$ في سنة 1990 إلى 1.193 مليار سنة 2006، أي نمو بنسبة 593%. أما بالنسبة لشركات الرهن العقاري تحديداً فقد ارتفعت إنشاءات القروض تقريباً من 43 مليار \$ في 1990 لتبلغ 809 مليار \$ في 2006، وهو ما يمثل زيادة في حصة إجمالي الإنشاءات من 15% إلى 36%.

الشكل رقم (26): الإنشاءات بحسب نوع المُقرض - من 1990 إلى 2006



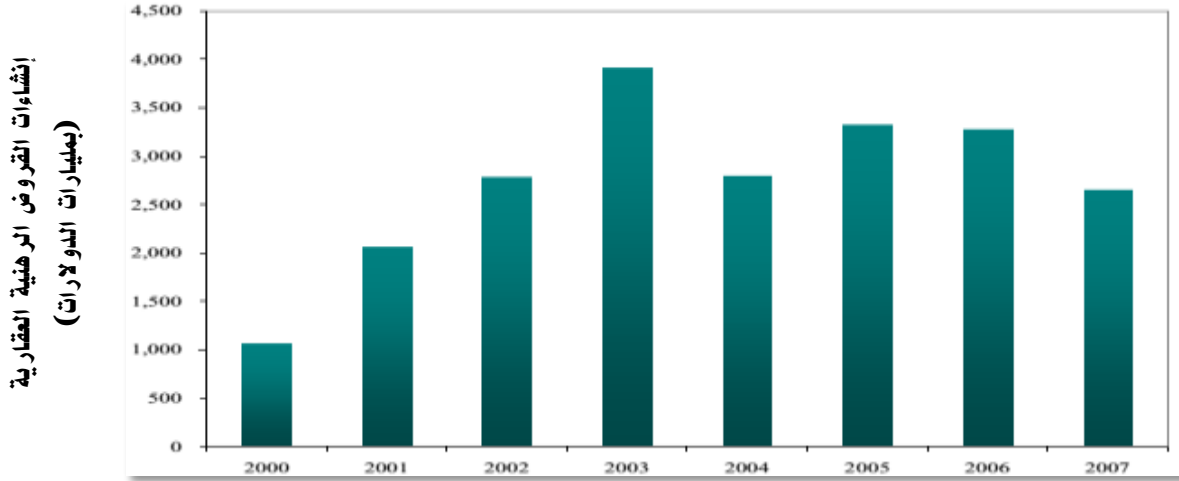
المصادر والملاحظات:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 204.

- بيانات قانون الإفصاح للقروض الرهنية العقارية السكنية «HMDA»، سجلات طلبات القروض.
- تم تحديد نوع المقرض من قبل الجهة المُبلّغة عن كل مقرض:
- المقرضون اللذون يقعون ضمن دائرة اختصاص مكتب مراقب العملة «Office of the Comptroller of the Currency»، نظام الاحتياطي الفيدرالي «Federal Reserve System»، أو المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع «Federal Deposit Insurance Corporation» يتم تصنيفها بأنها بنوك.
- المقرضون اللذون يقعون ضمن دائرة اختصاص مكتب الإشراف على مؤسسات الادخار «Office of Thrift Supervision» يصنفون على أنهم مؤسسات ادخار.
- المقرضون تحت الإدارة القومية للاتحادات الائتمانية «National Credit Union Administration» تعتبر اتحادات ائتمانية، وتلك التي تقع تحت اختصاص دائرة الإسكان وتنمية المجتمع «Department of Housing and Urban Development» تعتبر شركات رهن عقاري.

ارتفعت الإنشاءات لأفضل 100 منشئ (من حيث الحجم) في سوق الرهن العقاري من 1.067 مليار \$ في سنة 2000 إلى أكثر من 2.650 مليار \$ في 2007. هذا النمو موضح في الشكل رقم 27 أدناه.

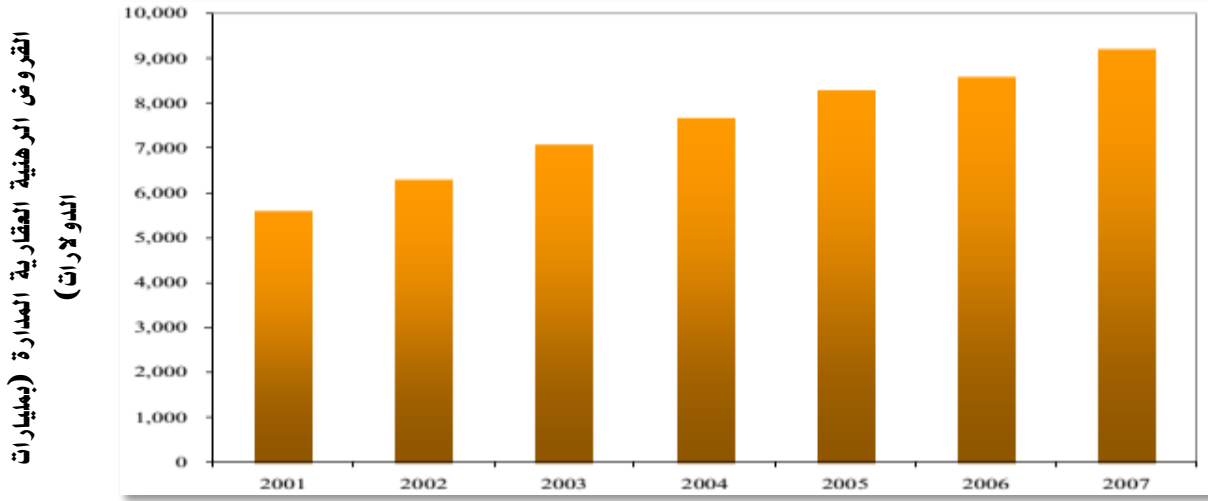
الشكل رقم (27): حجم إنشاءات القروض الرهنية العقارية لأفضل 100 منشئ خلال الفترة 2000-2007



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 205.

على نحو مماثل، شهد العقدين الماضيين نمواً سريعاً في مؤسسات إدارة قروض الرهن العقاري، كما هو مبين في الشكل رقم 28 الذي يُظهر حجم القروض الرهنية العقارية المدارة من قبل أكبر 100 مؤسسة مديرة لقروض الرهن العقاري (من حيث الحجم). ففي سنة 2001، قامت أكبر 100 مؤسسة مديرة لقروض الرهن العقاري بإدارة ما يقارب 5.600 مليار \$ من القروض الرهنية العقارية، في حين ارتفع حجم هذه القروض، المدارة من قبل أكبر 100 مؤسسة مديرة لقروض الرهن العقاري، إلى 9.206 مليار \$، أي بزيادة قدرها 64%.

الشكل رقم (28): حجم القروض الرهنية العقارية المدارة من قبل أكبر 100 مؤسسة مديرة لقروض الرهن العقاري خلال الفترة 2001-2007

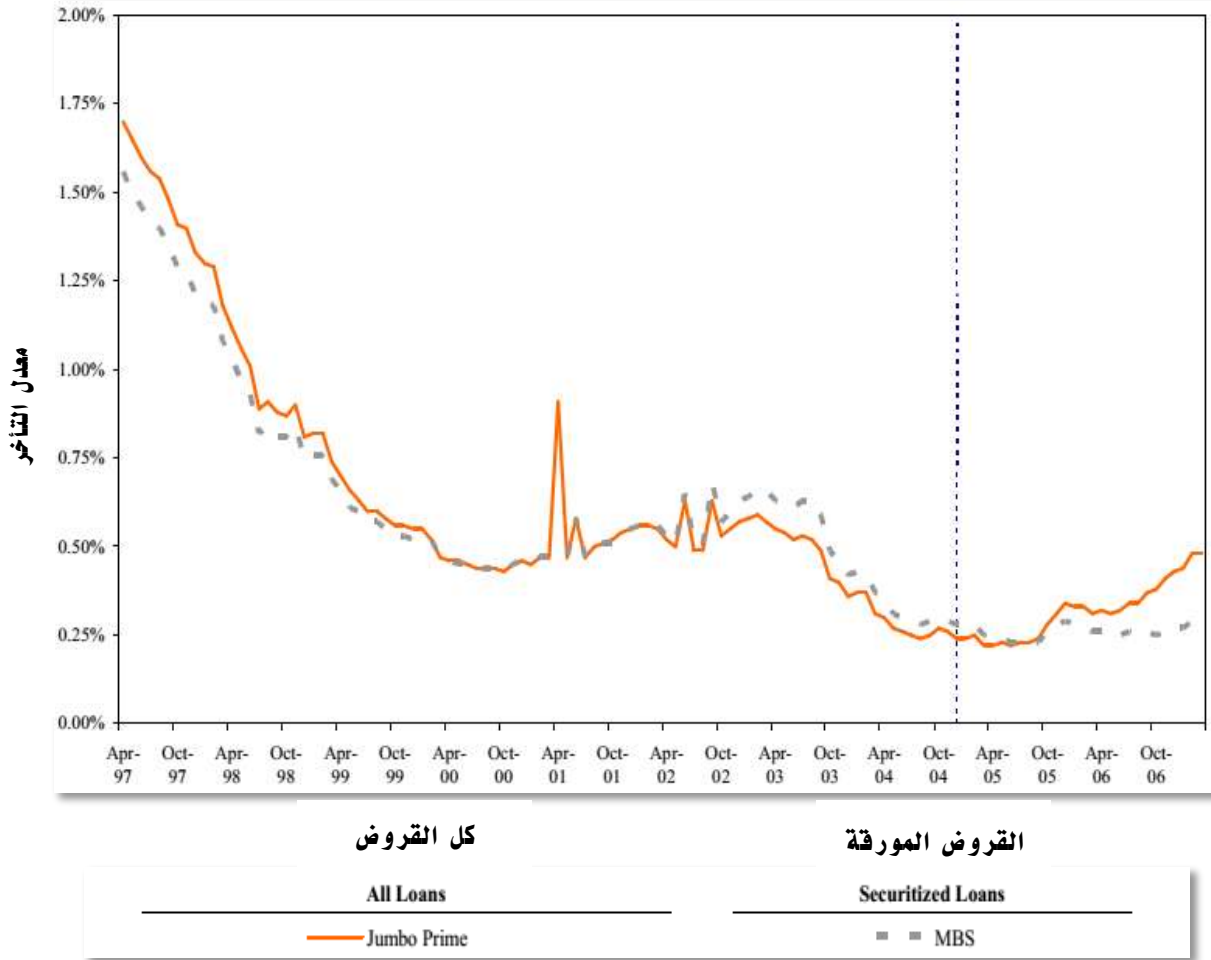


Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 206.

المطلب الثاني: أداء القروض الرهنية العقارية

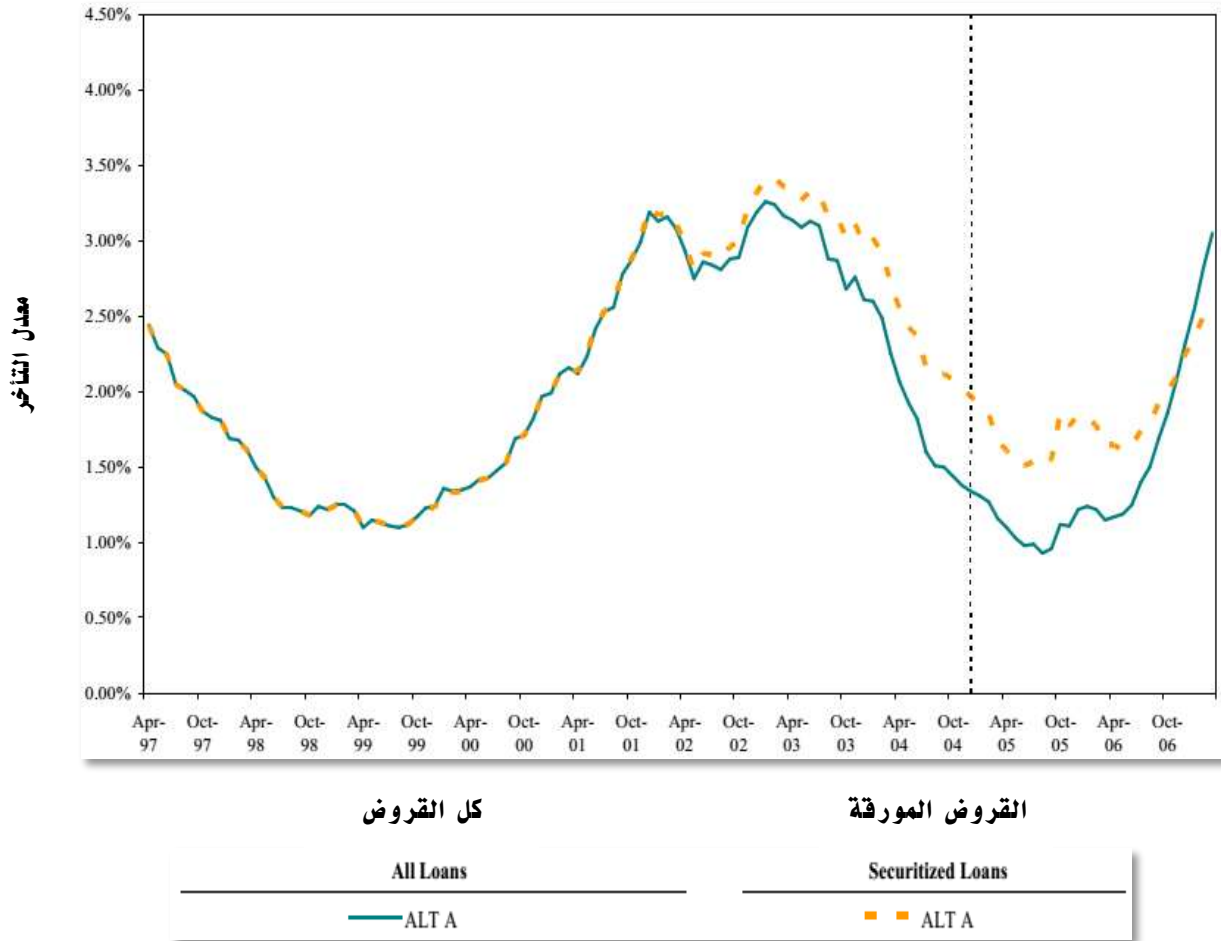
في هذا المطلب يتم اختبار أداء القروض الرهنية العقارية من خلال مقارنة معدلات التأخر لجميع القروض في مقابل معدلات التأخر لتلك التي تم توريقها فقط، وذلك بتقييم الفروق إن وجدت، حيث يتم استخدام معدلات التأخر حسب نوع القرض «Jumbo, Subprime, and Alt-A» من «LoanPerformance» بالنسبة لجميع القروض وللقروض التي تم توريقها خلال الفترة الزمنية الممتدة من أبريل 1997 إلى مارس 2008. تُبرز الأشكال رقم 29، 30 و 31 أدناه معدلات التأخر لمختلف أنواع القروض.

الشكل رقم (29): معدلات التأخر لجميع القروض الضخمة «Jumbo Loans» وللقروض الضخمة المورقة «Securitized Jumbo Loans»، أبريل 1997 - مارس 2007



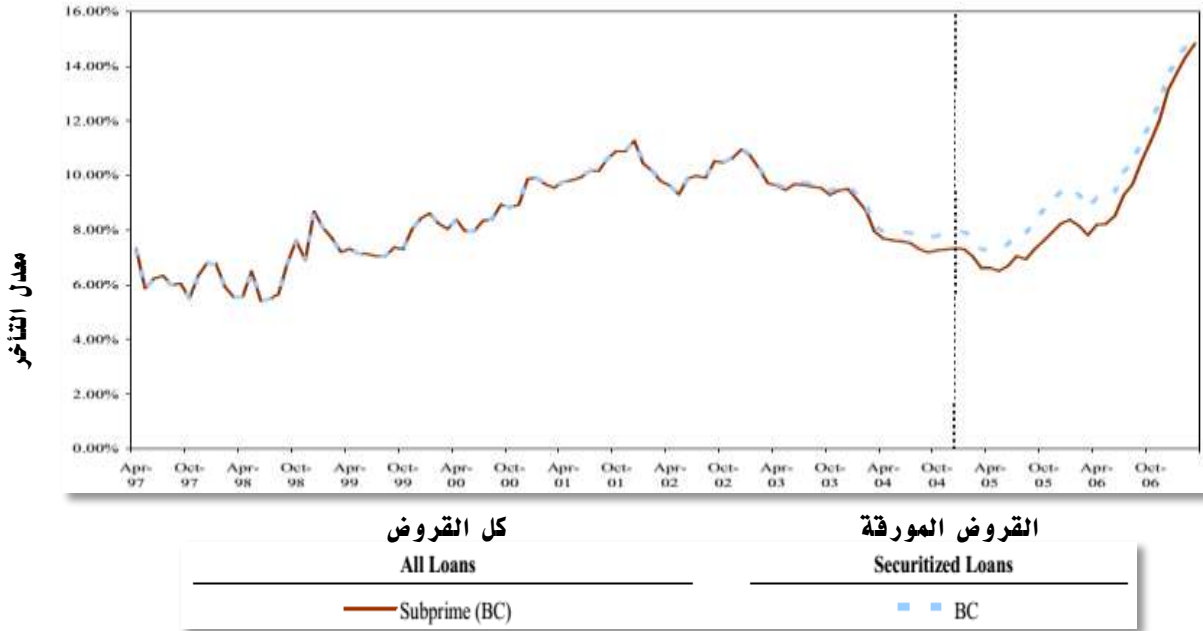
Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 207.

الشكل رقم (30): معدلات التأخر لجميع القروض البديلة من الفئة "أ" «Alt-A Loans» وللقروض البديلة من الفئة "أ" المورقة، أبريل 1997 - مارس 2007



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 208. **From:** LoanPerformance

الشكل رقم (31): معدلات التأخر لجميع القروض عالية المخاطر «Subprime Loans» وللقروض عالية المخاطر المورقة، أبريل 1997 - مارس 2007



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 209. **From:** LoanPerformance

ملاحظات:

تشير BC بشكل عام إلى أي قرض يتم تصنيفه على أنه عالي المخاطر (منخفض الجودة)، أو قرض من الفئة «B» أو «C». يعرض الجدول رقم 16 أبحاث نتائج اختبارات التوزيع على معدلات التأخر بين جميع القروض والقروض المورقة فقط فيما يتعلق بالأسواق الثلاثة: «Jumbo, Alt-A, and Subprime». يتم استعراض معدلات التأخر خلال ثلاث فترات زمنية: (1) أبريل 1997 إلى مارس 2007، (2) أبريل 1997 إلى ديسمبر 2004، و(3) جانفي 2005 إلى مارس 2007. يفحص الاختبار T^* واختبار $KolmogorovSmirnov^*$ ما إذا كانت توزيعات جميع القروض والقروض المورقة فقط متماثلة، حيث تكمن فرضية العدم في أن العينتين مستمدتين من نفس التوزيع.

* اختبار T «t-test» هو اختبار لمعرفة دلالة الفروق بين متوسطين. وهو أي اختبار فرضية إحصائية يتبع فيه الاختبار الإحصائي توزيع «T student» إذا كانت فرضية العدم مدعومة. ويُطبق بشكل أكثر شيوعاً عندما يتبع الاختبار الإحصائي توزيع احتمالي طبيعي إذا ما كانت قيمة مصطلح التدرج في الاختبار الإحصائي معروفة. وعندما يكون مصطلح التدرج غير معروف ويُستبدل بتقدير مبني على البيانات، يتبع الاختبار الإحصائي (تحت ظروف معينة) توزيع «T student».

** «KolmogorovSmirnov-test» هو اختبار إحصائي يُقارن توزيع المجتمع الإحصائي من خلال عينتين مستقلتين مأخوذتين من هذا المجتمع. ويمكن استخدامه لمقارنة أي توزيع نظري «Theoreticl distribution» مع التوزيع المشاهد «Observed distribution». يسمى في بعض الأحيان حسن المطابقة «Goodness of fit»، وهو يحدث في بعض قوانين القياسات البليومتريّة «Bibliometrics» وفي الرياضيات والحقول الأخرى.

الجدول رقم (16): اختبارات التوزيع لجميع القروض وللقروض المورقة فقط حسب نوع القرض

Loan Type	Date Range		Test	P-Value	Reject Null?
	From	To			
Jumbo	April-97	March-07	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.5669	No
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.5669	No
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.3056	No
	April-97	December-04	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.7682	No
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.7682	No
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.8815	No
	January-05	March-07	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.0004	Yes
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.0008	Yes
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.0000	Yes
ALT-A	April-97	March-07	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.0686	No
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.0686	No
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.0244	Yes
	April-97	December-04	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.3021	No
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.3021	No
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.5335	No
	January-05	March-07	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.0060	Yes
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.0067	Yes
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.0000	Yes
Subprime	April-97	March-07	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.3372	No
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.3372	No
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.3876	No
	April-97	December-04	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.7927	No
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.7927	No
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.8815	No
	January-05	March-07	T-Test (Pooled - Equal Variances)	0.2275	No
			T-Test (Satterthwaite - Unequal Variances)	0.2275	No
			Kolmogorov-Smirnov Test	0.0996	No

المصادر والملاحظات:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 210.

- معدلات التأخر مستقاة من دراسة «LoanPerformance».
- داخل كل نوع من أنواع القروض، يتم اختبار معدلات التأخر لجميع القروض (كما تم الحصول عليها من قاعدة بيانات «LoanPerformance» لإدارة القروض) في مقابل معدلات التأخر للقروض المورقة فقط (كما تم الحصول عليها من قاعدة بيانات «LoanPerformance» للأوراق المالية).
- تخص معدلات التأخر من قاعدة بيانات الأوراق المالية المنتجات التقليدية - أي تلك التي هي ليست قروض الفائدة فقط «Interest-only loans» أو القروض بمعدل فائدة قابل للتعديل من النوع «Option ARMs».
- يستخدم مستوى دلالة 5% لتقييم ما إذا كانت فرضية العدم «Null Hypothesis» مرفوضة.

بالنسبة للقروض العقارية عالية المخاطر فإنه لا يمكننا رفض فرضية العدم أن معدلات التأخر هي نفسها بالنسبة للقروض المورقة ولجميع القروض. وتعتبر النتائج مختلطة بالنسبة للقروض البديلة من الصنف "أ" والقروض الضخمة، خصوصاً فيما يتعلق بالفترة الأخيرة 2005 إلى 2007. في بداية الفترة، أي من أبريل 1997 إلى ديسمبر 2004، فإنه لا يمكن بالنسبة لجميع الأنواع الثلاثة من القروض رفض فرضية العدم القاضية بأن معدلات التأخر بالنسبة لكل ما يقابل القروض المورقة هي نفسها. بالنسبة للقروض الضخمة والقروض البديلة من الصنف "أ" فإن آخر الفترة، أي من جانفي 2005 إلى مارس 2007، تشير إلى وجود اختلاف ما بين المجموعتين، برغم رفض فرضية العدم من قبل جميع الاختبارات الثلاث.

إجمالاً، يمكننا القول بأنه في الحين الذي تختلف فيه معدلات التأخر للقروض المورقة عن تلك المتعلقة بجميع القروض بالنسبة للقروض البديلة من الصنف "أ" «Alt-A» والقروض الضخمة «Jumbo» خلال الفترة من 2005 إلى 2007، فإننا نجد بأنها كانت متماثلة على امتداد فترة أطول، من 1997 إلى 2007. إضافةً إلى ذلك، فإن معدلات التأخر للقروض المورقة من نوع «Subprime» لا تختلف إحصائياً عن معدلات التأخر لجميع القروض عالية المخاطر، حتى في السنوات الأخيرة.

المطلب الثالث: السيولة وتقلبات فروق العائد للأوراق المالية «MBS/CMBS»

عادةً ما اعتبر التوريق قبل الأزمة على أنه وسيلة فعالة لاستبدال الأصول غير السائلة بأوراق مالية سائلة، مثل سندات «MBS» و«CMBS» وغيرها، ولقد كان لإنشاء السوق الثانوية دور بارز بالنسبة لكل أنواع القروض، أو على الأقل البعض منها في زيادة السيولة في سوق الإسكان، حيث عملت السوق الثانوية على توفير رأس مال رهني عقاري إضافي متاح في الأجزاء من البلاد أين كانت هناك الحاجة إلى ذلك.

سننظر في هذا المطلب إلى السيولة والنمو في مختلف منتجات الرهن العقاري، ومن ثم تناول التقلب في فروق العائد للأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية سكنية وتجارية.

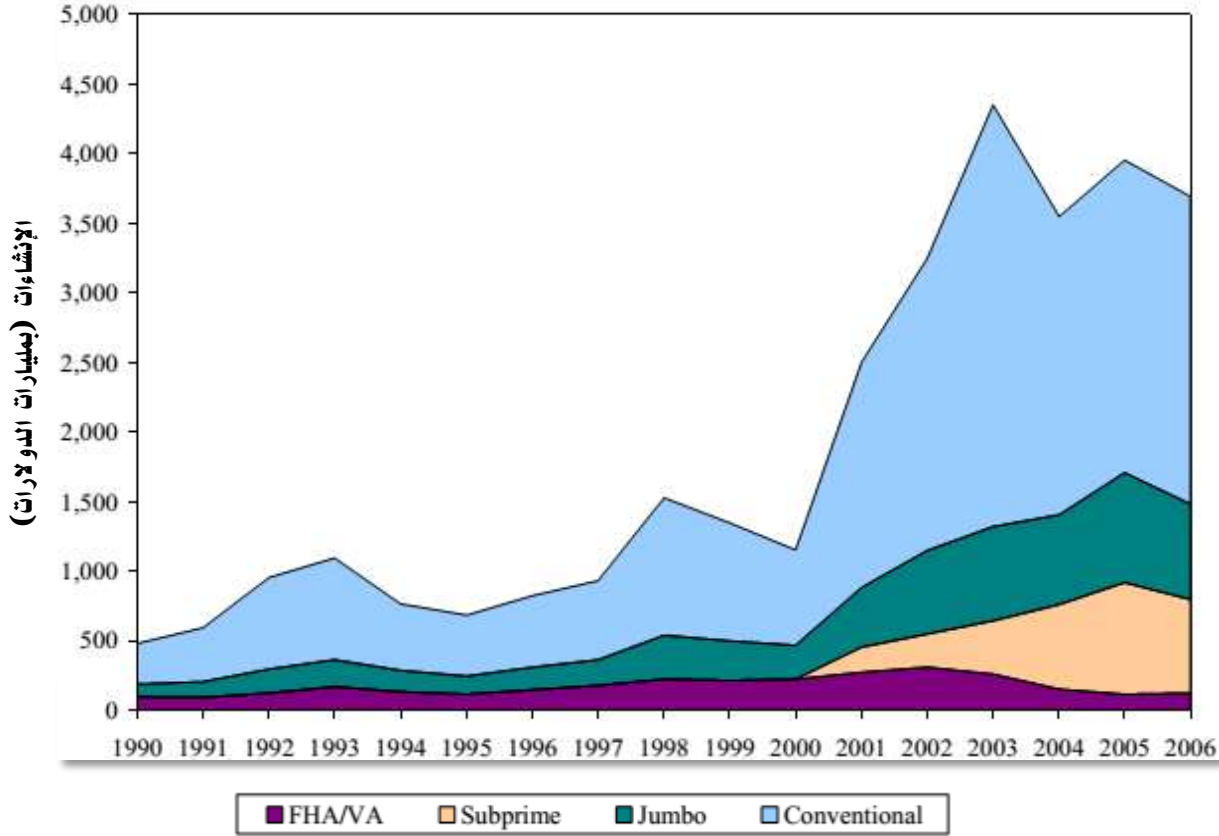
أولاً: السيولة

لقد أدى التوريق إلى ظهور سوق تتمتع بالعمق والسيولة، أين يمكن فيها بيع القروض الرهنية العقارية. ولأن لهذه السوق ميزة وفورات الحجم* «Economies of scale» فإنها تعتبر أكثر فعالية من مبيعات القروض

* وفورات الحجم أو اقتصادات الحجم أو اقتصاديات السعة تعني انخفاض متوسط التكلفة الكلية في الأجل الطويل كلما ارتفع حجم إنتاج المنشأة. وهو مصطلح مرتبط باقتصادات الإنتاج الواسع النطاق، حيث تؤدي الزيادات المطردة في الإنتاج إلى انخفاض متوسط (أو وحدة) التكاليف على المدى الطويل.

الفردية. وكما تم التطرق إليه أعلاه، فلقد كان هناك نمو معتبر في القروض الرهنية العقارية المورقة وارتفاع في عدد منتجات الرهن العقاري كما هو موضح في الشكل رقم 32.

الشكل رقم (32): الإنشاءات حسب نوع المنتج خلال الفترة 1990-2006



المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p.212.

- مكتب مراقبة مؤسسات الإسكان الفيدرالية «The Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)» و «SourceMedia».
- «Conventional» تمثل الإنشاءات التقليدية غير الضخمة «Non-Jumbo». «Jumbo» تمثل الإنشاءات الضخمة التقليدية
- مكتب مراقبة مؤسسات الإسكان الفيدرالية «The Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)».
- «FHA»: الإدارة الفدرالية للإسكان «Federal Housing Administration». (VA): إدارة المحاربين القدامى «Veterans Administration».

ثانياً: تقلبات فروق العائد للأوراق المالية «MBS/CMBS»

لرصد هذه التقلبات يتم فحص ما إذا تم تداول القروض الرهنية العقارية المورقة على نطاق أضيق، طالما أن المستثمرين اكتسبوا ثقة في قدرتهم على تسعير هذه الأصول، وذلك من خلال دراسة ما إذا كان

تقلب فروق العائد للأصول المورقة قد انخفض مع مرور الوقت. لتحقيق ذلك، تم التركيز على عدد من مؤشرات الأوراق المالية* المدعومة برهن عقاري «MBS» والأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS»، تتمثل على وجه الخصوص في «Merrill Lynch MBS Master Index»، «Merrill Lynch CMBS Fixed Rate AAA Index»، «Merrill Lynch CMBS Fixed Rate Large Cap Index»، وبعض المؤشرات الأخرى لـ «Merrill Lynch»، كما هو مبين أسفله، التي تستخدم لتقييم الأداء من خلال تتبع عوائد السندات، حيث يتم الحصول على بيانات هذه المؤشرات من «Bloomberg, LP».

مؤشرات الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري:

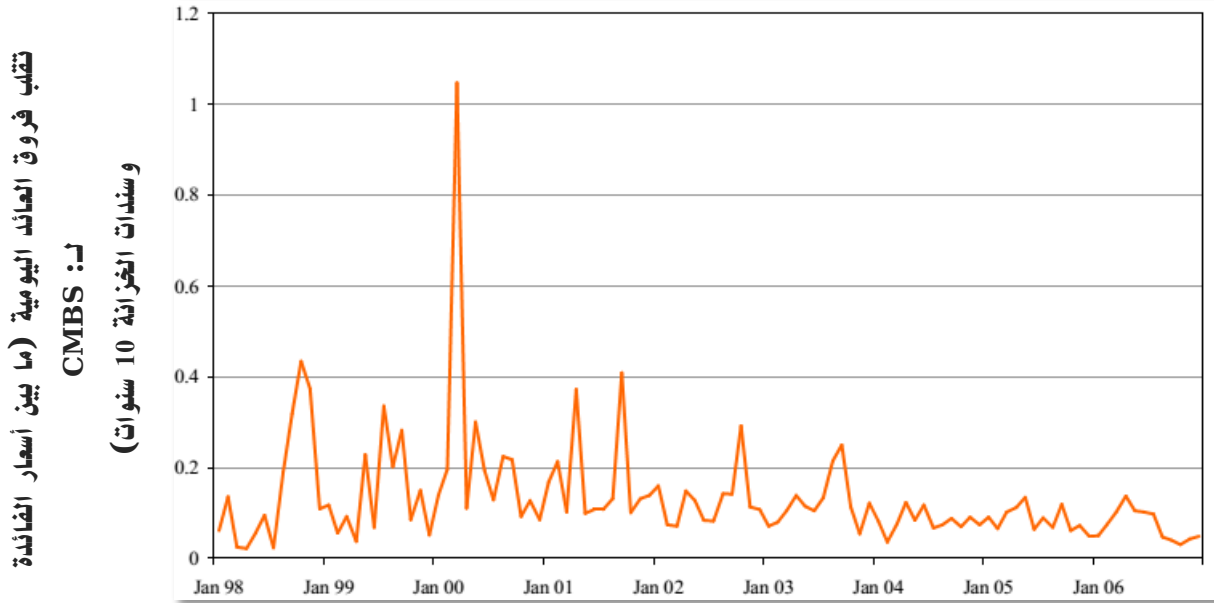
- Merrill Lynch Mortgage-Backed Securities (MBS) Master Index
- Merrill Lynch MBS Large Cap Index
- Merrill Lynch MBS 15-Year Maturity Index
- Merrill Lynch MBS 30-Year Maturity Index
- Merrill Lynch Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) Fixed Rate AAA Index
- Merrill Lynch Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) Fixed Rate BBB Index
- Merrill Lynch CMBS Fixed Rate "10+"-Year Maturity Index
- Merrill Lynch CMBS Fixed Rate Large Cap Index

للأخذ بعين الاعتبار تأثير سندات الخزانة على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، يتم تحديد المتغير التابع الخاص بالدراسة على أنه تقلب شهري سنوي للفرق اليومي ما بين العوائد على مؤشر الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري والمؤشر المرجعي لسندات الخزانة** «Treasury Benchmark»، حيث يستخدم العائد على سند خزانة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات كمؤشر مرجعي. يتم استخدام في هذه الدراسة التقلبات الشهرية من جانفي 1997 حتى ديسمبر 2006، حيث يظهر الشكلان رقم 33 و34 التغير في فرق العائد مع مرور الزمن بالنسبة للسلسلتين المختارتين.

* مؤشر السند أو مؤشر سوق السندات هو طريقة لقياس قيمة قسم من سوق السندات، حيث يتم احتساب ذلك من أسعار السندات المحددة (عادةً، المتوسط المرجح). ويعتبر مؤشر السند بمثابة أداة تستخدم من قبل المستثمرين والمدراء الماليين لوصف السوق ولمقارنة العائد على استثمارات محددة.

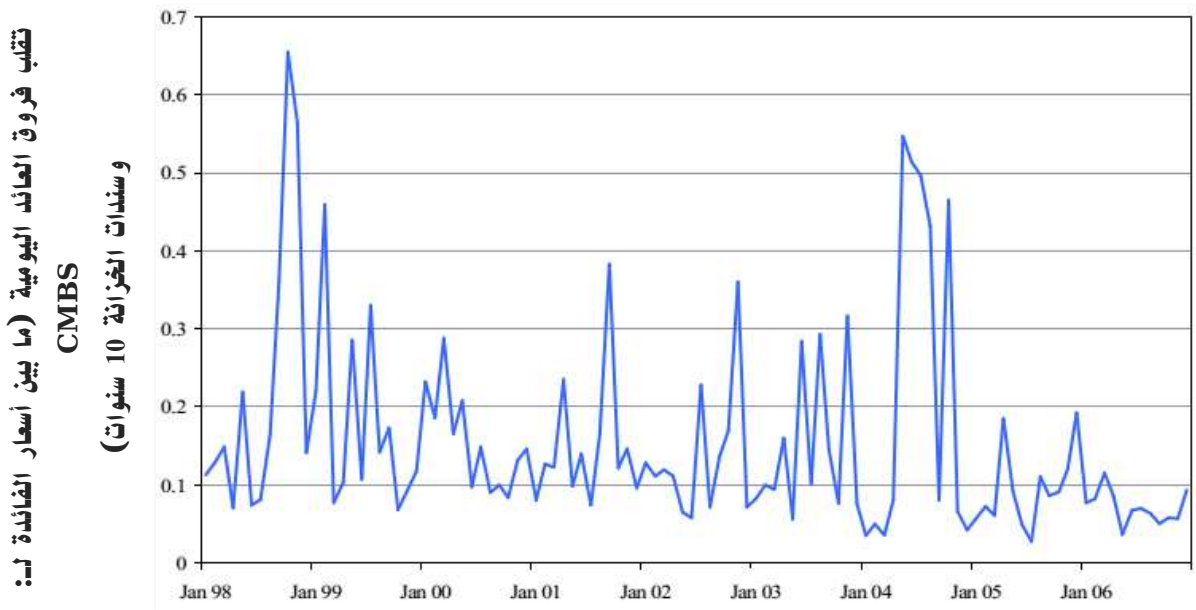
** يُختار على أنه سند خزانة بتاريخ استحقاق يكون أقرب إلى تاريخ استحقاق السند محل الدراسة مع استبعاد سندات القرض بدون قسيمة «Zero Coupon Bonds» وأذون الخزانة «Treasury Bills».

الشكل رقم (33): تقلب فروق العائد اليومية لمؤشر «Merrill Lynch» للأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS» ذات تصنيف ثابت AAA وسندات الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات خلال الفترة جانفي 1998 - ديسمبر 2006



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 215.

الشكل رقم (34): تقلب فروق العائد اليومية لمؤشر «Merrill Lynch» للأوراق المالية المضمونة برهن تجاري «CMBS» ذات تصنيف ثابت بأجل استحقاق "10+" سنوات وسندات الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات خلال الفترة جانفي 1998 - ديسمبر 2006



Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 215.

يتم تحديد تقلب الفرق على أنه انحراف معياري لنهاية الشهر محسوب على أساس سنوي للفرق ما بين العوائد على مؤشر الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري والمؤشر المرجعي لسندات الخزانة (حيث يتم احتساب الانحراف المعياري لشهر معين على امتداد فترة ذلك الشهر). يتم فيما بعد نمذجة تقلب الفرق ما بين مؤشر الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري والمؤشر المرجعي لسندات الخزانة وفقاً لاتجاه خطي للسلسلة الزمنية "الاتجاه العام"، واتجاه تربيعي للسلسلة الزمنية، ومتوسط مستقل عن الزمن "الثابت". يتم تطبيق تقنية تقدير المربعات الصغرى العادية «OLS» في هذا القسم من الدراسة، حيث تفترض هذه الأخيرة أن الأخطاء (أي القيم الباقية غير المفسرة من قبل عوامل النموذج) ليست مرتبطة ارتباطاً تسلسلياً ولديها تباين ثابت، وإذا ما تم انتهاك أيٍّ من هذه الافتراضات فإن تقدير «OLS» للأخطاء المعيارية يعتبر عموماً غير صالح. من الممكن تصحيح الأخطاء المعيارية لـ «OLS» لكل من الارتباط التسلسلي الممكن واختلاف التباين «Heteroskedasticity» (أي، تباين غير ثابت) باستخدام تقنية التقدير المطورة من قبل "Newey" و"West"، غير أنه بالنسبة للعينات صغيرة الحجم قد لا يكون تقدير «Newey-West» للأخطاء المعيارية جدير بالثقة، لذا يتم عرض الأخطاء المعيارية باستخدام أسلوب المربعات الصغرى العادية وطريقة «Newey-West» معاً. نتائج «OLS» معروضة في الجدول رقم 17 أدناه (الأعمدة (5) - (8)). ويتم استخدام في هذا المحور من الدراسة أسلوب «Newey-West» لضبط تقدير «OLS» للأخطاء المعيارية بالنسبة للارتباط التسلسلي (ترابط عناصر السلسلة الزمنية «Serial Correlation») الممكن في حدود الأخطاء «Error Terms» (أي تبعية مدى الخطأ «Error Term» على قيمه السابقة)، وهو ما يعتبر أمراً شائعاً في بيانات السلاسل الزمنية. الأخطاء المعيارية المعدلة والإحصاءات المقابلة لها مبينة في الأعمدة (9) - (11) في الجدول رقم 17 أسفله.

تُظهر النتائج بأن الاتجاه الخطي هو في الغالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%* بالنسبة لمؤشرات الأصول المورقة لهذه الدراسة، وهو إيجابي لمؤشري «MBS». ونجد بأن الاتجاه التربيعي إما أن يكون ذو دلالة إحصائية (عند مستوى دلالة إحصائية 5%**، في الأغلب بالنسبة لمؤشرات «CMBS») أو سالب (في الأغلب بالنسبة لمؤشرات «MBS»). وبالتالي، فإن نتائج دراسة التقلب هذه ليست قطعية: حيث اتجهت فروق عائد الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري إلى أن تبقى مستقرة نسبياً مع مرور الزمن خلال الفترة الممتدة من أواخر التسعينات إلى 2006.

* هذا هو المستوى الأكثر اتفاقاً للدلالة الإحصائية. إذا كان هناك عامل في نموذج (الاتجاه الخطي في هذه الحالة) ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%، فإن هناك فرصة 5% فقط بأن يكون التأثير المتوقع على التقلب هو صفر.

** هذا هو المستوى الأكثر اتفاقاً للدلالة الإحصائية. إذا كان هناك عامل في نموذج (الاتجاه التربيعي في هذه الحالة) ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%، فإن هناك فرصة 5% فقط بأن يكون التأثير المتوقع على التقلب هو صفر.

الجدول رقم (17): ملخص انحدارات «OLS» و«Newey-West» لتقلب الفروق ما بين مؤشرات¹ «Merrill Lynch MBS and CMBS» والمؤشر المرجعي لسندات الخزنة

المؤشر	المؤشر	الفترة	عدد المشاهدات	معامل التحديد R ²	تقدير المعامل	المربعات الصغرى العادية (OLS)		الأخطاء المعيارية ² مع OLS		Newey-West
						الخطأ المعياري	قيمة الاحتمال	الخطأ المعياري	قيمة الاحتمال	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Merrill Lynch MBS Master Index										
مؤشر الاتجاه العام	جانفي 1997 – ديسمبر 2006	120	0.3174	0.0142	0.0022	6.53	0.000	0.0042	3.43	0.001
مؤشر الاتجاه التربيعي				-0.0001	0.0000	6.68-	0.000	0.0000	3.58-	0.000
الثابت				-0.0662	0.0588	1.13-	0.263	0.0948	0.70-	0.486
Merrill Lynch MBS 30-Year Maturity Index										
مؤشر الاتجاه العام	جانفي 1997 – ديسمبر 2006	120	0.2840	0.0163	0.0027	6.01	0.000	0.0049	3.32	0.001
مؤشر الاتجاه التربيعي				-0.0001	0.0000	6.13-	0.000	0.0000	3.43-	0.001
الثابت				-0.0869	0.0731	1.19-	0.237	0.1072	0.81-	0.419
Merrill Lynch MBS 15-Year Maturity Index										
مؤشر الاتجاه العام	جانفي 1997 – ديسمبر 2006	120	0.0824	0.0055	0.0043	1.28	0.204	0.0031	1.76	0,082
مؤشر الاتجاه التربيعي				-0.0001	0.0000	-1,52	0,131	0.0000	-2,24	0,027
الثابت				0.1095	0,1153	0,95	0.344	0.0726	1,51	0,134
Merrill Lynch MBS Large Cap Index										
مؤشر الاتجاه العام	سبتمبر 2000 – ديسمبر 2006	76	0.3759	0.0039	0.0056	0.69	0.490	0.0065	0.60	0.553
مؤشر الاتجاه التربيعي				-0.0001	0.0001	2.49-	0.015	0.0001	2.06-	0,043
الثابت				0.4507	0.1423	3.17	0.002	0.1766	2.55	0,013

Merrill Lynch CMBS Fixed Rate AAA Index										
0,734	0.34-	0.0025	0,703	0.38-	0.0022	0,0008-	0.1349	108	جانفي 1998 – ديسمبر 2006	مؤشر الاتجاه العام
0,912	0.11-	0.0000	0.911	0.11-	0.0000	0.0000				مؤشر الاتجاه التريبيعي
0,013	2.52	0.0693	0.002	3.11	0.0561	0.1743				الثابت
Merrill Lynch CMBS Fixed Rate BBB Index										
0,443	0,77-	0.0020	0,493	0.69-	0.0022	0.0015-	0.1432	108	جانفي 1998 – ديسمبر 2006	مؤشر الاتجاه العام
0,951	0,06-	0.0000	0,961	0.05-	0.0000	0.0000				مؤشر الاتجاه التريبيعي
0,000	4,03	0,0653	0,000	4.62	0,0569	0,2629				الثابت
Merrill Lynch CMBS Fixed Rate "10+"-Year Maturity Index										
0,194	1,31	0,0028	0,116	1,59	0,0023	0,0037	0.1106	108	جانفي 1998 – ديسمبر 2006	مؤشر الاتجاه العام
0,075	1,80-	0,0000	0,041	2,07-	0,0000	0,0000				مؤشر الاتجاه التريبيعي
0,033	2,15	0,0585	0,039	2,09	0,0602	0,1260				الثابت
Merrill Lynch CMBS Fixed Rate Large Cap Index										
0,829	0,22-	0,0021	0,813	0,24-	0,0019	0,0005-	0.1418	108	جانفي 1998 – ديسمبر 2006	مؤشر الاتجاه العام
0,764	0,3-	0,0000	0,767	0,3-	0,0000	0,0000				مؤشر الاتجاه التريبيعي
0,008	2,69	0,0605	0,002	3,26	0,0500	0,1628				الثابت

المصادر والملاحظات:

Source: Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 216.

¹ البيانات مستقاة من «Bloomberg, LP» ومجلس الاحتياطي الفيدرالي «Federal Reserve Board».

المتغير التابع المستخدم في الانحدارات هو التقلب الشهري للفروق اليومية ما بين عوائد «MBS/CMBS» وعائد سندات الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات. رياضياً، يحسب التقلب على النحو التالي: التقلب = الانحراف المعياري (الفرق اليومي) × العامل على أساس سنوي، أين الفرق اليومي = عائد MBS/CMBS – عائد سند الخزانة 10 سنوات بالنسبة لكل يوم والعامل على أساس سنوي = الجذر التربيعي (الأيام في السنة / الأيام في الشهر).

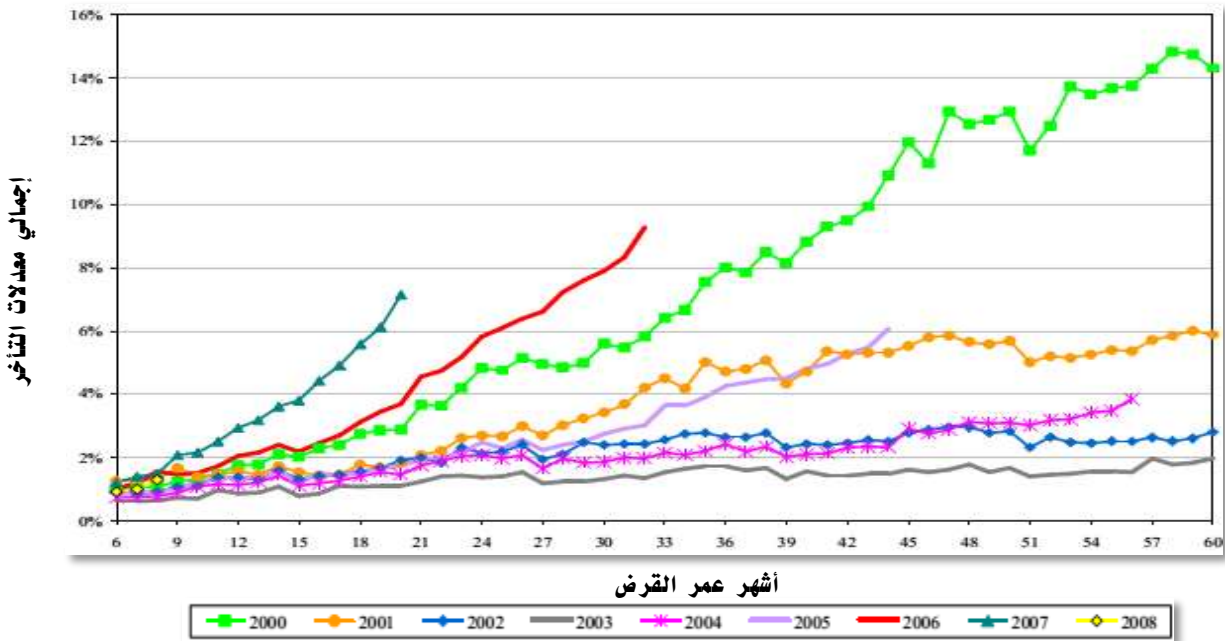
² تفترض الأخطاء المعيارية للمربعات الصغرى العادية مع «Newey-West» 4 متباينات.

المطلب الرابع: النتائج التجريبية والأزمة الائتمانية لسنة 2008

هناك جدل قائم بين الباحثين فيما يتعلق بأثر التوريق على جودة القروض وعلى الشفافية، فمنهم من يرى بأن التوريق يؤدي إلى تساهل معايير ضمان الاكتتاب، كما يؤدي نموذج إنشاء القروض وتوزيع المخاطر «Originate to distribute model» إلى انعدام الحوافز. ويرى آخرون بأن الارتفاع الكبير والمفاجئ لحالات تعثر القروض هو محصلة لأنشطة إعادة التمويل أو لعدم تمكن المقترضين من الحصول على قروض بتكلفة منخفضة على الرغم من انخفاض أسعار المساكن.

يوضح تحليل البيانات بأن القروض المورقة ليست بالضرورة أقل أداءً من جميع القروض. إضافة إلى ذلك، تُظهر بيانات الفترة الأخيرة بأن تعثر القروض التي تم إنشاؤها في 2006، 2007، و2008 هي على مسار بلوغ معدلات التأخر لجميع القروض الأخرى حديثة النشأة، وهذا ينطبق على جميع أنواع قروض الرهن العقاري وليس فقط القروض عالية المخاطر (أنظر الأشكال رقم 35، 36، و37).

الشكل رقم (35): معدلات التأخر وفقاً لعام النشأة - القروض المطابقة التقليدية

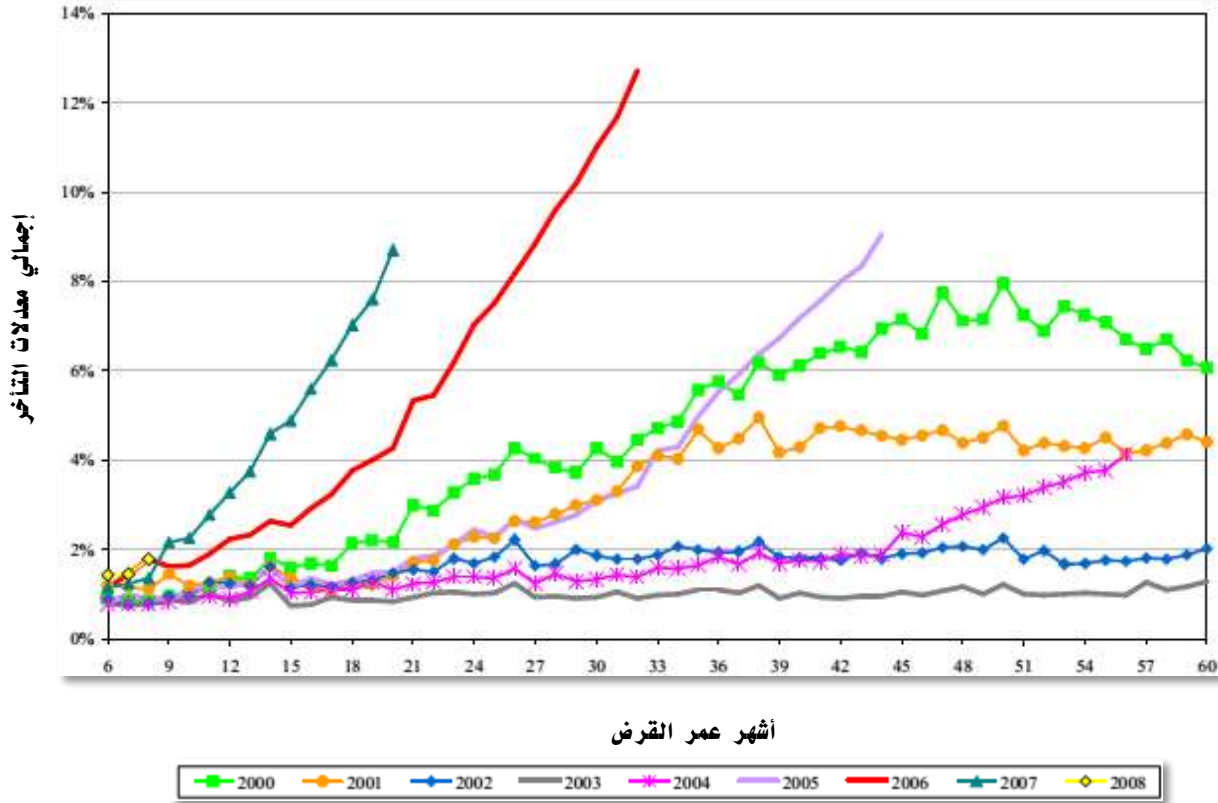


المصادر والملاحظات:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets**. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 218.

- البيانات مستسقاة من «LoanPerformance». وضعية التعثر (التخلف عن الدفع) لكل عام نشأة هي خلال شهر أوت 2008.
- يتم حساب إجمالي معدلات التأخر على أنها مجموع أرصدة تعثر -30، -60، -90، و-120 يوماً مقسوماً على إجمالي الرصيد المستحق.

الشكل رقم (36): معدلات التأخر وفقاً لعام النشأة - القروض الضخمة

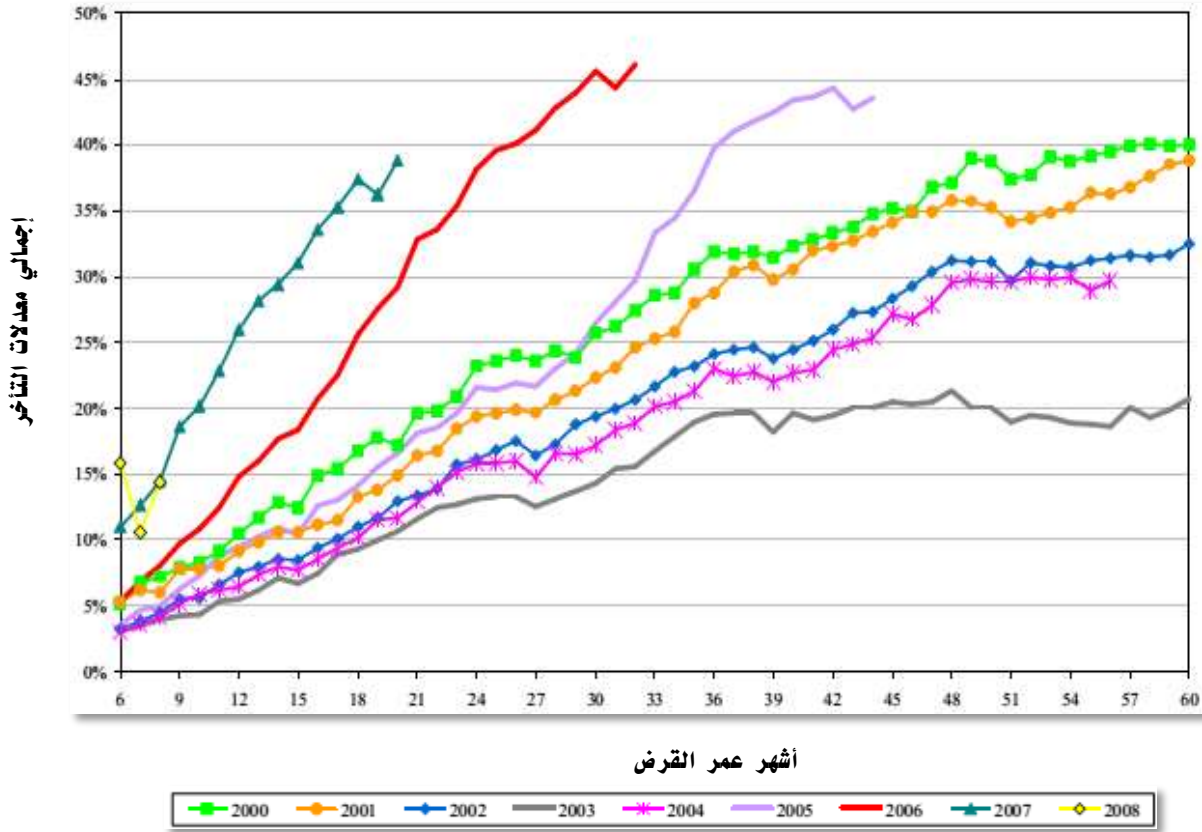


المصادر والملاحظات:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets**. ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 218.

- البيانات مستسقة من «LoanPerformance». وضعية التعثر (التخلف عن الدفع) لكل عام نشأة هي خلال شهر أوت 2008.
- يتم حساب إجمالي معدلات التأخر على أنها مجموع أرصدة تعثر 30-، 60-، 90-، و-120 يوماً مقسوماً على إجمالي الرصيد المستحق.

الشكل رقم (37): معدلات التأخر وفقاً لعام نشأة - القروض عالية المخاطر



المصادر والملاحظات:

Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 1, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum, p. 218.

- البيانات مستسقة من «LoanPerformance». وضعية التعثر (التخلف عن الدفع) لكل عام نشأة هي خلال شهر أوت 2008.
- يتم حساب إجمالي معدلات التأخر على أنها مجموع أرصدة تعثر -30، -60، -90، و -120 يوماً مقسوماً على إجمالي الرصيد المستحق.

من خلال ما سبق، تم مناقشة مختلف العوامل التي بإمكانها المساهمة في أداء إنشاءات القروض الأخيرة، لا سيما الأدلة على تساهل معايير ضمان الاكتتاب وعدم مقدرة المقترضين على إعادة التمويل على الرغم من أن أسعار المساكن بدأت في الانخفاض بحلول منتصف سنة 2006.

كخلاصة، يمكننا القول بأن أثر التوريق على السيولة لا يزال مثيراً للجدل، كما هو مبين في الأدبيات الأكاديمية الحديثة، ويتطلب المزيد من البحث.

خلاصة الفصل الثالث:

يشير المفهوم المالي لرأس المال إلى تلك الأموال المتاحة للحصول على رأس مال حقيقي، حيث يعتبر سوق رأس المال المكان الذي فيه يتم السعي للحصول على هذه الأموال. ويمثل سوق رأس المال ذلك القطاع من السوق المالي الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل التي يتم إصدارها من قبل الجهات التي هي في حاجة إلى تمويل، حيث تشمل هذه الأدوات على نوعين من الأوراق المالية، يمثل النوع الأول منها مساهمات في ملكية ويسمى بالأسهم أما النوع الثاني فيمثل المديونية ويسمى بالسندات. يمكن تقسيم سندات الدين هذه إلى صنفين: قروض بنكية وأوراق مديونية، في حين في وقت مضى لم تكن القروض البنكية تعتبر كأدوات لسوق رأس المال، لكن اليوم هناك سوق ثانوية لتداول سندات الدين هذه على غرار قروض الرهن العقاري التي يتم إنشاؤها وبيع جزء منها في السوق الثانوية إلى جهات متخصصة تعمل على توريقها، إذ تعد السوق الثانوية في الولايات المتحدة الأمريكية الأكبر والأوسع في العالم من حيث تداول قروض الرهن العقاري وتوريقها.

كان لتوريق الديون الرهنية في الولايات المتحدة الأمريكية أثراً بارزاً على أداء السوق الثانوية، فلقد أدى التوسع المستمر الذي عرفه معدل توريق القروض إلى تطور ونضج الأسواق بالنسبة لمختلف فئات الأصول الرهنية العقارية، منعكساً ذلك في شكل تكاليف تمويل منخفضة انتقلت مزاياها إلى المستهلكين. كما كان لمشتريات السوق الثانوية تأثير إيجابي ومعتبر على مبالغ القروض الرهنية العقارية للفرد، حيث يعتبر أثر مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية الأكثر بروزاً على زيادة توافر القروض الرهنية العقارية. وعملت مستويات التوريق العالية على توفير حماية ضد صدمات أسعار الفائدة غير الملائمة الناجمة عن التشديد في السياسة النقدية. في حين، ومع أن التوريق أدى إلى ظهور سوق ثانوية تتمتع بالعمق والسيولة، عرفت فيه القروض الرهنية العقارية المورقة نمواً معتبراً وارتفاعاً في عدد منتجات الرهن العقاري، إلا أن أثر التوريق على السيولة لا يزال مثيراً للجدل ويتطلب المزيد من البحث.

الفصل الرابع: تحليل تباين أثر التوريق على أداء الأسواق الثانوية العقارية لبلدان شمال إفريقيا

المبحث الأول: نشأة وتنظيم أسواق رأس المال في بلدان شمال إفريقيا

المبحث الثاني: التمويل العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا

المبحث الثالث: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية

المبحث الرابع: أثر توريق الديون الرهنية على أداء الأسواق الثانوية في

منطقة شمال إفريقيا

تمهيد:

لا تزال الأسواق الثانوية في منطقة شمال إفريقيا في مرحلتها الفتية، وإن كان هناك تفاوت في مستوى تطور هذه الأسواق من دولة لأخرى، فمعظم هذه الأسواق مجزأة وتفتقر إلى الاتساع والعمق والتكامل مع الأسواق العالمية. ولكي تتجاوز هذه الأسواق مرحلة الفتوة، يتعين على دول المنطقة الاستثمار أكثر في البنى التحتية للأسواق، وضمان الشفافية وحسن الإفصاح والحوكمة الجيدة للشركات وتطوير الأطر القانونية والتنظيمية بما يتلاءم مع تنوع وتسيير المخاطر، فغياب تطوير الأسواق المالية يقف الآن حاجزاً أمام دعم النمو الاقتصادي في منطقة شمال إفريقيا.

بشكل عام، كان ولا يزال تطوير الأسواق الثانوية في المنطقة بطيئاً بسبب المرحلة الفتية للأسواق النقدية الأولية. ولقد تم وضع الإطار القانوني للتوريق بدايةً في المغرب سنة 1999، ثم في تونس ومصر سنة 2001، وأخيراً في الجزائر سنة 2006.

إن التوريق وما يرتبط به من أدوات مالية، كالأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» والأوراق المالية المدعومة بأصول «ABS»، كانت القوة الدافعة الرئيسية والمحرك لإصلاح وعصرنة الأنظمة المالية الدولية والأسواق. بالنسبة لدول شمال إفريقيا، من المفترض أن يكون التوريق اللبنة الرئيسية لتطوير أسواقها المالية وإدخال التكنولوجيات المالية الجديدة، الأمر الذي يسمح للمشاركين في السوق بتحويل الأصول المالية غير المتداولة إلى أوراق مالية قابلة للتداول، فيؤدي ذلك إلى الحد من المخاطر كنتيجة للتنوع، فضلاً عن تعزيز تدفق العوائد المالية.

ينبغي أن يشكل توريق الأصول أساساً لظهور سوق رهن عقاري يتولى زمام تطوير الأسواق المالية المحلية وتوفير إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية الدولية. ومن خلال توسيع مجموع الفرص المالية المتاحة، يؤدي توريق الأصول إلى تحسين الظروف المعيشية والسماح بمستويات أعلى من الرفاهة والدخل الحقيقي.

سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة وتحليل تباين أثر توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على أداء الأسواق الثانوية لمنطقة شمال إفريقيا ممثلةً في البلدان التالية: الجزائر وتونس والمغرب ومصر. ولقد تم استبعاد ليبيا من الدراسة بسبب غياب البيانات الخاصة بهذا البلد سواءً فيما تعلق بالقطاع المالي، على وجه خاص، أو القطاع الاقتصادي بشكل عام.

المبحث الأول: نشأة وتنظيم أسواق رأس المال في بلدان شمال إفريقيا

على الرغم من قربها الجغرافي من أوروبا واشتراكها في اللغة والثقافة مع الاقتصادات البترولية الغنية لدول الخليج، إلا أن أسواق رأس المال في منطقة شمال إفريقيا تبقى عملياً على هامش تدفقات رأس المال الخاص، حيث ينظر العديد من المستثمرين إلى هذه المنطقة على أنها أقل ربحية مقارنةً بمناطق أخرى. لقد عانت هذه المنطقة من الحروب والاضطرابات السياسية وعدم الاستقرار الاقتصادي، الأمر الذي أدى إلى زيادة إدراك المستثمرين بحجم المخاطرة، إضافة إلى عقبات كبيرة أخرى كالبيروقراطية وغياب الشفافية وتفشي الفساد وتعاضمه في جميع القطاعات المالية والاقتصادية، مما حال دون الوصول إلى أسواق رأس المال في هذه المنطقة. وبقدوم ما يسمى بالربيع العربي تعززت الشكوك وزادها تعزيزاً التصنيفات العالمية لوكالات مثل منظمة الشفافية الدولية التي تؤثر بصفة كبيرة على تصورات المستثمرين الأجانب، مما تسبب في تآكل أسعار الأوراق المالية وانهيار ثقة المستثمرين.

تعود نشأة أسواق رأس المال في شمال إفريقيا إلى تاريخ قديم، فبورصة الإسكندرية كانت من بين البورصات الأكثر عراقيةً في حوض المتوسط حيث يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883. لكن ومع ذلك، ظلت الأسواق المالية لبلدان شمال إفريقيا ولا تزال متخلفة إذا ما قورنت بنظيراتها في القارة الأوروبية، وذلك قياساً بمساهمتها في تنمية المنطقة، حيث يعتبر عامل تطور السوق المالي من الأهمية بمكان، ذلك أن غياب سوق لتداول الأسهم والسندات تتسم بالعمق والشمولية يقلل من فرص تمويل المؤسسات ويحد من إمكانية تطوير قطاع الأعمال. يمكن القول كذلك بأن نقص رؤوس الأموال الخاصة ونقص التمويل المستقر على المدى الطويل عبر إصدار السندات، قد أعاق بشكل كبير مسيرة التنمية في بلدان شمال إفريقيا. سنحاول في هذا المبحث إلقاء نظرة عامة على نشأة وتنظيم الأسواق المالية في بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، وذلك حسب التسلسل التاريخي لنشأتها.

المطلب الأول: نشأة وتنظيم أسواق رأس المال في مصر

سنسلط الضوء في هذا المطلب على نشأة سوق رأس المال في مصر وإبراز أهم المحطات والتطورات التي مر بها مع التطرق إلى أهم التشريعات القانونية المرافقة لإنشاء هذا السوق. بعد ذلك، سنلقي الضوء على الإطار التنظيمي لسوق رأس المال في مصر من خلال التطرق إلى الهيئات المؤسساتية المنظمة له والجهات المتدخلة فيه.

أولاً: نشأة سوق رأس المال

يُعدُّ سوق رأس المال في مصر من أقدم الأسواق التي تم إنشاؤها في منطقة الشرق الأوسط، حيث تعود نشأته إلى القرن التاسع عشر، تحديداً لما تم إنشاء بورصة الإسكندرية عام 1883؛ ثم تلى ذلك إنشاء بورصة القاهرة عام 1903 والتي سُميت آنذاك بـ "الشركة المصرية للأعمال المصرفية والبورصة"، ووضعت الحكومة المصرية القوانين واللوائح المنظمة لها، حيث شهدت سنة 1909 صدور أول لائحة للبورصة تم تعديلها في 1910 و1912 تبعاً، ثم عدلت بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية، وذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 ديسمبر 1933، والتي عدلت هي الأخرى سنة 1940 ثم عدلت كذلك مرة أخرى سنة 1947. وظلت حركة التطور سارية في بورصتي القاهرة والإسكندرية حيث شهدتا نشاطاً كبيراً في الثلاثينات والأربعينات حتى أصبحتا مجتمعتان تصنف من أفضل خمس بورصات في العالم. ومع بداية حركة تأميم القطاع الخاص والتوجه نحو الاشتراكية تراجع دور سوق رأس المال في مصر وتضاءل بشكل كبير. ومع منتصف السبعينيات، ظهرت نظرة جديدة لسوق رأس المال تهدف إلى تعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في عملية التنمية، حيث قامت الحكومة المصرية بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم (520) لسنة 1979، وفي بداية التسعينات باشرت الحكومة تطبيق برنامج إصلاح اقتصادي أدى إلى إعادة تفعيل دور القطاع الخاص مما أعاد إحياء سوق رأس المال في مصر مرة أخرى، خاصةً مع سن قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992. وفي سنة 1994 تم استحداث النظام الإلكتروني في التداول بالنسبة للبورصتين لعصرنة سوق رأس المال، وتم تأسيس شركة مصر للمقاصة بموجب حكم المادة 130 من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم 95، التي بدأت مزاوله نشاطها الفعلي عام 1996، ثم تلى ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبحت بورصتا القاهرة والإسكندرية بموجب القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997 مؤسسة واحدة تسمى البورصة المصرية "EGX" يرأس مجلس إدارتها شخص واحد، ويتداول فيهما نفس الأوراق المالية ليشكلا سوقاً واحدة لكن بموقعين مختلفين، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين.¹

¹ - الأسرج، حسين عبد المطلب. (يناير/ابريل 2005) آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار. مجلة مصر المعاصرة، العدد 478/477، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والاحصاء، ص ص. 2-3؛
- الدسوقي، إيهاب. (2000) اقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة - البورصة المصرية والأمريكية. القاهرة: دار النهضة العربية، ص. 146؛
- الموقع الرسمي للبورصة المصرية (www.egx.com.eg).

ثانياً: تنظيم سوق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال في مصر سوقاً منظماً لتداول الأوراق المالية، يتكون إطارها التنظيمي من هيئات مشرفة على إدارة وتنظيم ومراقبة السير الحسن لبورصة الأوراق المالية، فضلاً عن مجموعة من الشركات المتنوعة الممارسة، حسب المادة 27 من قانون سوق المال رقم 95، لنشاط أو أكثر من الأنشطة المرتبطة بمجال الأوراق المالية، والتي يمكن تقسيمها عموماً إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي: شركات خدمات، وشركات وساطة، وشركات استثمار.

1. الهيئات المؤسسية المنظمة لسوق رأس المال:

وتضم هئتين اثنتين هما:

1.1. البورصة المصرية «Egyptian Exchange (EGX)»:

يقصد بها بورصة الأوراق المالية، وهي البورصة الوحيدة المعتمدة في مصر ولا يوجد أي سوق خلفها لتداول الأوراق المالية. تتمتع البورصة المصرية كهيئة منظمة بالشخصية الاعتبارية، وهي مملوكة بالكامل للدولة بحيث لا توجد لها أسهم مصدرية أو مملوكة لجهة أخرى. تضم البورصة المصرية بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، وعليه يتم معاملتهما ككيان واحد وفقاً للقرار الجمهوري المشار إليه (51/1997) أعلاه. ويتولى إدارة البورصة المصرية مجلس إدارة يمثل السلطة العليا المهيمنة على شؤونها وتصريف أمورها ووضع وتنفيذ السياسات اللازمة لتحقيق أغراضها وأهدافها واتخاذ القرارات اللازمة لمباشرة اختصاصاته، خاصة فيما يتعلق بـ:¹

- ✓ إصدار القرارات والقواعد اللازمة لحسن سير العمل وسلامة واستقرار المعاملات في البورصة.
- ✓ إصدار اللائحة الداخلية للبورصة واللوائح والقرارات المنظمة لشؤون العاملين بها من الناحية المالية والإدارية، وذلك بما يتفق وطبيعة العمل فيها.
- ✓ اعتماد الهيكل التنظيمي للبورصة.
- ✓ تشكيل لجان قيد الأوراق المالية في جداول البورصة، ولجان التداول والعضوية بها وسائر اللجان الأخرى.
- ✓ وضع نظام العضوية في البورصة وإجراءات قيد ومراقبة الأعضاء.
- ✓ وضع القواعد الخاصة اللازمة لتسيير العمل وإتاحة المعلومات اللازمة للمتعاملين بالبورصة.
- ✓ وضع القواعد المنظمة للاستعانة بالخبراء اللازمين لحسن أداء وتطوير أعمال البورصة.

¹ قرار جمهوري رقم 191 الصادر في 14 جوان 2009 يتعلق بالأحكام المنظمة لإدارة البورصة المصرية وشؤونها المالية، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد 24 (مكرر) المؤرخ في 14 جوان 2009، ص ص. 11-13.

2.1. الهيئة العامة للرقابة المالية:

وهي هيئة تتمتع بالشخصية المعنوية العامة، تختص بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، لاسيما أسواق رأس المال وبورصات العقود الآجلة وأنشطة التأمين والتمويل العقاري والتأجير التمويلي والتخصيم والتوريق. أنشأت هذه الهيئة بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009، حيث جاءت لتحل محل الهيئة العامة لسوق المال (التي تم إنشاؤها بموجب القرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979) في تطبيق أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992. كما جات كذلك لتحل محل الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري، في تطبيق أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين الصادر بالقانون رقم 10 لسنة 1981 وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم 93 لسنة 2000 وقانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم 148 لسنة 2001، كما تحل محل تلك الهيئات فيما تختص به في أية قوانين وقرارات أخرى. ويتولى إدارة الهيئة مجلس إدارة يمثل السلطة العليا المهيمنة على شؤونها وتصريف أمورها ووضع وتنفيذ السياسات اللازمة لتحقيق أغراضها وأهدافها واتخاذ القرارات اللازمة لمباشرة اختصاصاتها.¹

تسهر الهيئة على سلامة واستقرار الأسواق المالية غير المصرفية وعلى تنظيمها وتمييزها، وعلى توازن حقوق العاملين فيها، كما تعمل على توفير الوسائل والنظم وإصدار القواعد التي تضمن كفاءة هذه الأسواق وشفافية الأنشطة التي تمارس فيها. وفي سبيل تحقيق هذه الأغراض تقوم الهيئة بما يلي:²

- الترخيص بمزاولة الأنشطة المالية غير المصرفية.
- التفتيش على الجهات التي يرخص لها بالعمل في الأنشطة والأسواق المالية غير المصرفية.
- الإشراف على توفير ونشر المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية غير المصرفية
- الرقابة على الأسواق لضمان المنافسة والشفافية في تقديم الخدمات المالية غير المصرفية.
- حماية حقوق المتعاملين في الأسواق المالية غير المصرفية والتوازن بينها.
- اتخاذ ما يلزم من الإجراءات للحد من التلاعب والغش في الأسواق المالية غير المصرفية وذلك مع مراعاة ما قد ينطوي عليه التعامل فيها من تحمل لمخاطر تجاريه.
- الإشراف على تدريب العاملين في الأسواق المالية غير المصرفية وعلى رفع كفاءتهم.

¹ قانون رقم 10 لسنة 2009 صادر بتاريخ 25 فبراير 2009 يتعلق بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، مجلس الشعب، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد 9 (مكرر) المؤرخ في 1 مارس 2009، ص ص. 16-18.

² المرجع السابق.

- التعاون والتنسيق مع هيئات الرقابة المالية غير المصرفية في الخارج بما يسهم في تطوير وسائل ونظم الرقابة ورفع كفاءتها وأحكامها.
- الاتصال والتعاون والتنسيق مع الجمعيات والمنظمات التي تجمع أو تنظم عمل هيئات الرقابة المالية في العالم بما يرفع كفاءة الهيئة والنهوض باختصاصاتها وفقاً لأفضل الممارسات الدولية.
- المساهمة في نشر الثقافة والتوعية المالية والاستثمارية.

2. المتدخلون في سوق رأس المال:

حسب المادة 120 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 فإن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة التالية:¹

- ✓ ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
- ✓ الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
- ✓ رأس المال المخاطر
- ✓ المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- ✓ تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- ✓ السمسرة في الأوراق المالية.

ورُخصّ للوزير المختص إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية، وذلك بعد موافقة الهيئة (سابقاً هيئة سوق المال، وحالياً الهيئة العامة للرقابة المالية التي حلت محلها سنة 2009) فتم إدراج الأنشطة التالية:

- ✓ نشاط تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية (قرار وزاري رقم 184 لسنة 1995).
- ✓ نشاط إمسك سجلات الأوراق المالية (قرار وزاري رقم 891 لسنة 1995).
- ✓ نشاط تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات عن الأوراق المالية (قرار وزاري رقم 632 لسنة 1996).
- ✓ نشاط صناديق الاستثمار المباشر (قرار وزاري رقم 935 لسنة 1996).
- ✓ نشاط توريق الحقوق المالية (قرار وزاري رقم 697 لسنة 2001).

¹ قرار وزاري رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، الوقائع المصرية، العدد 81 (تابع) المؤرخ في 8 أبريل 1993، ص ص. 54-55.

- ✓ نشاط الاستثمارات المالية (قرار وزاري رقم 101 لسنة 2007).
 - ✓ نشاط صانع السوق (قرار وزاري رقم 293 لسنة 2007).
 - ✓ نشاط شركة خدمات الإدارة في مجال صناديق الاستثمار (قرار وزاري رقم 295 لسنة 2007).
- ويمكن تقسيم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، عموماً، إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي: شركات خدمات، وشركات وساطة، وشركات استثمار يقوم كل منها بدور مهم في عملية الاستثمار في الأوراق المالية، حيث تزاوُل هذه الشركات نشاطها بترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية ويتم تقييدها في جدول خاص يُعد بالهيئة لهذا الغرض.

المطلب الثاني: نشأة وتنظيم سوق رأس المال في المغرب

سنسلط الضوء في هذا المطلب على نشأة سوق رأس المال في المغرب وإبراز أهم المحطات والتطورات التي مر بها مع التطرق إلى أهم التشريعات القانونية المرافقة لإنشاء هذا السوق. بعد ذلك، سنلقي الضوء على الإطار التنظيمي لسوق رأس المال في المغرب من خلال التطرق إلى الهيئات المؤسساتية المنظمة له والجهات المتدخلة فيه.

أولاً: نشأة سوق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال في المغرب ثاني أقدم سوق (بعد مصر) في منطقة شمال إفريقيا، حيث تعود نشأته إلى عام 1929، أين تم تأسيس بورصة للقيم المنقولة في الدار البيضاء بمبادرة من البنوك الخاصة الرئيسية العاملة في المغرب، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". ثم تم تغيير التسمية لتصبح "مكتب تسعيرة القيم المنقولة"، وذلك تبعاً للقرار الصادر في 13 جويلية 1948، والذي جاء كذلك ليرسخ رسمياً وجود هذا التنظيم من خلال منحه الشخصية الاعتبارية. وبعد الاستقلال والأحداث التي سبقته، عرف سوق رأس المال تراجعاً غير مسبوق بسبب هروب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب الذين كانوا يشكلون الجزء الأكبر من عملاء البورصة. ثم بعد ذلك بيضع سنوات، تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك العجز الذي آلت إليه البورصة حيث أُعيد هيكلة سوق رأس المال المغربي من الناحيتين القانونية والتقنية على حد سواء وأصبحت البورصة بذلك مؤسسة عمومية. وفي سنة 1993 بادر المغرب بإصلاحات معمقة لسوق رأس المال، استكمالاً وتعزيزاً لبرنامج التقويم الهيكلي الذي تم الشروع فيه سنة 1986، وكذا من أجل تغيير نمط الاقتصاد القائم على المديونية نحو اقتصاد الأسواق المالية. وتمثلت ملامح إصلاح البورصة في إصدار مجموعة من القوانين تم بموجبها إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، والترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة

المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة. كما شملت عملية الإصلاح إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، بالإضافة إلى إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم. وفي سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم «Société Anonyme (S.A)» ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة، إلا أن هذا النمط الأخير في إدارة البورصة (المتمثل في مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة) تم تعديله من قبل لجنة المتابعة التي أنشأتها بورصة الدار البيضاء في ديسمبر 2008، حيث عُوضَ بنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة، الذي تم اعتماده فعلياً في أبريل 2009.¹

ثانياً: تنظيم سوق رأس المال

يتألف سوق رأس المال في المملكة المغربية من سوقين اثنين، يسمى الأول بالسوق المركزي، وفيه تتداول مجموع الأوامر المتعلقة ببيع أو شراء القيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم. أما الثاني فيسمى بسوق الكتل، وهو الذي يمكن أن تتداول فيه بالاتفاق المباشر العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم بأحجام تفوق أو تساوي الكتل الدنيا المحددة من طرف بورصة الدار البيضاء لكل قيمة حسب الحجم التاريخي للصفقات². ويتكون الإطار التنظيمي لسوق رأس المال عموماً من مجموعة من المؤسسات المتدخلة في تنشيط المعاملات المالية سواء على مستوى التنظيم والمراقبة والتوجيه، أو فيما يتعلق بالوساطة وتعبئة الادخار الجماعي.

1. الهيئات المؤسساتية المنظمة لسوق رأس المال:

وتتشكل من شركة تسيير وسلطة تنظيم ومراقبة وهيئة حفظ القيم المنقولة، نستعرضها كالاتي:

1.1. بورصة الدار البيضاء ش.م:

وهي الشركة المسيرة لسوق رأس المال في المغرب، شكلها القانوني "شركة مجهولة الاسم (S.A)"، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية، حيث يمارس الوزير المكلف بالمالية وصايته على الشركة

¹ - الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com)

- Ministère de l'économie, des finances, de la privatisation et du tourisme. (janvier 2001) « **Évolution récente du secteur financier** », document de travail n°60, p. 16.

² ظهير شريف بمثابة قانون رقم 1-93-211 يتعلق ببورصة القيم صادر في 21 سبتمبر 1993، الجريدة الرسمية عدد 4223 في 6 أكتوبر 1993، المتمم بـ:

- ظهير شريف رقم 1-96-245 صادر في 9 جانفي 1997، الجريدة الرسمية عدد 4448 في 16 جانفي 1997.
- ظهير شريف رقم 1-00-265 صادر في 1 سبتمبر 2000، الجريدة الرسمية عدد 4828 في 7 سبتمبر 2000.
- ظهير شريف رقم 1-04-18 صادر في 21 أبريل 2004 القاضي، الجريدة الرسمية عدد 5207 في 26 أبريل 2004.

المسيرة في مختلف المجالات، فبالإضافة إلى تدخله في تنظيمها وتسييرها فإنه يتدخل أيضا في تنظيم أنشطتها. يتوزع مجمل رأسمال الشركة المسيرة بحصص متساوية وبصفة حصرية على شركات البورصة الناشطة في سوق البورصة المغربية. تولت رسمياً إدارة شؤون البورصة بتاريخ 2 أوت 1995 وذلك بعد تأسيسها بمبادرة من الدولة¹، حيث تتوفر الشركة المسيرة لبورصة الدار البيضاء على مجلس إدارة بالإضافة إلى إدارة عامة وفقاً للهيكل الأخيرة المعتمدة سنة 2009، وتزاوول نشاطها بناءً على دفتر التكاليف كما هو مبين في المادة 7 من الظهير رقم 1-93-211، مع مراعاة النظام العام للبورصة. وتتمحور مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي، وذلك من خلال:²

- ✓ مراقبة ورصد حصة التداول؛
- ✓ إصدار ونشر معلومات السوق؛
- ✓ مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية؛
- ✓ التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف؛
- ✓ ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء.

2.1. الهيئة المغربية لسوق الرساميل:

باعتبارها سلطة مراقبة، تأخذ الهيئة المغربية لسوق الرساميل صفة الشخص المعنوي العمومي، وهي تخضع لوصاية الدولة وتتمتع بالاستقلالية المالية. ولقد جاءت تسمية "الهيئة المغربية لسوق الرساميل" لتحل محل التسمية القديمة المتمثلة في "مجلس القيم المنقولة"، وذلك في جميع النصوص التشريعية والتنظيمية الجاري بها العمل، فلا يؤدي تغيير تسمية المجلس إلى توقف نشاطه، إذ أنه حسب المادة الأولى من الظهير الشريف رقم 1-13-21 الصادر في 13 مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل فإن أملاك الهيئة وحقوقها والتزاماتها وانفاقيات وعقودها ودورياتها وكذا رخصها داخل المغرب وخارجه كيفما كانت طبيعتها، هي تلك الموجودة لدى مجلس القيم المنقولة³ الذي تم إحداثه سنة 1993 بغرض منح هيئة السوق السلط اللازمة وتزويدها بالوسائل الكافية قصد تولي الرقابة بشكل فعال

¹ العسري، عمر. (2009) البورصات المغربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغربي. المنظمة العربية للتنمية الإدارية (القاهرة). مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية: (شرم الشيخ (جمهورية مصر العربية)، 4-5 أبريل 2009)، ص. 175.

² الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com).

³ ظهير شريف رقم 1-13-21 صادر في 13 مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، الجريدة الرسمية عدد 6142 في 11 أبريل 2013، ص. 3157.

بالنسبة للأسواق وللمتدخلين ومواكبة منظومة تنمية الأسواق. وباعتبارها هيئة تنظيم أسواق الرساميل، فإنها تضطلع بثلاث مهام رئيسية هي كالتالي:¹

- التأكد من حماية الادخار المستثمر بالقيم المنقولة؛
- السهر على حسن سير أسواق القيم المنقولة؛
- مؤازرة الحكومة في ممارسة صلاحياتها في مجال تقنين الأسواق.

وفي سبيل تحقيق هذه المهام مُنحت للهيئة (المجلس) الصلاحيات التالية:²

- تحديد قواعد الممارسة المهنية والقواعد المتعلقة بالأخلاقيات والإجراءات التقنية أو العملية لتطبيق القوانين والأنظمة من خلال إصدار الدوريات التي تعتبر مكملة للقوانين والمراسيم والقرارات، وذلك بعد استشارة المهنيين واستنادا للممارسات والمعايير الدولية في مجال تقنين أسواق القيم المنقولة.
- التأشير على بيان المعلومات الموجه للمستثمرين الذي يعده المصدرون بمناسبة عمليات دعوة الجمهور إلى الادخار والعروض العمومية وبرامج إعادة اقتناء الأسهم، بعد دراسة وجاهة وتناسق هذه المعلومات.
- منح الاعتماد لمنتجات الادخار الجماعي أو إبداء الرأي بخصوص هذه المنتجات، وذلك بعد التأكد من احترام المتطلبات القانونية والتنظيمية المتعلقة بالمنتجات وإعلام المستثمرين وبالتحقق من قدرة المتدخلين على إدارة المنتجات المذكورة.
- دراسة ملفات اعتماد المتدخلين في البورصة الخاضعين لإجراء الاعتماد والإدلاء بالرأي إلى الوزير المكلف بالمالية الذي يمنح أو يرفض الاعتماد.
- مراقبة الإعلام المالي الذي يقوم به المصدرون مع الحرص على أن تكون المعلومات واضحة وصادقة ودقيقة وتم نشرها في الوقت لدى المجتمع المالي بأكمله.
- مراقبة المتدخلين في البورصة الخاضعين لرقابة المجلس، وذلك عبر شكلين متكاملين للمراقبة: ميدانياً من خلال عمليات التفتيش بمحلات المتدخلين، والمراقبة على الوثائق من خلال تقارير يحدد مجلس القيم المنقولة محتواها ودورياتها.
- معالجة الشكايات التي يتقدم بها أصحاب الادخار المتعلقة بالعمليات على القيم المنقولة.
- الرقابة وعمليات التحقيق وإصدار العقوبات اتجاه المتدخلين في حالة معارضة مخالفات أو الإخلال بالقواعد التي تنظم نشاطاتهم أو سير السوق.

¹ - ظهير شريف بمثابة قانون رقم 1-93-212 يتعلق بمجلس القيم المنقولة صادر في 21 سبتمبر 1993، الجريدة الرسمية عدد 4223

في 6 أكتوبر 1993.

- الموقع الرسمي لمجلس القيم المنقولة (www.cdvm.gov.ma).

² الموقع الرسمي لمجلس القيم المنقولة (www.cdvm.gov.ma).

3.1. الوديع المركزي «Maroclear»:

وهو شركة مجهولة الاسم «S.A» تم إنشاؤها بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 جانفي 1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني¹، وتعد «Maroclear» هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب المكلفة بحفظ السندات لحساب المنتسبين إليها وبتسيير نظام تسديد وتسليم السندات. وتضطلع شركة «Maroclear» بالمهام الرئيسية التالية:²

- ✓ حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات؛
- ✓ إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة باسم المنتسبين إليها (البنوك، الجهات المصدرة، شركات البورصة، وشركات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة)؛
- ✓ مراقبة مسك المحاسبة السنوية لماسكي الحسابات والتحقق بصفة خاصة، من التوازنات المحاسبية المحددة في القانون، في إطار النظام العام للقيود في الحساب.

2. المتدخلون في سوق رأس المال:

ويمكن تصنيفهم وفقاً لما تقدم معنا إلى شركات ومهنيين يمارسون أنشطة مرتبطة بمجال الوساطة وتعبئة الادخار الجماعي، حيث يمكن تقسيمهم إلى ثلاث مجموعات رئيسية مفصلة على النحو التالي:

1.2. شركات البورصة «Sociétés de Bourse»:

شركات البورصة هم عبارة عن وسطاء مختصون، يحتكرون تداول القيم المنقولة المقيدة ببورصة الدار البيضاء. تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 211-93 حيث يتم الترخيص لها، حسب المادة 39 من القانون سالف الذكر، من قبل الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة. وحسب المادة 82 من القانون أعلاه، فإنه يتعين وجوباً انضمام شركات البورصة إلى جمعية مهنية تسمى الجمعية المهنية لشركات البورصة، وتسري عليها أحكام قانون الجمعيات الصادر في 15 نوفمبر 1958.

تخضع أنشطة شركات البورصة حسب المادة 52 من نفس القانون لمراقبة مجلس القيم المنقولة والتي تتمثل فيما يلي:

¹ - الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com).

- ظهير شريف رقم 1-96-246 صادر في 9 جانفي 1997 بتنفيذ القانون رقم 35-96 المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام للقيود بعض القيم في الحساب، الجريدة الرسمية عدد 4448 بتاريخ 16 جانفي 1997.

² - المرجع السابق.

- الموقع الرسمي لمجلس القيم المنقولة (www.cdvm.gov.ma).

- ✓ تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة؛
- ✓ إيداع وحفظ الأوراق المالية؛
- ✓ إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة؛
- ✓ تنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول؛
- ✓ تقديم المساعدة للجهات المصدرة عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة، وذلك من خلال إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وجمع طلبات الاكتتاب.

2.2. الشركات المسيرة «Sociétés de gestion»:

الشركات المسيرة أو ما يعرف كذلك في المغرب بشركات التدبير، هي عبارة عن شركات مساهمة يقتصر نشاطها حصراً على إدارة شركات التوظيف الجماعي. وتقسم الشركات المسيرة إلى ثلاث أصناف حسب طبيعة شركات التوظيف الجماعي المدارة: الشركات المسيرة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، والشركات المسيرة لهيئات توظيف الأموال بالمجازفة، والشركات المسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتسييد.

تخضع الشركات المسيرة، باستثناء الشركات المسيرة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، إلى اعتماد من الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي الهيئة المغربية لسوق الرساميل.

1.2.2. الشركات المسيرة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: «Sociétés de gestion d'Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)»

وهي شركات مساهمة يقتصر نشاطها حصراً على إدارة شؤون شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، التي يعرفها القانون كما يلي:¹

صندوق التوظيف المشترك: وهو لا يتمتع بالشخصية المعنوية، لأنه عبارة عن ملكية مشتركة للقيم المنقولة والسيوليات تصدر حصصها وتسترد متى طُلب ذلك، من قبل أي من المكتتبين أو أصحاب الحصص مقابل ثمن محدد، وفقاً لأحكام القانون.

شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير: وهي عبارة عن شركة مساهمة ينحصر الغرض منها في إدارة محفظة للقيم المنقولة والسيوليات تصدر أسهمها وتسترد متى طُلب ذلك، من قبل أي من المكتتبين أو المساهمين مقابل ثمن محدد، وفقاً لأحكام القانون.

¹ ظهر شريف بمثابة قانون رقم 1-93-213 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، صادر في 21 سبتمبر 1993، الجريدة الرسمية عدد 4223 في 6 أكتوبر 1993، (المغبر والمتمم بالقانون رقم 53.01).

تتمثل مهام الشركات المسيرة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فيما يلي:¹

- إدارة محفظة القيم المنقولة والسيولات التي تملكها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة؛
- القيام بعمليات الشراء والبيع لفائدة الصناديق التي تتولى إدارتها؛
- تقييم المحافظ وتحديد قيمة التصفية؛
- تولي مسؤولية إخبار المستثمرين والجمهور.

2.2.2. الشركات المسيرة لهيئات توظيف الأموال بالمجازفة: «Sociétés de gestion d'Organismes de Placements à Capital Risque (OPCR)»

وهي شركات مساهمة يقتصر نشاطها حصراً على إدارة شؤون شركات رأس مال المجازفة والصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة المزاولة لنشاط رأسمال المجازفة المرتكز على تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة في شكل سندات لرأس المال أو سندات للديون القابلة أو غير القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال وكذا تسيقات من حسابات الشركاء الجارية، وذلك وفقاً لأحكام القانون.²

وتتمثل مهام الشركات المسيرة لهيئات توظيف الأموال بالمجازفة فيما يلي:³

- القيام بتأسيس الصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة، وإن اقتضى الحال، شركات رأس مال المجازفة التي تتولى إدارتها؛
- العمل على توظيف أموال هيئات توظيف الأموال بالمجازفة التي تدير شؤونها؛
- تولي مسؤولية إخبار المستثمرين والجمهور.

3.2.2. الشركات المسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتسديد: «Sociétés de gestion des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT)»

وهي شركات مساهمة يقتصر نشاطها حصراً على إدارة شؤون صناديق التوظيف الجماعي للتسديد التي هي عبارة عن ملكية مشتركة (لا تتمتع بالشخصية المعنوية) ينحصر غرضها في تملك ديون مؤسسة أو مجموعة مؤسسات راغبة في التخلي عن كل ديونها أو جزء منها، في إطار عملية تسديد، عن طريق إصدار حصص، وعند الاقتضاء سندات دين.⁴

¹ الموقع الرسمي لمجلس القيم المنقولة (www.cdvm.gov.ma).

² ظهير شريف رقم 13-06-1 صادر في 14 فبراير 2006 بتنفيذ القانون رقم 05-41 المتعلق بهيئات توظيف الأموال بالمجازفة، الجريدة الرسمية عدد 5404 في 16 مارس 2006.

³ الموقع الرسمي لمجلس القيم المنقولة (www.cdvm.gov.ma).

⁴ ظهير شريف رقم 95-08-1 صادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06-33 المتعلق بتسديد الديون الناسخ للقانون رقم 98-10، المعدل والمتمم للقانون رقم 94-35 المتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول وكذا القانون رقم 01-24 المتعلق بعمليات الاستحفاظ، الجريدة الرسمية عدد 5684 في 20 نوفمبر 2008.

- وتتمثل مهام الشركات المسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي فيما يلي:¹
- القيام بتحويل الديون لحساب صندوق التوظيف الجماعي للتسنيدي الذي تتولى إدارته؛
- إصدار حصص أو سندات ديون أو كليهما لحساب الصندوق؛
- تلقي السيولات الآتية من الأصول التي تملكها صناديق التوظيف الجماعي للتسنيدي والقيام بتوظيفها، وعند الاقتضاء تقوم بعمليات التغطية النقدية؛
- تسديد مقابل تحويل الديون المتفق عليه إلى المؤسسة المبادرة؛
- تولي مسؤولية إخبار المستثمرين والجمهور.

المطلب الثالث: نشأة وتنظيم سوق رأس المال في تونس

سنسلط الضوء في هذا المطلب على نشأة سوق رأس المال في تونس وإبراز أهم المحطات والتطورات التي مر بها مع التطرق إلى أهم التشريعات القانونية المرافقة لإنشاء هذا السوق. بعد ذلك، سنلقي الضوء على الإطار التنظيمي لسوق رأس المال في تونس من خلال التطرق إلى الهيئات المؤسساتية المنظمة له والجهات المتدخلة فيه.

أولاً: نشأة سوق رأس المال

يعتبر إنشاء سوق لرأس المال في تونس حديثاً نسبياً مقارنةً بمصر والمغرب (بموجب القانون رقم 69-13 الصادر في 28 فبراير 1969)، إلا أن ظاهرة البورصة في تونس تعود إلى نهاية القرن التاسع عشر لما كان الأوروبيون المقيمون في تونس يتداولون الأوراق المالية مباشرةً وبأسعار ثابتة باتفاق الطرفين. يُعدُّ إنشاء سوق للقيم المنقولة في شكل غرفة مقاصة داخل الصندوق العقاري أول خطوة في طريق إنشاء سوق لرأس المال بتونس، حيث تم إنشاء هذا السوق في أعقاب إصدار أول قرض سندي من طرف الصندوق العقاري، ولقد كان نجاح غرفة المقاصة هذه، التي عملت على تسهيل تداول سنداتهما، مدعاةً لاقتباس هذا النموذج وتطوير العديد من غرف المقاصة، حيث ترتبط كل واحدة من هذه الغرف بشركة أين لا تُداول إلا سندات هذه الشركة.

وبمقتضى المرسوم المؤرخ في 23 أبريل 1945، تم إنشاء الديوان التونسي للقيم المنقولة الذي قام بتجميع غرف المقاصة، وكان عبارة عن هيئة خاصة تمارس نشاطها وفقاً لنظام جمعية الوسطاء المعتمد من قبل وزارة المالية، ولأجل هذا الغرض تم إنشاء سوقين: سوق رسمية، كانت لتداول القيم المنقولة المصدرة من قبل شركات تحقق أرباحاً، حيث كانت الأوراق المالية تطرح علناً وتبرر الجهات المصدرة

¹ الموقع الرسمي لمجلس القيم المنقولة (www.cdvm.gov.ma).

لها وجود ميزانيتين عموميتين على الأقل. وسوق موازية، تعلقت بالشركات حديثة النشأة، أي تلك التي لا تقدم الضمانات والحماية الضرورية للمدخرات العامة.

بعد الاستقلال (سنة 1956)، واصل الديوان التونسي للقيم المنقولة أداء مهمته المتمثلة في التسعير والتسجيل، إلا أن السلطات المالية بدأت التفكير في إعادة تنظيمه، ولقد كان العامل الحاسم في إنشاء بورصة القيم المنقولة في تونس هو الندوة الوطنية حول الادخار التي عقدت في جوان 1967، والتي ركزت توصياتها في الأساس على الدراسة المعمقة للادخار ومشاكل التمويل من خلال التأكيد على الاحتياجات الكبيرة والمستمرة لرأس المال بالنسبة للمؤسسات، ومن ثمّ تم إدراك الحاجة إلى إنشاء وتطوير سوق للأوراق المالية. وبالفعل، شهدت سنة 1969 ميلاد بورصة القيم المنقولة بتونس كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، والتي بدأت نشاطها فعلياً في ماي 1970.

وبعد الركود المسجل منذ سنة 1969، أطلقت الحكومة التونسية حزمة إصلاحات لأجل بناء سوق مالي فعال والتخلي عن التمويل المطلق للاقتصاد بواسطة النظام المصرفي، حيث كانت محطة الانطلاق الأولى سنة 1988. وعرفت أواخر 1994 تبني إصلاحات كبرى بإصدار قانون 14 نوفمبر 1994 الذي أدى إلى تحول جذري للسوق المالي في تونس باستحداث هيكل جديدة، حيث حمل هذا القانون في طياته إعادة تنظيم السوق المالي من خلال فصل مهام الرقابة وتسيير السوق، وذلك عبر استحداث سلطة رقابة أطلق عليها اسم "مجلس السوق المالي" ثم إعادة هيكلة بورصة الأوراق المالية بتونس سنة 1995 في صيغة شركة مجهولة الاسم مع إنشاء مستودع مركزي وحيد تمثل في "الشركة التونسية بين المتهنين للمقاصة وإيداع القيم المنقولة"، وتم الاعتماد فيما يتعلق بالجوانب العملية والتقنية لإعادة التنظيم هذا على خبرات المراكز المالية المتطورة لا سيما تبني نظام إلكتروني للتداول قصد تعزيز الشفافية وحماية السوق.¹

ثانياً: تنظيم سوق رأس المال

يرتكز التنظيم الحالي لسوق رأس المال في تونس على مجموعة من المؤسسات والمهنيين، تتنوع أدوارهم حسب المهام الموكلة إليهم والأنشطة التي يمارسونها داخل السوق، فمنهم من توكل إليه مهام التنظيم والإدارة للسوق أو مهمة حفظ القيم المنقولة، ومنهم من يمارس الوساطة بمختلف أشكالها أو من يرتبط نشاطه بتعبئة الادخار الجماعي.

¹ L'organisation du marché financier Tunisien (www.everyoneweb.fr/WA/DataFilesmgabsi.com/MF2.pdf).

1. الهيئات المؤسساتية المنظمة لسوق رأس المال:

وتتشكل من سلطة تنظيم ومراقبة وشركة مشرفة على إدارة شؤون السوق، إضافة إلى هيئة لحفظ القيم المنقولة، نستعرضها كالآتي:

1.1. هيئة السوق المالية «CMF»:

تم إحداث هيئة السوق المالية بموجب القانون رقم 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، وهي عبارة عن كيان يتمتع بالشخصية المدنية وبالاستقلال المالي منوط بها السهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة وفي كل توظيف للأموال يتم عن طريق المساهمة العامة. وضمن هذا الإطار، تسهر هيئة السوق المالية على تنظيم وحسن سير أسواق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة. وهي مكلفة أيضاً برصد المعلومات المالية ومعاينة أي مخالفة أو انتهاك للتشريع المعمول به.

مُنِحَ لهيئة السوق المالية، بموجب القانون السابق، سلطة الرقابة على كل من بورصة الأوراق المالية بتونس ووسطاء البورصة وشركة الإيداع والمقاصة والتسوية، كما أُعطي لها سلطة الوصاية على مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية.¹

وللقيام بالمهام الموكلة إليها، منح القانون لهيئة السوق المالية الصلاحيات التالية:²

- ✓ اتخاذ الترتيب (التنظيمات) في الميادين التي تدخل ضمن اختصاصها؛
- ✓ متابعة التطبيق السليم للتراتب المعمول بها والسير المنتظم للأسواق؛
- ✓ منح التراخيص لمؤسسات التوظيف الجماعي والوسطاء في البورصة؛
- ✓ المصادقة على المعلومات الصادرة عن مصدري الأوراق المالية والموجهة للمستثمرين؛
- ✓ إصدار العقوبات أو اقتراحها للسلطات المختصة في حال إخلال المتعاملين بالتزاماتهم المهنية أو في حال انتهاك القوانين والتراتب المعمول بها.

2.1. بورصة الأوراق المالية بتونس «BVMT»:

وهي مؤسسة عمومية ذات صبغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي، تم إنشاؤها سنة 1969 بموجب القانون رقم 13-69 وأعيد تنظيمها سنة 1994 بفصل مهام الرقابة عنها، ليعاد تنظيمها مرة أخرى سنة 1995 في صيغة شركة خفية (مجهولة) الاسم ذات طبيعة خاصة برأسمال يمتلكه وسطاء

¹ قانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 يتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 90 المؤرخ في 15 نوفمبر 1994، ص ص. 1972-1973.

² المرجع السابق، ص. 1976.

البورصة بالتساوي. وتخضع بورصة الأوراق المالية بتونس لإشراف وزير المالية ولتراتب هيئة السوق المالية.¹

تكمن المهمة الرئيسية للبورصة «BVMT» في إدارة سوق القيم المنقولة، والتي تتضمن على وجه الخصوص عمليات التداول والتسجيل، حيث يهدف هذا الخيار قبل كل شيء إلى السماح للسوق بأن تُدار من قبل مهنيين متخصصين. وهي ضمن هذا الإطار العام، وبالإضافة إلى المهام الموكلة إليها بمقتضى القوانين والتراتب ونظامها الأساسي، مكلفة بما يلي:²

- ✓ إدراج سندات جديدة بتسعيرة البورصة؛
- ✓ تنظيم المبادلات وتسعير السندات في أحسن الظروف من المساواة والأمان والشفافية؛
- ✓ نشر معلومات السوق؛
- ✓ تطوير البورصة والترويج لها.

3.1. التونسية للمقاصة «Tunisie Clearing»:

وهي عبارة عن شركة ما بين المهنيين للإيداع والمقاصة والتسوية، تقوم بدور المودع المركزي للأوراق المالية والمتصرف في منظومة الدفع والتسليم، تأسست في 28 ديسمبر 1993 وتم تكوينها في شكل شركة خفية الاسم بموجب القانون 117 لسنة 1994، يساهم في رأسمالها بصفة متكافئة وسطاء البورصة وغيرهم من المؤسسات التي يصادق وزير المالية على مساهمتها، وتتمثل مهامها الرئيسية في الحفظ المركزي للقيم المنقولة لحساب المنتسبين بصفتها الضامنة لسلامة إصدار الأوراق المالية، وكذا تنظيم تحويل الأوراق المالية بين المنتسبين عبر نظام الدفع والتسليم، بالإضافة إلى مهام أخرى مرتبطة بنشاطها تهدف إلى تسهيل تحقيق مهامها.³

2. المتدخلون في سوق رأس المال:

يمكن تصنيفهم في ثلاث مجموعات رئيسية هي كالتالي:

- أ. الوسطاء في البورصة،
- ب. شركات الاستثمار في الأوراق المالية،
- ت. مؤسسات التوظيف الجماعي العاملة في البورصة.

¹ الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية لتونس (www.cmf.org.tn).

² الموقع الرسمي لبورصة تونس (www.bvmt.com.tn).

³ الموقع الرسمي للشركة ما بين المهنيين للإيداع والمقاصة والتسوية (http://www.sticodevam.com)، التونسية للمقاصة (http://www.tunisieclearing.com)، والفصل 77 والفصل 78، قانون عدد 117 لسنة 1994، مرجع سابق، ص. 1977.

1.2. الوسطاء في البورصة:

وسطاء البورصة هم أشخاص، طبيعيين كانوا أو معنويون، يمارسون نشاط الوساطة في البورصة على وجه التفرغ دون جمعه مع أي نشاط آخر، وذلك بعد حصولهم على مصادقة هيئة السوق المالية. يكلف وسطاء البورصة دون سواهم بتداول وتسجيل الأوراق المالية والحقوق المرتبطة بها والأدوات المالية ببورصة الأوراق المالية بتونس، كما يمكن لهم القيام بالعمليات التي لها ارتباط بتلك المهام طبقاً لشروط يتم ضبطها بأمر* يتعلق بالنظام الأساسي لوسطاء البورصة، حيث تتمثل هذه العمليات فيما يلي:¹

- الاستشارة المالية،
- السعي المصنفي المالي**،
- إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية،
- إدارة محافظ الأوراق المالية لفائدة مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية،
- توظيف الأوراق والأدوات المالية،
- تغطية الإصدارات لفائدة المؤسسات العمومية أو الخاصة،
- التدخل للحساب الخاص،
- التخصص في صناعة السوق،
- حمل الأسهم لفائدة الغير.

تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن ممارسة نشاط التدخل للحساب الخاص ونشاط التخصص في صناعة السوق ونشاط تغطية الإصدارات إلا من طرف الشركات خفية الاسم المتخصصة في البورصة.²

2.2. شركات الاستثمار في الأوراق المالية:

وهي عبارة عن شركات خفية الاسم تتمثل مهمتها في النهوض بالاستثمارات وتنمية السوق المالية³. في بداية الأمر، صنف القانون عدد 92 لسنة 1988 شركات الاستثمار إلى نوعين: شركات استثمار ذات

* الأمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في 1 نوفمبر 1999 المتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة، المنقح والمتمم بالأمر عدد 1678 لسنة 2007 المؤرخ في 5 جويلية 2007.

¹ الفصل 55، الفصل 56، والفصل 57، قانون عدد 117 لسنة 1994، مرجع سابق، ص ص. 1975-1976.
** يقصد به نشاط الشخص الذي يتردد بصفة معتادة على مقر إقامة الأفراد أو على مواقع عملهم أو في الأماكن العامة ليعرض عليهم اكتتاب أوراق مالية أو اقتنائها.

² الفصل 2، أمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في أول نوفمبر 1999 يتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 93 المؤرخ في 19 نوفمبر 1999، ص. 2794.

³ الفصل الأول (جديد)، قانون عدد 83 لسنة 2001 المؤرخ في 24 جويلية 2001 يتعلق بإصدار مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 59 المؤرخ في 24 جويلية 2001، ص. 2322.

رأس مال قار «Sociétés d'Investissement à Capital Fixe (SICAF)» وإلى شركات استثمار ذات رأس مال متغير «Societes d'Investissement à Capital Variable (SICAV)»¹، غير أن القوانين اللاحقة أدرجت تغييرات هامة على هذا القانون والمواد المتعلقة به، إذ تم إدراج صنف ثالث جديد للتقسيم السابق يتمثل في شركات الاستثمار ذات رأس مال تنمية «Sociétés d'Investissement à Capital Risque (SICAR)» (شركات رأس المال المخاطر)²، لتعرف سنة 2001 إقرار تشريع جديد تم بموجبه إلغاء الصنف الثاني المتمثل في شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وإدراجها ضمن أصناف مؤسسات التوظيف الجماعي، وذلك بموجب القانون عدد 83 المؤرخ في 24 جويلية 2001 المتعلق بإصدار مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي.

وبذلك يمكن لشركات الاستثمار أن تتكون في إطار أحد الصنفين التاليين:³

1.2.2. شركات الاستثمار ذات رأس مال قار «SICAF»:

ويتمثل غرضها في إدارة محفظة من القيم المنقولة بواسطة استعمال مواردها الذاتية، كما أنه يرخص لها القيام بالعمليات التي لها علاقة وثيقة بهذا الغرض وتتماشى معه.⁴

2.2.2. شركات الاستثمار ذات رأس مال تنمية «SICAR»:

أدرج هذا الصنف من الشركات لأول مرة بموجب القانون عدد 87 لسنة 1995، ثم جاء المرسوم عدد 99 لسنة 2011 لينقح التشريع المتعلق بهذا النوع من الشركات، حيث أصبح غرضها يتمثل في المساهمة لحسابها أو لحساب الغير وبهدف إعادة إحالتها أو التفويت فيها في تعزيز فرص الاستثمار وتدعيم الأموال الذاتية للشركات التي مقرها بالبلاد التونسية وغير المدرجة بالبورصة باستثناء تلك الناشطة في القطاع العقاري المتعلق بالسكن.⁵

¹ الفصل 2، قانون عدد 92 لسنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 يتعلق بشركات الاستثمار، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 52 المؤرخ في 2 أوت 1988، ص. 1089.

² الفصل 2 (جديد)، قانون عدد 87 لسنة 1995 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 يتعلق بتنقيح وانمام القانون عدد 92 لسنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 المتعلق بشركات الاستثمار، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 89 المؤرخ في 7 نوفمبر 1995، ص. 2190.

³ موقع بوابة وزارة المالية التونسية (www.finances.gov.tn).

⁴ الفصل 3، قانون عدد 92 لسنة 1988، مرجع سابق، ص. 1089.

⁵ الفصل 21 (جديد)، مرسوم عدد 99 لسنة 2011 مؤرخ في 21 أكتوبر 2011 يتعلق بتنقيح التشريع المتعلق بشركات الاستثمار ذات رأس مال تنمية والصناديق المشتركة للتوظيف في رأس مال تنمية وتيسير شروط تدخلاتها، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 81 المؤرخ في 25 أكتوبر 2011، ص. 2395.

3.2. مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية العاملة في البورصة:

وهي أحد الأصناف الثلاثة لمؤسسات التوظيف الجماعي «Les Organismes de Placement Collectif (OPC)»، إلى جانب مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية العاملة خارج البورصة والصناديق المشتركة للديون، العاملة ضمن إطار مجلة (قانون) مؤسسات التوظيف الجماعي الصادرة بموجب القانون عدد 83 لسنة 2001، حيث تصنف مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية العاملة في البورصة إلى نوعين اثنين هما: شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير «Societes d'Investissement à Capital Variable (SICAV)» والصناديق المشتركة للتوظيف في الأوراق المالية «les Fonds Communs de Placement (FCP) en valeurs mobilières»¹.

1.3.2. شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير «SICAV»:

وهي شركات خفية الاسم يتمثل موضوعها الوحيد في إدارة محفظة من الأوراق المالية، وتتكون مواردها من أموالها الذاتية دون سواها من الموارد الأخرى.²

2.3.2. الصناديق المشتركة للتوظيف «FCP» في الأوراق المالية:

وهي عبارة عن ملكية مشتركة لأوراق مالية، بحيث لا تكون لديها الشخصية المعنوية ولا تطبق عليها أحكام مجلة الحقوق العينية الخاصة بالأموال المشاعة وكذلك الأحكام المتعلقة بشركات المحاصة³، ويتم تأسيس الصندوق المشترك للتوظيف في الأوراق المالية بمبادرة مشتركة من المتصرف والمودع لديه اللذان يتوليان إعداد النظام الداخلي⁴، ويجب أن يكون المتصرف في الصندوق المشترك للتوظيف في الأوراق المالية بنكا أو وسيطا بالبورصة.⁵

¹ - موقع بوابة وزارة المالية التونسية (www.finances.gov.tn).

- الفصل 2، قرار من وزير المالية مؤرخ في 29 أفريل 2010 يتعلق بالتأشير على ترتيب هيئة السوق المالية المتعلقة بمؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية وبالتصرف في محافظ الأوراق المالية لفائدة الغير، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 41 المؤرخ

في 21 ماي 2010، ص. 1424.

² الفصل 2، قانون عدد 83 لسنة 2001، مرجع سابق، ص. 2322.

³ الفصل 10، المرجع السابق، ص. 2323.

⁴ الفصل 14، المرجع السابق.

⁵ الفصل 16، المرجع السابق.

المطلب الرابع: نشأة وتنظيم سوق رأس المال في الجزائر

سنسلط الضوء في هذا المطلب على نشأة سوق رأس المال في الجزائر وإبراز أهم المحطات والتطورات التي مر بها مع التطرق إلى أهم التشريعات القانونية المرافقة لإنشاء هذا السوق. بعد ذلك، سنلقي الضوء على الإطار التنظيمي لسوق رأس المال في الجزائر من خلال التطرق إلى الهيئات المؤسساتية المنظمة له والجهات المتدخلة فيه.

أولاً: نشأة سوق رأس المال

لم تعرف الجزائر نشأة سوق لرأس المال إلا حديثاً، حيث تعتبر بورصة الجزائر الأحدث في منطقة شمال إفريقيا. ويندرج مسعى إنشاء هذا السوق في إطار الإصلاحات التي باشرت السلطات الجزائرية بتطبيقها سنة 1988 في أعقاب الأزمة البترولية لعام 1986 وما خلفته من مشاكل اقتصادية واجتماعية، حيث جاءت إصلاحات 1988 تمهيداً لدخول الجزائر إلى اقتصاد السوق إثر تبنيها النهج الليبرالي في تحقيق التنمية الاقتصادية وتخليها عن التوجه القديم الاشتراكي القائم على سياسة التخطيط المركزي الذي تم انتهاجه منذ الاستقلال. وتعزز طرح إنشاء سوق لرأس المال بعد إصدار القانون 88-01 سنة 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون 88-03 المتعلق بإنشاء ثماني صناديق مساهمة، هذين القانونين اللذين بموجبهما تم تحويل الطبيعة القانونية للمؤسسات العمومية من مؤسسات عمومية اقتصادية إلى شركات مساهمة وزعت أسهمها ما بين صناديق المساهمة فأصبحت بذلك تخضع لأحكام القانون التجاري المعدل والمتمم بالقانون رقم 88-04 من نفس السنة، وهنا بدا جلياً ضرورة إقامة سوق لرأس المال يتم فيها تداول هذه الأسهم، وكذا استكمالاً لمتطلبات التوجه الاقتصادي الليبرالي الجديد.

دخلت بداية مرحلة التأسيس الفعلي لسوق رأس المال سنة 1990 بإنشاء شركة مساهمة لتداول القيم المنقولة، سُميت آنذاك بمؤسسة القيم المنقولة «Société des Valeurs Mobilières (SVM)»، برأس مال قدره 320.000,00 دج موزع بحصص متساوية بين صناديق المساهمة الثمانية. وفي شهر فيفري من سنة 1992 رُفِعَ رأس مالها إلى: 9.320.000,00 دج، كما غُيِّرَ اسمها ليصبح: بورصة القيم المنقولة «Bourse des valeurs mobilières (BVM)». إلا أن التأسيس الفعلي لسوق رأس المال كان سنة 1993 بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 الذي أقر رسمياً بتأسيس بورصة للقيم المنقولة واتخاذ الجزائر العاصمة المكان الوحيد لانعقاد جلساتها. كما حمل هذا المرسوم (93-10) في طياته الهيئات المشكلة للبورصة والتي تمثلت في:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة «Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)»
 - شركة تسيير بورصة القيم «Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV)».
- بالإضافة إلى ذلك، جاء في هذا المرسوم كذلك توضيح مهام الوسطاء في عمليات البورصة «Les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB)»، وتوالى بعده صدور مجموعة من التشريعات واللوائح القانونية الأخرى التي تصب في إطار استكمال متطلبات قيام سوق رأس المال، إلا أنه وبالرغم من كل هذه الإجراءات فإن الانطلاقة الفعلية لنشاط بورصة القيم المنقولة لم تتم إلا في بداية سنة 1998، بعد الافتتاح الرسمي لها نهاية 1997.¹

ثانياً: تنظيم سوق رأس المال

بورصة الجزائر هي قبل كل شيء عبارة عن سوق منظم لرأس المال (على عكس السوق غير الرسمي «Marché de gré à gré») يتشكل من مجموعة من المهنيين والمؤسسات التي تنظم وتهيكّل وتراقب السير الحسن للمعاملات داخل البورصة. تقوم سوق رأس المال على مؤسسات ومهنيين يصنفون كالاتي:

1. الهيئات المؤسسية المنظمة لسوق رأس المال:

وتضم ثلاث مؤسسات مبينة كالاتي:

1.1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة «COSOB»:

وهي عبارة عن سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تم إنشاؤها، كما أسلفنا الذكر بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، للاضطلاع تحديداً بمهمة السهر على حماية المدخرات المستثمرة في شكل قيم منقولة أو أي منتج مالي آخر يعطي الحق للاكتتاب العام، وكذا مهمة ضمان السير الحسن وإضفاء الشفافية على جميع التعاملات التي تتم تحت سقف بورصة القيم المنقولة. وللقيام بالمهام المنوطة بها مُنحت «COSOB» سلطة إصدار اللوائح المنظمة لسير سوق القيم المنقولة وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق.²

¹: - ريجان، الشريف،، حمداوي، الطاوس. (جوان 2013) بورصة الجزائر: رهانات وتحديات التنمية. مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، عدد 34. عنابة: جامعة باجي مختار، ص. 50؛

- BOUZAR, Chabha. (Juin 2010) *Revue Campus*, N°18, Tizi-Ouzou : Université Mouloud Mammeri, pp. 2-4.
² <http://www.cosob.org.>, <http://www.sgbv.dz.>, COSOB, *Rapport annuel 2014*. p. 7.

2.1. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة «SGBV»:

تعرف عموماً باسم بورصة الجزائر، تأسست بموجب المرسوم التشريعي 93-10 وتحقق إنجازها فعلياً في 25 ماي 1997. تعتبر «SGBV» شركة ذات أسهم تعود ملكية جميع أسهمها وبحصص متساوية إلى الوسطاء في عمليات البورصة «IOB» المعتمدون من طرف «COSOB». تتولى «SGBV» القيام بمجموعة من المهام التي يتم تنفيذها تحت إشراف ورقابة «COSOB»، وتتمثل هذه المهام فيما يلي:¹

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

3.1. الجزائر للمقاصة «Algérie-clearing»:

الجزائر للتسوية أو ما يسمى كذلك بالمؤتمن المركزي للسندات، هي عبارة عن شركة ذات أسهم تأسست بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003. المساهمة في هذه الشركة مفتوحة للوسطاء في عمليات البورصة وللشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة «SGBV». ويقع على عاتق شركة الجزائر للمقاصة ضمان ثلاث وظائف رئيسية تتمثل في:

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين والسهر على استمرار حركيتها؛
 - متابعة حركة السندات من خلال القيام بمراقبة أوامر توصيلها بين الوسطاء الماليين وتسهيل تحويلها من حساب إلى حساب؛
 - إدارة السندات من خلال تمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات (القيام بالدفع، رفع رأس المال...)، وذلك حسب التعليمات المتلقاة من طرف المالكين.
- إضافة إلى هذه الوظائف الرئيسية تقوم الجزائر للمقاصة كذلك بتقنين السندات المقبولة في عملياتها حسب المقياس الدولي «I.S.I.N»، وكذا نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.²

2. المتدخلون في سوق رأس المال:

ويمكن تصنيفهم إلى وسطاء في عمليات البورصة ومتعاملون في البورصة.

¹ SGBV, **Rapport d'Activité 2010**, Mars 2011, pp. 4-5., <http://www.cosob.org>., <http://www.sgbv.dz>.

² <http://www.cosob.org/ar/algérie-clering>., COSOB, **Rapport annuel 2013**. p. 55.

1.2. الوسطاء في عمليات البورصة «IOB»:

حسب المرسوم التشريعي 93-10، المعدل بالأمر 96-10 المؤرخ في 10 جانفي 1996، لاسيما مادته الرابعة، فإن الوسطاء في عمليات البورصة هم من يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة، غير أنه وفقاً للمادة الخامسة يمكن أن تتم عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق*. وحسب المادة السادسة من نفس القانون، فإن ممارسة نشاط الوسيط في عمليات البورصة تكون من قبل أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم تم إنشاؤها أساساً لهذا الغرض، وذلك بطبيعة الحال بعد الحصول على الاعتماد من طرف «COSOB»¹. وتتمثل المهام التي يضطلع بها الوسطاء في عمليات البورصة فيما يلي:²

- ✓ التفاوض لحساب الغير،
- ✓ الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة،
- ✓ التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب،
- ✓ تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة،
- ✓ توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية،
- ✓ ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة،
- ✓ التفاوض لحسابهم الخاص،
- ✓ حفظ القيم المنقولة وإدارتها،
- ✓ إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

2.2. المتعاملون في البورصة:

يتمثل المتعاملون في بورصة الجزائر في:

- ماسكوا الحسابات حافظوا السندات «Les teneurs de comptes-conservateurs de titres (TCC)»،
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة «Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)».

* وهو الإجراء الذي اعتمدته شركة إعادة التمويل الرهنى «SRH» في بيع سنداتها المضمونة برهن عقاري المسعرة في البورصة، حيث تم تداول هذه الأخيرة خارج البورصة.

¹ مرسوم تشريعي رقم 93-10 ممضي في 23 مايو 1993 متعلق ببورصة القيم المنقولة، وزارة المالية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 34 مؤرخة في 23 مايو 1993، ص. 4، أمر رقم 96-10 ممضي في 10 يناير 1996 يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وزارة المالية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 3 مؤرخة في 14 يناير 1996، ص. 34-35.

² Site officiel de la Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse COSOB (www.cosob.org).

1.2.2. ماسكوا الحسابات - حافظوا السندات «TCC»:

يتمثل نشاط مسك الحسابات - حفظ السندات، حسب مفهوم النظام رقم 03-02 المؤرخ في 18 مارس 2003 الصادر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها «COSOB»، في تسجيل السندات باسم صاحبها في الحساب، من جهة، أي الإقرار بحقوق صاحب السندات على هذه السندات، ومن جهة أخرى حفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب كفاءات خاصة بكل إصدار للسندات. وحسب النظام نفسه، يقوم بممارسة نشاط مسك الحسابات - حفظ السندات البنوك والمؤسسات المالية وكذا الوسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف «COSOB» وانخراطهم في المؤتمر المركزي للسندات. زيادةً على أولئك، يرخّص بممارسة نشاط مسك الحسابات - الحفظ للمؤسسات المرخص لها بالقيام بعمليات البنوك المنصوص عليها في الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها، إضافةً إلى الشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرةً.¹

2.2.2. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة «OPCVM»:

وهي شركات معتمدة من طرف «COSOB»، يتمثل دورها الرئيسي في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في السوق المالي. تأسست «OPCVM» بمقتضى الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، بحيث تتألف من شركات أو صناديق تهدف إلى تأسيس محفظة قيم منقولة ومنتجات مالية أخرى وتسييرها لحساب الغير. من خلال تعيبتها للمدخرات، تقوم «OPCVM» بتوفير بدائل استثمارية للذين لا تتوفر لديهم الخبرة الكافية لاستثمار مدخراتهم بشكل مباشر في السوق المالي، وبالتالي ضمان تسيير أنجع وأكثر أماناً لمحافظهم المالية.²

ضمن الإطار التشريعي الجزائري، يتم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة تحت الشكلين التاليين:

- شركة استثمار ذات رأسمال متغير «Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV)»
- صندوق مشترك للتوظيف «Fonds Communs de Placement (FCP)»

¹ نظام رقم 03-02 المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس 2003 متعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ص ص. 1-2.

² أمر رقم 96-08 ممضي في 10 يناير 1996 متعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وزارة التجارة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 3 مؤرخة في 14 يناير 1996، ص ص: 19-23.

1.2.2.2. شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير «SICAVs»:

وهي عبارة عن شركات مساهمة ذات رأس مال متغير تقوم بإصدار أسهم ويعاد شراؤها، في كل وقت، بناءً على طلب أي مكتب أو مساهم. تخضع «SICAVs» لأحكام القانون التجاري، وتهدف أساساً إلى تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول. تجدر الإشارة إلى أنه توجد شركة استثمار ذات رأس مال متغير وحيدة في الجزائر، ألا وهي "شركة الاستثمار المالي «SICAV CELIM»" التي تم اعتمادها من طرف «COSOB» سنة 1998.¹

2.2.2.2. الصناديق المشتركة للتوظيف «FCPs»:

وهي صناديق ذات ملكية مشتركة للقيم المنقولة، بحيث يتم إصدار حصص هذه الملكية ويعاد شراؤها بناءً على طلب الحاملين لهذه الحصص. لا تتمتع «FCPs» بالشخصية المعنوية لأنه كما أسلفنا الذكر هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة. ووفقاً للمادة 28 من الأمر 96-08 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، يقوم بتسيير «FCPs» شخص طبيعي أو معنوي وفقاً لأنظمتها وحسب مصلحة حاملي الحصص فقط.²

¹ - أمر رقم 96-08 ممضي في 10 يناير 1996 متعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مرجع سابق، ص: 19-23.

- (www.cosob.org/opcvm)

² <http://www.cosob.org/opcvm>.

المبحث الثاني: التمويل العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا

يعد الاستثمار العقاري عامل مساهمة رئيسي في النمو الاقتصادي والرفاه المعيشي للأسر وكذا التنمية الحضرية، فالبناء هو أحد القطاعات الأكثر تأثيراً على الاقتصاد، ذلك أنه يزيد من عمق الأنظمة المالية ويجعلها أكثر كفاءةً من خلال مساعدته على تعبئة المدخرات وتوسيع نطاق الوصول إلى التمويل والحد من المصادر غير الرسمية للتمويل.

غير أن الاستثمار العقاري تغمره العديد من التحديات، فجعل الإسكان بتكلفة ميسورة لا يتحقق إلا بواسطة نظام إقراض فعال يتمتع بقدرة على تسهيل المعاملات طويلة الأجل وبسط التكاليف الاستثمارية الكبيرة واستخدام معدلات فائدة ثابتة لأغراض تحقيق الاستقرار. هذه السمات غير موجودة في معظم الاقتصادات الناشئة كما يصعب بناؤها. ومن دون هكذا نظام، مهما يكن، يظل الإقراض قصير الأمد ومقيد. إن الإقراض العقاري، بما في ذلك الاستثمارات التجارية والإئتمانية، بإمكانه زعزعة استقرار النظام المالي، لا سيما إن كان مرتبطاً بمخاطر المضاربة الظرفية والدورية للأسواق، وخير مثال على ذلك الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

تختلف منطقة شمال إفريقيا وراء مناطق أخرى من حيث جعل موارد السوق متاحة أمام الاستثمار العقاري، فتقليد التدخل القوي للدولة، والاعتماد على الثروة النفطية، وعدم التوازن على مستوى الاقتصاد الكلي، وضعف الهياكل المالية قد أعاق تطوير الأنظمة المالية في هذه المنطقة. مع ذلك، فإن الحاجات المتزايدة للإسكان، والتحرير الاقتصادي، والظروف الاقتصادية الأنسب قد تلاقت مع شرارة التطورات الجديدة في موارد الأسواق في العشرية السابقة.

المطلب الأول: نظرة عامة على الأسواق العقارية في بلدان شمال إفريقيا

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى واقع التمويل العقاري السكني وإلى التركيبة السكانية والعوامل الاقتصادية والاجتماعية المتسببة في الأزمات الإسكانية في منطقة شمال إفريقيا. كما سنتناول أهم التفاعلات التي تحدث ما بين سوق الإسكان والائتمان، مع التعرض أخيراً إلى أهمية التمويل العقاري التجاري في المنطقة والاختلاف الذي يميز هذا الأخير عن التمويل العقاري السكني.

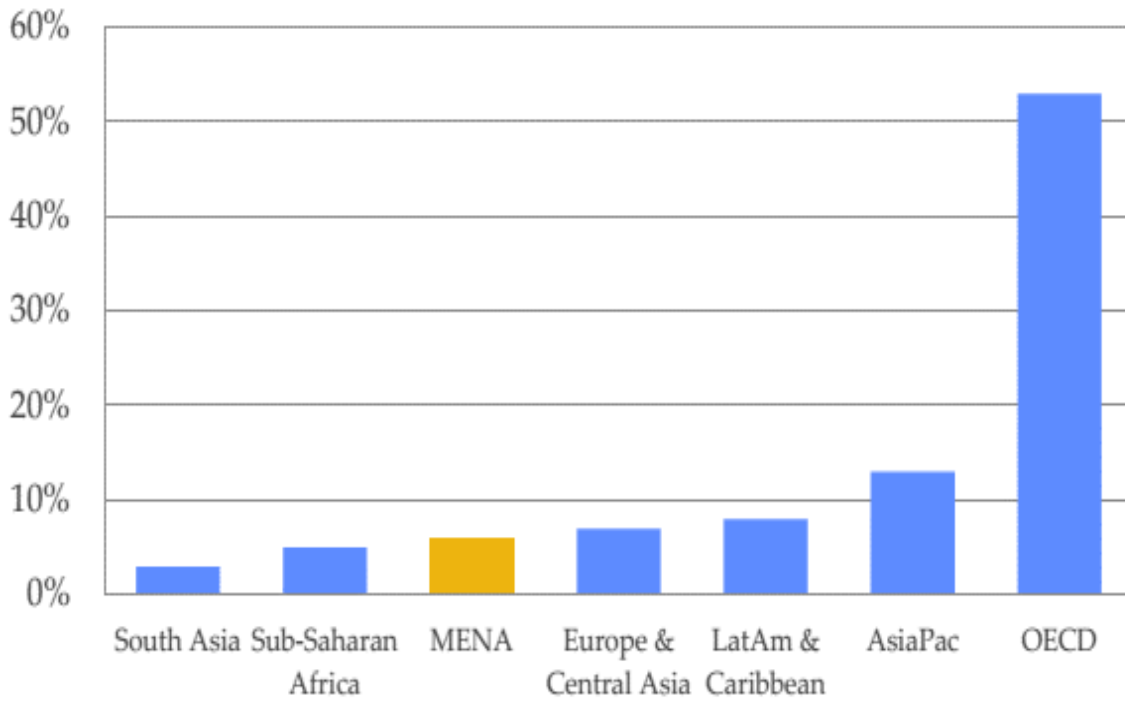
أولاً: التمويل العقاري السكني

لا يزال التمويل العقاري السكني متخلفاً في منطقة شمال إفريقيا على الرغم من الحاجة القوية الحالية والمستقبلية لهذا النوع من التمويل. وأحد الأسباب الجوهرية لهذا التخلف هو كون تمويل الإسكان القائم على

آلية السوق يعتبر جديد نسبياً في منطقة شمال إفريقيا وحتى الشرق الأوسط مقارنةً بمناطق العالم الأخرى التي تعرف عراقاً وتطوراً في هذا المجال.

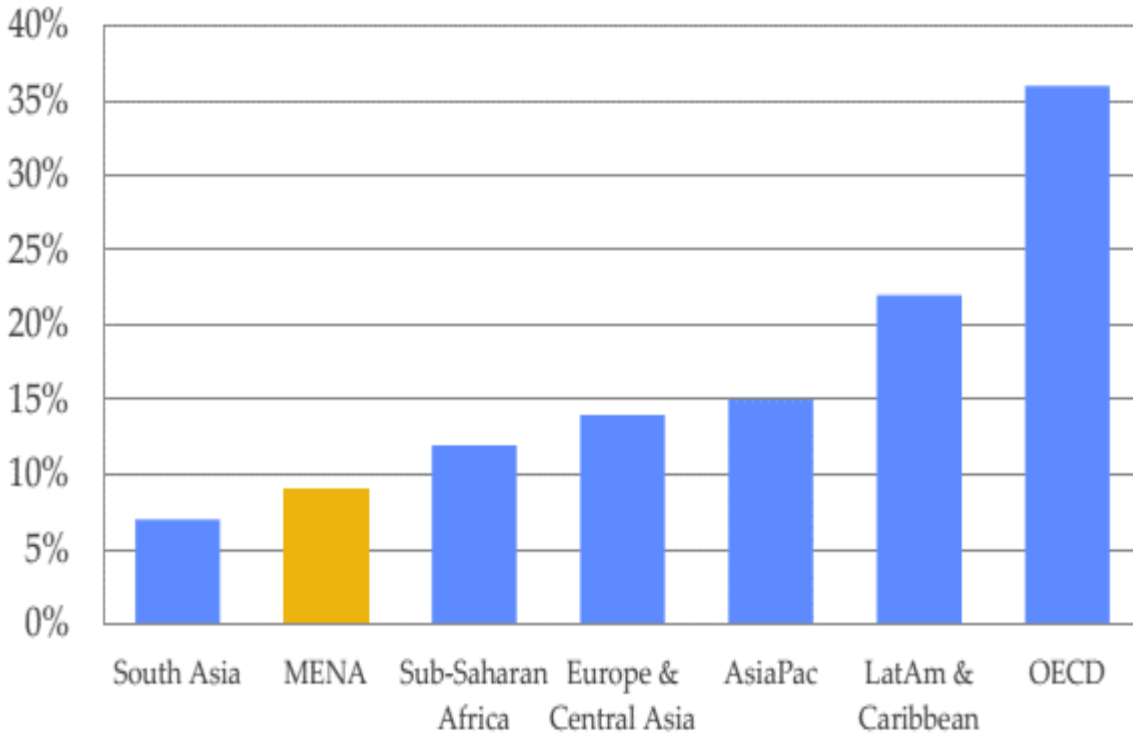
باستثناء قروض الإسكان الممنوحة مباشرةً من طرف المؤسسات الحكومية، فإن معظم بلدان منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط «Middle East and North Africa (MENA)» لا تزال في المراحل الأولية من حيث تطوير تمويل الإسكان. وعلى الصعيد العالمي، تتخلف المنطقة عن أسواق أخرى من مستويات دخل متقاربة أو أقل، فالمعدلات الإقليمية لتمويل الإسكان إلى الناتج المحلي الإجمالي «PIB» وإلى نسب الائتمان الإجمالية تعتبر أقل مما هي عليه في منطقة أوروبا وآسيا الوسطى «Europe & Central Asia (ECA)» وفي منطقة أمريكا اللاتينية والكاريبي «Latin America & Caribbean (LAC)»، وأعلى فقط مما هي عليه في إفريقيا جنوب الصحراء «Sub-Saharan Africa» وجنوب آسيا «South Asia» (أنظر الشكلين رقم 38 و39).

الشكل رقم (38): نسبة القروض السكنية إلى الناتج المحلي الخام



Source: Siddiqui, Khurram Shakeel. The Institute of International Finance (IIF) MENA Regional Economic Forum (2014) **The Real Estate Sector: Opportunities and Risks**, MANAMA (BAHRAIN) 29-30 September 2014, p. 1. Online: <https://www.iif.com/file/6408/download?token=VvnieUDF> (Accessed: 02/01/2015).

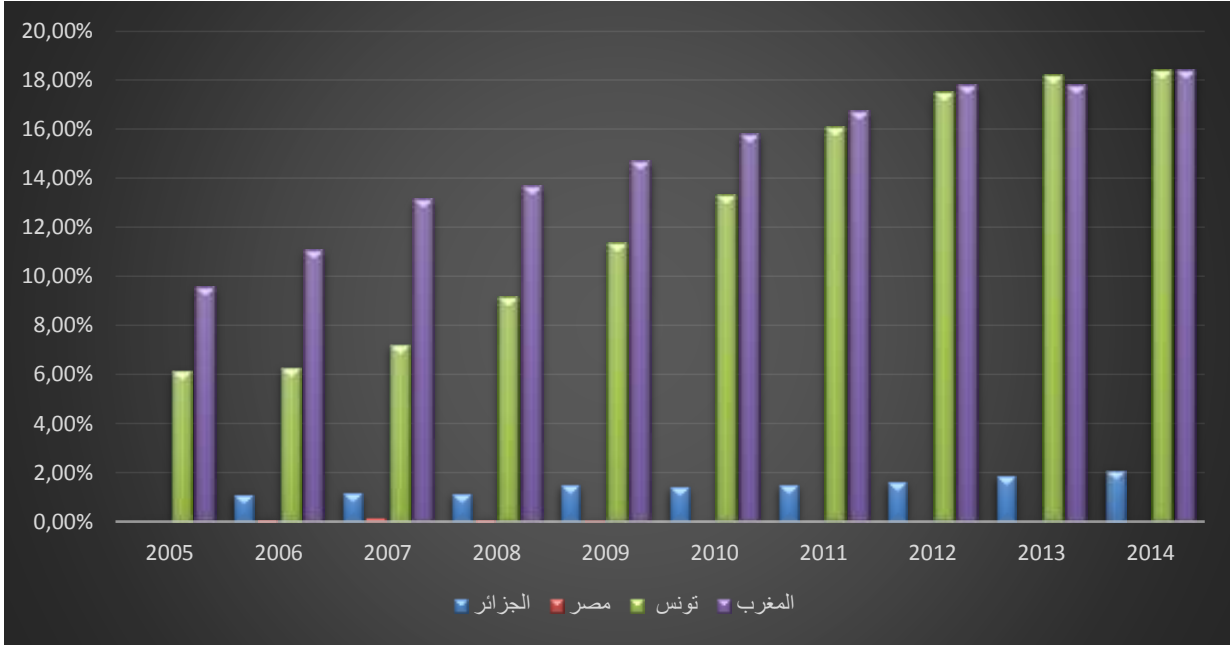
الشكل رقم (39): نسبة القروض السكنية إلى إجمالي القروض



Source: Siddiqui, Khurram Shakeel. The Institute of International Finance (IIF) MENA Regional Economic Forum (2014) **The Real Estate Sector: Opportunities and Risks**, MANAMA (BAHRAIN) 29-30 September 2014, p. 1. Online: <https://www.iif.com/file/6408/download?token=VvnieUDF> (Accessed: 02/01/2015).

أما إذا وجهنا تركيزنا إلى منطقة شمال إفريقيا تحديداً، فإننا نجد أنها أبعد من أن تكون متجانسة، فسوقا المغرب وتونس هما الوحيدان اللذان يعرفان نمواً جد سريع في المنطقة (يقدر بأكثر من 20% سنوياً)، وقد وصلا (أي سوقا المغرب وتونس) كذلك إلى درجة عالية من النضج مقارنةً بسوقَي الجزائر ومصر (أنظر الشكلين رقم 40 و 41).

الشكل رقم (40): القروض العقارية السكنية المستحقة عند نهاية السنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الخام



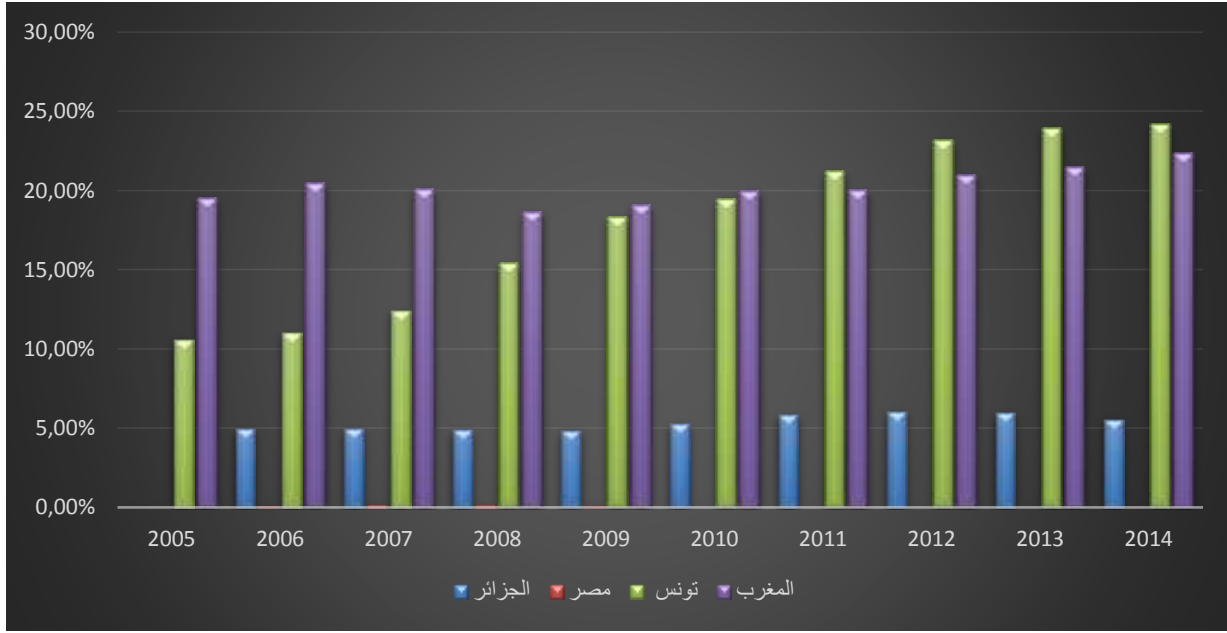
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر التالية:

- بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقارير السنوية 2007-2014.
- البنك المركزي التونسي، التقارير السنوية 2006-2014.
- تطورات نشاط التمويل العقاري في مصر: «Euromoney Egypt Housing Finance Conference: Funding, Promoting and regulating Housing Finance in Egypt»، 14 مايو 2007، وزارة الاستثمار، جمهورية مصر العربية.
- مؤتمر اليورومني للاستثمار والتمويل العقاري، مايو 2009 ويونيو 2010، وزارة الاستثمار، جمهورية مصر العربية.
- Bank Al-Maghrib, Ventilation du crédit bancaire par objet économique, sur: <http://www.bkam.ma/>, le 10/01/2015.
- World Economic Outlook Database, January 2015.

ملاحظة:

بالنسبة للبيانات المتعلقة بحجم القروض العقارية السكنية الممنوحة للأسر والأفراد في دولة مصر، هناك تضارب واختلاف كبير ما بين المصادر المتاحة للمعلومات فيما يخص المبالغ المقدمة (السنوية والتراكمية) بالنسبة للسنوات الأخيرة من 2010 إلى 2014، لذا لم يتم الاعتماد بها. كما لا تتوفر البيانات سالفة الذكر، فيما يتعلق بالجزائر، بالنسبة لسنة 2005.

الشكل رقم (41): القروض العقارية السكنية المستحقة عند نهاية السنة كنسبة مئوية من إجمالي القروض البنكية الممنوحة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الإحصائيات التالية:

- بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقارير السنوية 2009-2014.
- تطورات نشاط التمويل العقاري في مصر : «Euromoney Egypt Housing Finance Conference : Funding, Promoting and regulating Housing Finance in Egypt»، 14 مايو 2007، وزارة الاستثمار، جمهورية مصر العربية.
- مؤتمر اليورومني للاستثمار والتمويل العقاري، مايو 2009 ويونيو 2010، وزارة الاستثمار، جمهورية مصر العربية.
- البنك المركزي المصري، قطاع البحوث والتطوير والنشر، النشرة الإحصائية الشهرية، الأعداد 110 ماي 2006، 122 ماي 2007، 134 ماي 2008، 147 جوان 2009، 158 ماي 2010، 170 ماي 2011، 182 ماي 2012، 194 ماي 2013، 206 ماي 2014.
- البنك المركزي التونسي، التقارير السنوية 2006-2014.
- Bank Al-Maghrib, Ventilation du crédit bancaire par objet économique, sur: <http://www.bkam.ma/>, le: 10/01/2015.
- World Economic Outlook Database, January 2015.

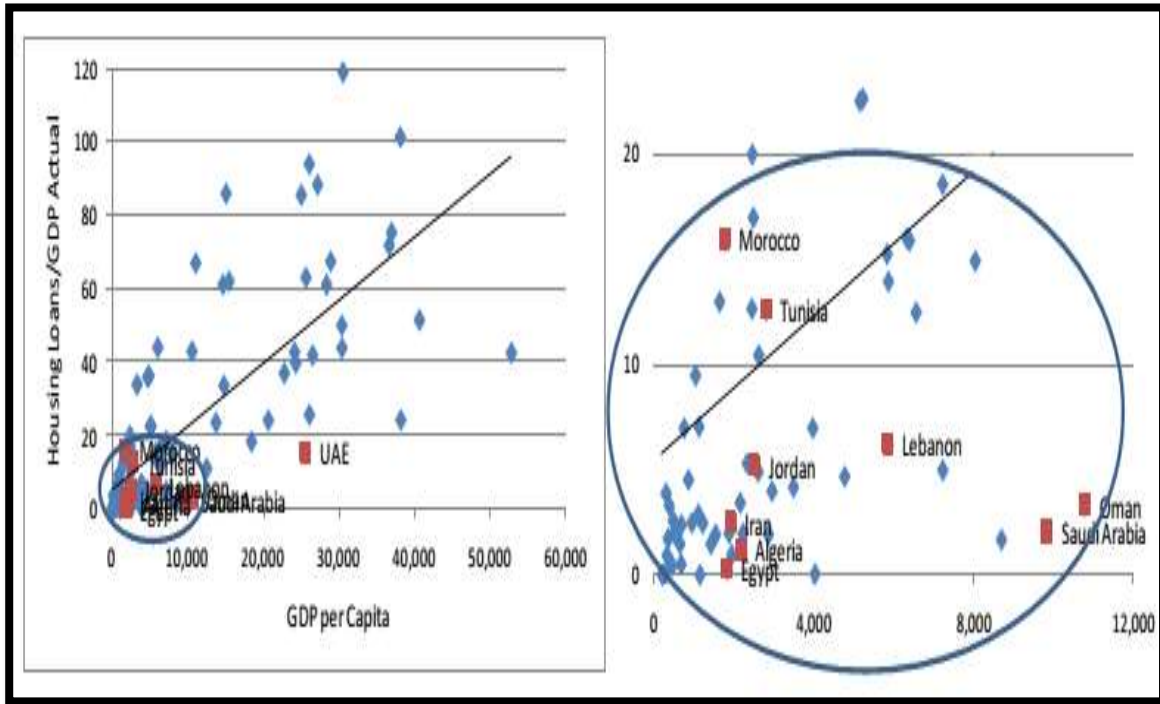
ملاحظة:

بالنسبة للبيانات المتعلقة بحجم القروض العقارية السكنية الممنوحة للأسر والأفراد في دولة مصر، هناك تضارب واختلاف كبير ما بين المصادر المتاحة للمعلومات فيما يخص المبالغ المقدمة (السنوية والتراكمية) بالنسبة للسنوات الأخيرة من 2010 إلى 2014، لذا لم يتم الاعتماد بها. كما لا تتوفر البيانات سالفة الذكر، فيما يتعلق بالجزائر، بالنسبة لسنة 2005.

تعتبر أسواق تمويل الإسكان في بلدان شمال إفريقيا والشرق الأوسط أقل عمقاً بالنظر إلى ما هو متوقع من مستويات دخلها، حيث يوضح الشكل رقم 42 والشكل رقم 43 عمق أسواق تمويل الإسكان مقارنة بالدخل بالنسبة لعينة من البلدان ذات دلالة.

إلى جانب المغرب وتونس، لدى بلدان منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط مستويات قروض الإسكان إلى الناتج المحلي الخام الفعلي «Housing loans/actual GDP» منخفضة بالنظر إلى ما هو متوقع من الناتج المحلي الخام للفرد «GDP per capita». والاتجاه متاسق بالنسبة لحصة القروض السكنية في المحافظ الائتمانية «Housing loans / Total loans actual».

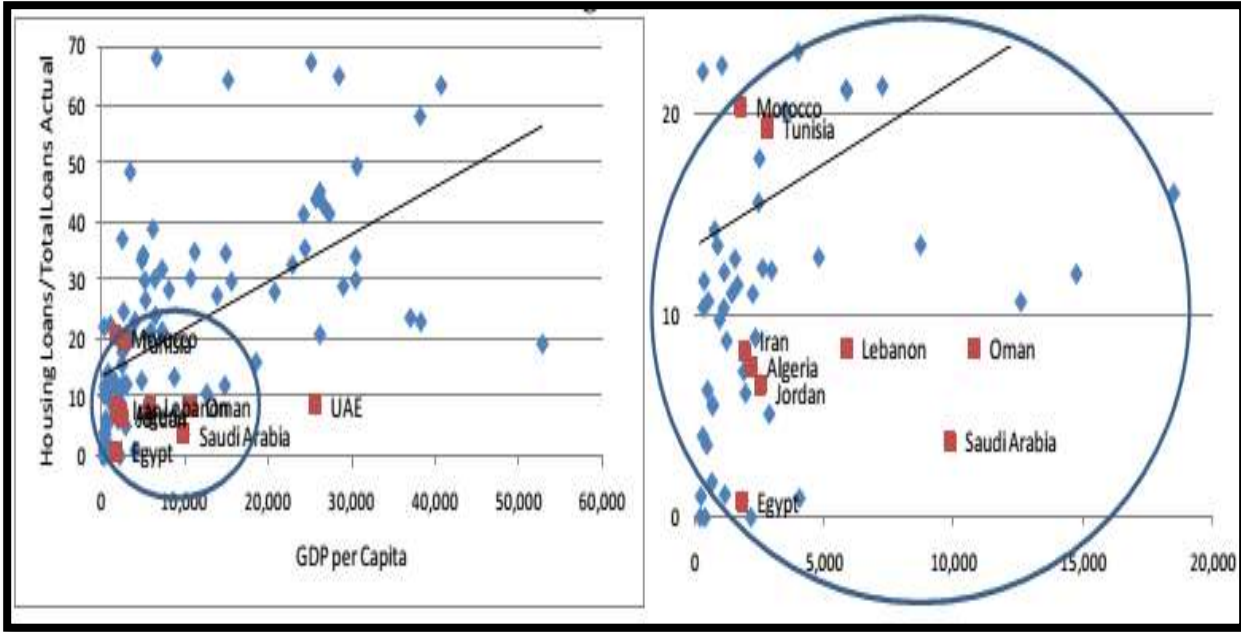
الشكل رقم (42): القروض السكنية إلى الناتج المحلي الخام الفعلي



Source : Hassler, Olivier. **Housing and real estate finance in Middle East and North Africa countries.** Financial Flagship Report. The World Bank, June 2011. p. 5.

Online: <http://siteresources.worldbank.org/FINTMNAREGTOPPOVRED/Resources/MENAFlagshipHousingFinance.pdf> (Accessed: 10/07/2014).

الشكل رقم (43): القروض السكنية إلى إجمالي القروض الفعلية



Source: Hassler, Olivier. **Housing and real estate finance in Middle East and North Africa countries.** Financial Flagship Report. The World Bank, June 2011. p. 5.
Online: <http://siteresources.worldbank.org/FINTMNAREGTOPPOVRED/Resources/MENAFlagshipHousingFinance.pdf> (Accessed: 10/07/2014).

ثانيا: التركيبة السكانية والعوامل الاقتصادية والاجتماعية

كما هو الحال بالنسبة لمناطق أخرى، تواجه معظم بلدان منطقة شمال إفريقيا نقصاً واسعاً في المساكن بسبب التركيبات السكانية المفعمة بالحيوية، حيث تحوز المنطقة عموماً على فئات عمرية جد شابة ومعدلات النمو فيها مرتفعة. بالإضافة إلى ذلك فإن حجم الأسر آخذ في الانخفاض في معظم بلدان المنطقة مضيفاً بذلك طلب جديد للنمو الديموغرافي الطبيعي. تسبب هذه العوامل نقصاً جد معتبر في المساكن أكثر مما يحدثه التمدن والتحول إلى الحياة الحضرية. في المتوسط، تتسم بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة في معظمها بنسبة تمدن مرتفعة نسبياً، باستثناء مصر التي تعتبر قيمة نسبة التوسع الحضري فيها شاذة (تقدر بـ 43,07%)، حيث تقدر نسبة التوسع الحضري «Urbanization» في كل من الجزائر وتونس والمغرب بـ 69,51% و 66,74% و 59,70% على التوالي¹. بينما تصل هذه النسبة إلى 80% أو أكثر بالنسبة لمعظم دول منطقة الشرق الأوسط، باستثناء اليمن التي تعرف هي الأخرى قيمة شاذة لنسبة التوسع الحضري (34%).²

¹ Data Source: World Development Indicators: Urbanization, 2014 (Urban Population as a % of Total Population).

² Ibid.

يعتبر تملك المنازل مهم من الناحية الثقافية، لذا ينبغي أن يستمر هذا الطموح لدفع عجلة النمو سواءً في البلدان التي تعرف انخفاضاً في نسبة تملك الوحدات السكنية (مثل مصر، 37%) أو حتى التي تعرف ارتفاعاً (مثل تونس، 78% وهي من أعلى المعدلات في العالم، والتي مع ذلك تعكس إلى حد كبير الملكية التقليدية والعرفية) على حدٍ سواء، حيث يخلق هذا سوقاً مجزأً يضم قطاع تملك يشغله مالكوه من الأهالي وقطاع إيجار للمقيمين من غير الأهالي.¹

ثالثاً: تفاعلات سوق الإسكان والائتمان

يمكن لتفاعلات سوق الإسكان والائتمان أن تخلق وضعاً متناقضاً يتسم بتغلغل منخفض وانكشاف عالي للمخاطر. لقد خضع دور التمويل الكامن وراء فورة نشاط الأسواق العقارية للتمحيص والتدقيق بعد انهيار العديد من أسواق الإسكان في الاقتصادات متقدمة النمو. منذ نمو الائتمان وارتفاع الأسعار اللذان تطورا بالتوازي مع بعضهما البعض في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا منذ عام 2000، وأحياناً بسرعة كبيرة، برز هناك استنتاج سطحي يشير إلى أن نمو الائتمان هو المسؤول عن ارتفاع أسعار المساكن. في الواقع، إن العلاقة معقدة ولا يمكن ضبطها في تحليل موحد. في الآتي بعض الاعتبارات الهامة:²

- إن وفرة الائتمان، والأهم من ذلك أسعار الفائدة المنخفضة، مرتبطة بتضخم أسعار الأصول، والعلاقة مع ذلك تعمل في كلا الاتجاهين، ذلك أن مبالغ القروض مرتبطة بقيمة المعاملات. فمثلاً في بعض دول الشرق الأوسط، ونخص بالذكر دول مجلس التعاون الخليجي، شهدت معظم الأسواق زيادات في الأسعار وازاها نمو قوي للإقراض.
- إن ارتفاع الأسعار، مع ذلك، كثيراً ما يحدث في البلدان التي لا يزال فيها نظام الرهن العقاري متخلفاً (مثل الجزائر ومصر). أما بالنسبة للعوامل التي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار بشكل مستقل عن الائتمان فيمكن أن تشمل: (i) نقص المعروض من الأراضي أو المساكن، والذي يزيد من حدته قواعد استخدام الأراضي أو السياسات الحكومية المنتهجة في تخصيص الأراضي المملوكة؛ (ii) الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ (iii) تحويلات المواطنين غير المقيمين؛ و (iv) نقص فرص الاستثمار الذي مرده حجم الاقتصاد و/أو حجم الثروة النفطية (مثل الجزائر ومعظم دول مجلس التعاون الخليجي).
- يمكن أن تكون زيادات الأسعار مصدراً للنمو ولتعزيز الأمان بالنسبة للأنشطة الإقراضية بفضل القيم المرتفعة للضمانات. كما يمكن لزيادات الأسعار أن تكون مصدراً لمكامن المخاطر النظامية

¹ Hassler, Olivier. *Op. Cit.*, p. 6.

² *Ibid.*, pp. 6-7.

بالنسبة للأنظمة المالية عندما تعكس سلوكيات مضاربة وتكون مدفوعة بتوقعات ارتفاع قيمة بحيث يمكن أن تقلب الاتجاه فجأة، أو أن ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى أسعار النفط.

- تقيد مستويات الأسعار المرتفعة تطوير الائتمان عندما يصبح الإسكان باهض التكلفة.

تعتبر الأراضي عقبة في سلسلة العرض وعامل من عوامل ارتفاع الأسعار في العديد من البلدان. قد تكون العراقيل التي تقف حائلاً أمام توفر الأراضي ذات صبغة طبيعية (كأهمية المناطق الصحراوية المقترنة باستخدام الزراعي)، إلا أن هذه العراقيل هي في أغلب الأحيان من صنع الإنسان. عندما تكون الدولة هي المالك الرئيسي للأراضي، كما هو الحال في الجزائر، فإن ضيق مساحة الأراضي المملوكة للخوادم نسبياً مقابل الطلب المستمر ستميل إلى تعظيم الضغط على الأسعار، وقد يكون لتخصيص الأراضي المملوكة للدولة حسب الأولوية إلى البرامج التي ترعاها الحكومة هذه النتيجة غير المقصودة التي لا تؤثر فقط على معقولة سعر إسكان القطاع الخاص، بل كذلك زيادة تكاليف الفرص البديلة للحكومة. هناك عامل آخر متكرر الحدوث يكمن في القواعد غير الرشيدة التي تحكم استخدام الأراضي والتي تؤدي إلى الزحف والتوسع الحضري العشوائي والاستهلاك المفرط للأراضي والبنى التحتية. كما تعكس سياسات التطبيق (التقسيم إلى مناطق) منخفض الكثافة خيار تقليدي يعتبر واسع الانتشار من مصر إلى لبنان والأردن ودول مجلس التعاون الخليجي.¹

يتمخض عن ديناميكيات تشكيل السعر عموماً سوق مزدوج، وهذا كثيراً ما يحدث في منطقة شمال إفريقيا وحتى الشرق الأوسط. باستثناء قسم ضئيل من السوق المتمثل في الوحدات السكنية الراقية يبقى معظم الطلب غير ملبي بسبب الأسعار المرتفعة مقابل مستويات الدخل. في معظم البلدان (مصر وتونس هي من الاستثناءات البارزة) القيمة المثلّي لنسبة (السوق) السعر إلى الدخل «Price-To-Income Ratio» هي أعلى من 5، والتي يمكن اعتبارها المستوى الحدي للمقدرة الاقتصادية «The affordability threshold» أو المستوى الذي يستلزم قدر كبير من الموارد إزاء الاقتراضات. استخدمت نسبة السعر إلى الدخل على نطاق واسع كمقياس لفقاعة سوق الإسكان، حيث يفترض وجود شريحة من أسعار المساكن التي يمكن تحملها بواسطة الدخل المحلي. وقد خلص الباحثون في هذا المجال إلى أنه إذا ارتفعت أسعار المساكن خارج نطاق هذه الشريحة فإنه ستحدث فقاعة في سوق الإسكان.²

¹ Ibid., p. 8.

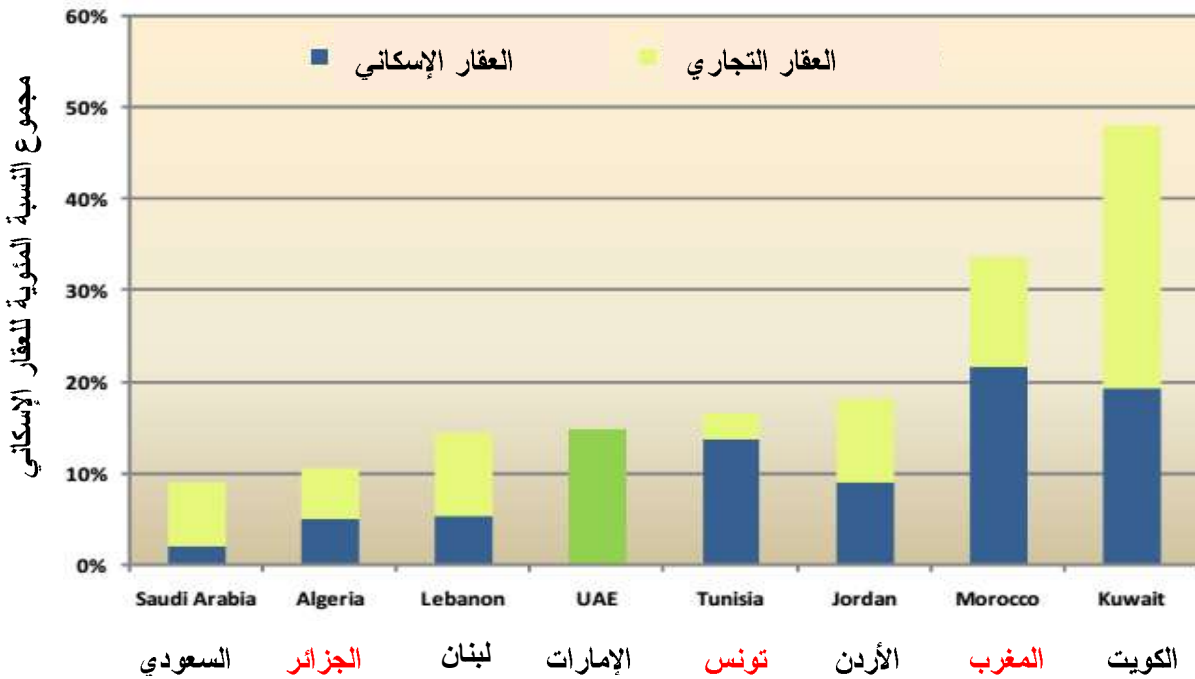
² Lee, Sanghoon., You, Seung Dong. (2012) **The Price-to-income Ratio and the Quality of Life**. University of British Columbia Working Paper, p.p 1-2. Available at: <http://strategy.sauder.ubc.ca/lee/papers/price-to-income-ratio-Aug-2012.pdf>

حيثما يوجد هيكل السوق المزدوج الذي أشرنا إليه أعلاه تكون نظم تمويل السكن تفتقر إلى العمق، ولكن قد لا تزال نظم التمويل هذه عرضة لمخاطر معتبرة متعلقة بالسوق في قطاعات العقارات التي هي على حد سواء محدودة وعرضة للاستثمارات القائمة على المضاربة مما يؤدي إلى تقلبات ودورات سعرية واسعة.

رابعاً: العقارات غير السكنية

تعتبر العقارات غير السكنية في أغلب الأحيان أكثر أهمية من العقارات السكنية، إلا أن أنشطة تطوير وتمويل العقار التجاري تعد متفاوتة الأهمية بالنسبة للقطاع البنكي في منطقة شمال إفريقيا، ففي الجزائر يستحوذ التمويل العقاري التجاري على النصيب الأكبر من إجمالي الإقراض البنكي مقارنة بتمويل التجزئة (القروض للأفراد) للإسكان، بينما نجد عكس ذلك تماماً في تونس أين تذهب الحصة الأكبر من إجمالي الإقراض البنكي إلى تمويل التجزئة للعقارات السكنية مقارنة بالتمويل العقاري التجاري. وفي المغرب، يمثل تمويل المطورين العقاريين «Real estate developer» ثلث القروض العقارية، لكن أغلبها موجه للمشاريع السكنية (الشكل رقم 44).

الشكل رقم (44): الحجم النسبي للتمويل العقاري السكني والتجاري ضمن إجمالي الإقراض البنكي



Source: Ernst & Young. (2013) *The growing crisis of affordable housing in MENA*. available at: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA/\\$File/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA/$File/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA.pdf), p. 9.

الاختلاف الذي يميز التمويل العقاري التجاري عن التمويل العقاري السكني يكمن في الأحجام الودحوية العالية المتضمنة وكذا العوامل المشكلة لسوقه، بالإضافة إلى ذلك فإنه بإمكانه ربط الصناعة الائتمانية بالأسواق العقارية، خصوصاً عبر تشكيل الضمان للعقارات الممولة، ومن ثم التحركات في الأسعار. في الواقع، يربط العقار التجاري الصناعة الائتمانية والأسواق العقارية بشكل أقوى من التمويل العقاري السكني، وبالتالي فإن درجة مخاطرة السوق تتفاقم بسبب العوامل التي تخص القطاع:¹

- أولاً، أحجام القروض الفردية هي أكبر بكثير من القروض للأفراد، مما يعني تركيز أكثر للمخاطر حتى عند الأخذ بعين الاعتبار الارتباطات التي تجعل من تشتت قروض التجزئة «Retail loans» (القروض للأفراد) أقل أهمية مما يمكن أن يقتضيه تحليل قرض بقرض؛
- ثانياً، ينتج عن حجم وأجل الاستثمارات دورات إنتاج أطول، الأمر الذي يزيد من احتمالية عدم الاتساق ما بين الطلب والعرض ويمكن أن يقود إلى دورات سعرية أعمق بكثير مما هو عليه الحال في قطاع السكن. منذ سنة 2008، أثرت وفرة العرض بشكل ملحوظ على أسواق مكاتب الأعمال في تونس وبعض بلدان الشرق الأوسط مثل الكويت ودبي، نتج عنه تراجع في الإيجارات.
- ثالثاً، في حالة الشركات تكون صحة الاقتصاد وقيم الضمانات أكثر ارتباطاً بكثير منها في القطاع السكني. هذا الارتباط يقلل من درجة الحماية المفترض تقديمها للمقرضين، وهي توجد في جميع أنواع الإقراض المضمون لكنها الأقوى بالنسبة للعقارات التجارية. كما تعتبر صحة الاقتصاد وقيم الضمانات جد مترابطة في حالة قروض المطورين العقاريين. فإذا جاء مشروع تطوير عقاري جديد إلى السوق في وقت غير ملائم أو مبني على تقديرات مغلوبة للطلب فإن هذا سيضر بقدرة المطور لهذا المشروع على سداد بنكه، وسوف يؤثر كذلك على قيمة العقارات المتعهد بها من خلال خلق فائض في العرض، وينطوي هذا تبعياً زيادة تكلفة تدمير المخزون للبناءات المنجزة فعلياً من احتمال العجز عن السداد وجسامة الخسائر.

المطلب الثاني: المكونات الأساسية للأسواق العقارية في منطقة شمال إفريقيا

يقوم التمويل العقاري على أساس أن تعبئة الموارد طويلة الأجل تتطلب ضمان خاص للمقرضين والمستثمرين، حيث يتم توفير هذا الضمان عن طريق رهن الملكيات العقارية التي ينبغي تحديدها بشكل واضح؛ والتسجيل بشكل سليم للملكية والحقوق الضمانية (المتعلقة بالضمان) «Security rights»؛ وإنفاذ حقوق الدائنين بما يضمن الانضباط الائتماني.

¹ Hassler, Olivier. Op. Cit, p. 9.

إن الضعف الذي يعتري الأساس القانوني والمؤسسي لنظام الرهن العقاري قد عرقل نمو تمويل الإسكان في منطقة شمال إفريقيا، لذا نجد بأن حكومات بلدان هذه المنطقة قد بادرت منذ فترة بإصلاح قاعدة أنظمة الرهن العقاري الخاصة بها، مما يؤكد رغبة عامة في المنطقة لتعزيز تمويل الإسكان القائم على آليات السوق. غير أن مثل هكذا مهمة ستتطلب وقتاً وموارد معتبرة قبل تجسيد التحسينات في مجال التمويل. اختارت بعض دول منطقة شمال إفريقيا نهج تدريجي، في حين قام البعض الآخر (مثل الجزائر ومصر) بتصميم استراتيجيات شاملة لا تهدف فقط إلى إنشاء أنظمة آمنة للرهن العقاري، بل يتعدى ذلك إلى تحسين الوصول إلى أسواق السندات وتعزيز تعميق السوق ليشمل فئات الدخل المنخفض.

أولاً: تسجيل الملكية العقارية والحقوق الضمانية

إن التحديد المادي للملكيات العقارية، أو ما يعرف تقنياً بمسح الأراضي «Cadastres»، والتعريف بالأراضي والتسجيل الواضح للملاك الشرعيين عبر إصدار سندات ملكية «Titling» تعد من المكونات الرئيسية للبنية التحتية لسوق الرهن العقاري.

حسب تقرير ممارسة أنشطة الأعمال لسنة 2015، تحتل بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة مراكز متفاوتة فيما بينها وفي مراتب متأخرة وفقاً لمتوسط ترتيب سهولة تسجيل الملكية في منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط «MENA» والمناطق المقارنة، خاصة بالنسبة للجزائر والمغرب اللذان تأتيا في المراتب 157 و115 على التوالي، بينما تأتي مصر في المرتبة 84 وتونس في المرتبة 71. يصنف هذا التقرير البلدان وفقاً لمقياس أو مؤشر نوعية نظام إدارة الأراضي في كل اقتصاد والذي يشمل أربعة أبعاد هي: موثوقية البنية التحتية، وشفافية المعلومات، والتغطية الجغرافية، وتسوية النزاعات على الأراضي.¹

يحتاج إصدار سندات الملكية إلى تحسينات كبيرة في منطقة شمال إفريقيا لأجل تطوير التمويل الرهني العقاري، لكن مع ذلك كانت هناك بعض التحسينات في معظم دول المنطقة حتى وإن لم تبلغ المستوى المأمول. ففي الجزائر، وبدعم من البنك الدولي، شرع سنة 2002 في تطبيق برنامج متكامل لإصلاح وتطوير القرض الرهني العقاري في الجزائر، والذي كان من بين أهدافه وضع نظام تسجيل مادي وقانوني منظم للملكيات العقارية يشمل كل أنحاء البلاد، بينما يتم تصميم تدبير خاص مخصص لتسريع العملية في

¹ How economies in Middle East and North Africa (MENA) rank on the ease of registering property. Doing Business 2015: Regional Profile 2015 Middle East and North Africa (MENA), 12th Edition, World Bank group flagship report, The International Bank for Reconstruction and Development, 2014. p. 37.

المناطق الحضرية¹. وفي مصر تم إطلاق برنامج شامل يتضمن توسيع وتحديث نظام إصدار سندات الملكية وتبسيط عملية التسجيل. أما في تونس فقد تم الإعداد لتعزيز نظام تسجيل الملكيات العقارية الخاص بها. يمكن أن يكون هناك تواجد مشترك للعديد من أنظمة حقوق الملكية، إلا أن هذا الأمر قد يشكل عقبة أمام الإدارة الشاملة للأراضي وعمليات التطوير واسعة النطاق. فعلى سبيل المثال، لدى المغرب نظام ذو ثلاث شُعب: ملكية عرفية (جماعية) خاضعة لإدارة مجالس القرى، وأراضي وقف إسلامي، بالإضافة إلى الأراضي ذات السند القانوني. إلا أن هذه الأخيرة فقط التي يمكن تقييدها في نظام تسجيل الأراضي الرسمي لما تتمتع به من كفاءة وموثوقية.²

يعتبر ضمان تكاليف مناسبة ومعقولة للمعاملات المتعلقة بإصدار سندات الملكية العقارية من الأمور الضرورية، فالمستويات المبالغ فيها لهذه التكاليف تؤدي عموماً إلى عواقب سلبية للغاية، وذلك بتشجيع الملكية غير الرسمية التي لا تحد فقط من الوصول إلى التمويل ولكن تديم الريبة القانونية، والتفاضي، والتسويات غير القانونية، وتشجيع نشوء "نظام أسعار مزدوج" أين تكون الأسعار الصحيحة مخفية، الأمر الذي يؤثر على شفافية سوق العقارات ويخفض من جمع الضرائب العقارية التي تستخدم عموماً لأجل البنية التحتية الحضرية. في هذا الإطار، تعد دول منطقة شمال إفريقيا محل الدراسة في وضع جيد فيما يتعلق بتكاليف المعاملات، وذلك بمتوسط تكلفة تسجيل*، حسب تقرير ممارسة أنشطة الأعمال لسنة 2015، يساوي 4,95%، حيث سجلت كل من الجزائر وتونس ثباتاً في رسوم التسجيل منذ سنة 2012 وإلى غاية سنة 2015 (7,1% بالنسبة للجزائر وهي أعلى نسبة في المنطقة، ثم تليها تونس بنسبة 6,1%). وفي المغرب سجلت رسوم التسجيل سنة 2012 نسبة 4,9% لترتفع في السنة الموالية بـ 1% وتبقى مستقرة عند نسبة 5,9% إلى غاية سنة 2015. أما بالنسبة لمصر، فإن نسبة رسوم التسجيل فيها أقل من 1%، إذ تعد الأضعف في المنطقة، فبعدما سجلت سنة 2012 نسبة 0,8% انخفضت بـ 0,1%، لتبقى مستقرة عند 0,7% إلى غاية سنة 2015.³

¹ Groupe du Secteur Financier, du Secteur Privé et de l'Infrastructure, Région Moyen-Orient et Afrique du Nord. Document d'évaluation de projet en vue de l'octroi d'un prêt d'un montant de 5,5 millions de dollars des Etats-Unis a la république Algérienne démocratique et populaire pour un projet d'assistance technique pour le développement du crédit hypothécaire. Rapport No 21446-AI. La Banque Mondiale, le 5 juin 2002. p. 14.

² Hassler, Olivier. **Op. Cit.**, p. 10.

* تحسب هذه التكلفة كنسبة مئوية من الملكية العقارية، ويعبر عنها كذلك برسوم التسجيل «Registration fees».

³ The World Bank and The International Finance Corporation, **Doing Business, Regional Profile: Middle East and North Africa (MENA)**, Annual reports: 2012, 2013, 2014 and 2015. Available at: www.doingbusiness.org

ثانياً: قوانين الرهن العقاري

لا تزال قوانين الرهن العقاري في بلدان شمال إفريقيا محل مراجعة، كما أن تنفيذ القانون في حد ذاته يبقى من المسائل الشائكة. تعتبر الحقوق الضمانية «Security rights» وإنفاذها من صميم نظام الرهن العقاري، ومع أن التنفيذ الفعلي للرهن العقاري يبقى عموماً كماً لا آخر، خصوصاً عندما يكون سوق العقارات المستعملة متخلفاً (كما هو الحال في بلدان شمال إفريقيا)، فإن مصداقية أداة الرهن تعتبر ضرورية لضمان الانضباط الائتماني.

هناك بعض التقدم في إصلاح الإطار القانوني للتمويل الإسكاني في منطقة شمال إفريقيا، حيث كانت مصر أول من بادر إلى إصلاح هيكل الرهن العقاري في المنطقة، وكان ذلك عام 2001 من خلال القانون رقم 148، وعلى الرغم من أن هذا القانون ظل قيد التجريب إلى غاية سنة 2008 إلا أنه لا يزال في حاجة إلى بعض التعديلات¹. وبفضل المساعدة التقنية المقدمة من قبل البنك الدولي لهيئة الحفظ العقاري، شرعت الجزائر في عملية إصلاح وتحديث لقوانين الرهن العقاري لديها وذلك قصد تبسيط الإجراءات المعقدة والمبهمّة في تسجيل الملكية العقارية، حيث ساهم مشروع المساعدة التقنية للبنك الدولي في صياغة القانون رقم 07-02 لسنة 2007 الذي أدخل تدابير مبسطة لتسجيل حقوق الملكية العقارية في المناطق الحضرية، وجعل كذلك تسليم سندات الملكية أمر إلزامي عقب كل معاملة عقارية، بحيث لا يكون إلا عن طريق تحقيق عقاري².

يعتبر إنفاذ قوانين الرهن العقاري عموماً أمر مرهق في منطقة شمال إفريقيا، فإجراءات التسوية خارج نطاق المحاكم لا تستخدم، والترحيل من العقارات السكنية أمر صعب. للمغرب نظام من أكفاً الأنظمة، أين إجراءات غلق الرهن تأخذ أقل من سنة واحدة، إلا إذا كانت هناك عدة طعون. إن الصعوبة في إعادة بيع العقارات المستردة هي العقبة الأهم لممارسة حقوق الرهن العقاري بكفاءة، وتتبع هذه المشكلة من ضيق أسواق العقارات المستعملة، وفي بعض الحالات تقف التقاليد الموروثة حائلاً أمام شراء عقار مرهون لعائلة أخرى³.

ثالثاً: أنظمة الاستعلام الائتماني «Credit Reporting Systems (CRSs)»:

تعتبر أنظمة الاستعلام الائتماني، أو ما يعرف كذلك بأنظمة إبلاغ البيانات الائتمانية، عامل حساس في البنية التحتية المالية للبلد، وهي أساسية لتسهيل الحصول على الخدمات المالية؛ كما تضمن أنظمة

¹ الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية (http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/mf_pages/laws_mof.htm).

² Sector Evaluation Division, Independent Evaluation Group (World Bank). **Cluster project performance assessment report**. Report No: 55427. The World Bank, June 29, 2010. p. 10.

³ Hassler, Olivier. **Op. Cit.**, p. 12.

الاستعلام الائتماني «CRSs» الاستقرار المالي من خلال تمكين الوصول الموثوق إلى التمويل؛ بإمكان «CRSs» كذلك أن تلعب دوراً فعالاً في توسيع نطاق فرص الحصول على الائتمان بالنسبة للمحرومين من التسهيلات المصرفية.

تتألف «CRSs» من المؤسسات والأفراد والإجراءات والقواعد والمعايير والتقنيات التي من شأنها تمكين تدفق المعلومات ذات الصلة بالائتمان واتخاذ قرارات الإقراض، حيث يزود النظام الناجع المقرضين بالمعلومات الهادفة التي تتيح لهم الحد من مخاطر الحافطة وتخفيض تكاليف المعاملات وتوسيع حافظات الإقراض. وتبعاً لذلك، تُمكن «CRS» المقرضين من توسيع نطاق فرص الوصول إلى المقرضين من ذوي الملاءة الائتمانية، بما في ذلك الأفراد بملفات ائتمانية ضئيلة وأصحاب مشاريع صغيرة ومؤسسات متوسطة وصغيرة.

تبدأ دورة المعلومات الائتمانية بجمع وتخزين ومعالجة البيانات وتحليلها، ليتم إثر ذلك نشر المعلومات لدعم قرارات منح الائتمان والرقابة المالية. وتتطلب هاته العملية عدداً من الجهات الفاعلة التي تضم: أفراد، ومؤسسات متوسطة وصغيرة ومتناهية الصغر، وموفري خدمات إبلاغ البيانات الائتمانية، وموفري البيانات، والمستخدمين، والسلطات، والمنظمين، والمشرفين، حيث تعتبر المشاركة الفعالة من قبل كل من هذه الجهات الفاعلة أمر بالغ الأهمية، وذلك لضمان نجاعة نظام إبلاغ البيانات الائتمانية، خصوصاً موفرو خدمات الاستعلام الائتماني «Credit Reporting Service Providers (CRSPs)» الذين يعتبرون بمثابة الآليات المخولة لتبادل المعلومات الائتمانية.¹

1. موفرو خدمات الاستعلام الائتماني (CRSPs):

بصفة عامة، ينقسم موفرو خدمات إبلاغ البيانات الائتمانية (CRSPs) إلى ثلاث فئات رئيسية:²

أ. السجلات الائتمانية «Credit registries (CRs)»؛

ب. مكاتب الائتمان* «Credit bureaus (CBs)»؛

ج. موفرو خدمات الاستعلام الائتماني العموميون والخواص «Public-private credit reporting service providers».

¹ Arab Monetary Fund & International Finance Corporation. (2015) **Arab credit reporting guide**, p. 30. Available at: <http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/Publications%20On%20AMF/en/Arab%20Credit%20Report%20Guide.pdf>

² Arab Monetary Fund & International Finance Corporation. **Op Cit.**, pp. 30-31.

* وتسمى كذلك بمكاتب المخاطر، بالفرنسية (La Centrale des risques).

1.1. السجلات الائتمانية:

عادةً ما تكون السجلات الائتمانية مؤسسات قطاع عام، وعادةً ما تدار من قبل البنوك المركزية. يتم إنشاء السجلات الائتمانية في الغالب لأجل أغراض رقابية أكثر منها لتبادل المعلومات، ذلك أن قاعدات البيانات نفسها تتكون تقريباً بالكامل من المعلومات المقدمة من قبل البنوك (الائتمان الممنوح، الانكشاف القائم للمخاطر، وضعية مدفوعات السداد، .. الخ)؛ الوصول إلى هذه البيانات عادةً ما يكون مقيد، ومع ذلك، فإن بعض السجلات الائتمانية قد تطورت في الوقت الحالي وأصبحت تقوم بتوزيع المعلومات للبنوك عبر تقارير ائتمانية بسيطة. يكمن الهدف الرئيس لمعظم السجلات الائتمانية في رصد ومراقبة التعرض للمخاطر للمقرضين أنفسهم (المخاطر النظامية). وبالمحصلة، تميل السجلات الائتمانية إلى جمع معلومات جد مفصلة عن معاملات الشركات الكبرى، لكن معلومات أقل (إن وجدت) عن الشركات الصغيرة والقروض الاستهلاكية.

2.1. مكاتب الائتمان:

وتسمى أحياناً بوكالات تقييم (أو تصنيف) الائتمان «Credit reference agencies»، وهي عبارة إما عن شركات تجارية تعمل في القطاع الخاص أو اتحادات صناعية مملوكة من قبل أعضاء (على سبيل المثال، البنوك التي تقوم بفحص وإدارة البيانات المتعلقة بالأفراد والشركات). قاعدات البيانات هذه، هي متاحة إذاً للمنتسبين إلى مكتب الائتمان باستخدام منهجية لتبادل البيانات تدعى مبدأ المعاملة بالمثل.

إن كل من سجلات الائتمان «CRs» ومكاتب الائتمان «CBs» هي أوجه مهمة لنظام إبلاغ البيانات الائتمانية (CRS) لأن كلا من «CRs» و«CBs» تقومان بجمع البيانات التاريخية للمدفوعات، وأحياناً ينظر إليهما كبديل لبعضهما البعض. في الواقع «CRs» و«CBs» تلعبان أدواراً تكميلية في دعم صناعة الائتمان، ولقد أظهرت الأبحاث أن هناك اختلافات هامة بين الإثنين، وأن «CRs» يمكنها تكملة دور «CBs».

3.1. موفرو خدمات الاستعلام الائتماني العموميون والخواص:

وهو نموذج هجين يقوم على الشراكة بين القطاعين العام والخاص، من خلاله يلعب القطاع العام دوراً بالغ الأهمية في تطوير البنية التحتية والقيام بجمع المعلومات المالية وتبادلها، حيث تعتبر البنوك المركزية، بصفتها هيئات تنظيمية ورقابية للمؤسسات المالية، في وضع جيد لتوجيه الإصلاحات القانونية المطلوبة وتكوين الوعي بأهمية تبادل المعلومات بين المؤسسات المالية.

2. المبادرة العربية لتطوير نظم الاستعلام الائتماني «ACRI»:

وهو مشروع مشترك بين صندوق النقد العربي «AMF» ومؤسسة التمويل الدولية «IFC». تهدف «ACRI» إلى تنمية وتحسين فاعلية المعلومات الائتمانية في المنطقة العربية من خلال رفع الوعي المالي وتعزيز أفضل الممارسات بهدف تسهيل الحصول على التمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة. من خلال هذه المبادرة، يقوم كل من صندوق النقد العربي ومؤسسة التمويل الدولية بإشراك السلطات الإقليمية والدولية والخبراء لتكييف أفضل الممارسات الدولية في الاستعلام الائتماني مع احتياجات منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف المشتركة.¹

3. أنظمة الاستعلام الائتماني وقروض الرهن العقاري:

عادةً ما تُحد برامج الاستعلام الائتماني من نطاقها على القروض متجاوزةً عتبة معينة، وبالخصوص في المنطقة العربية التي تقتصر أنظمة الاستعلام الائتماني فيها على المؤسسات المتوسطة والصغيرة (كما أشرنا إلى ذلك عند الحديث عن «ACRI»)، وذلك يعود إلى أسباب تشغيلية وإلى تصور المخاطرة في حد ذاتها، مما سيؤدي بطبيعة الحال إلى استبعاد قروض الرهن العقاري الموجهة لقطاع التجزئة (للأفراد) من الآليات التي توفر معلومات عن الجدارة الائتمانية للمقترض، فتصبح المؤسسات مترددة في منح القروض إلا لأغنى وأشهر عملائها. إن مركزية المعلومات الائتمانية أمر أساسي لبناء أنظمة قياس الجدارة الائتمانية «Credit scoring systems» وتطوير نماذج تقييم المخاطر. لكن هذا الأمر مهم أيضاً بالنسبة لقطاعات السوق، مثل القطاع غير الرسمي للمقترضين، أين لا ينبغي أن يكون تقدير المخاطر آلياً وإنما مبني على حكم خبير وتقييم دقيق لعدد من العوامل.²

المطلب الثالث: هيكل التمويل الرهني العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا

سنحاول في هذا المطلب إعطاء لمحة عامة عن شكل سوق التمويل الإسكاني في منطقة شمال إفريقيا وتحليل مجموعة من الأشكال البديلة: (i) المؤسسات الخاصة مقابل المؤسسات العامة؛ (ii) المؤسسات المتخصصة مقابل المؤسسات المتنوعة؛ (iii) القروض الصغيرة.

أولاً: المؤسسات الخاصة في مقابل المؤسسات العامة

لا تزال الحكومات اللاعب الرئيس في نظام تمويل الإسكان، وينبغي هنا تمييز تدخلاتها على نحوين

اثنين:³

¹ الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي (http://www.amf.org.ae).

² Hassler, Olivier. *Op. Cit.*, p. 12.

³ Hassler, Olivier. *Op. Cit.*, pp. 12-13.

• الإقراض المباشر من قبل الحكومات خارج آليات السوق، وذلك باستخدام موارد الميزانية لتمويل القروض السكنية، وهو الغالب في دول مجلس التعاون الخليجي أين تستخدم مثل هذه الأنظمة لإعادة توزيع جزء من الثروة النفطية، حيث لا يستفيد منها في العادة إلا المواطنين، وهي إعانات أكثر منها أنظمة إقراض. ولقد أخفقت هذه الأنظمة، بشكل عام، في مواكبة الطلب الناشئ بشكل مصطنع مما أدى إلى قوائم انتظار طويلة، وانعدام الدقة فيما يتعلق بالاستهداف الاجتماعي، والميل إلى تطبيق معايير خدمة متراخية، مما يزيد من العبء المالي الفعلي للميزانيات العمومية. علاوة على ذلك، فإن أنظمة الإقراض هذه تعيق تطوير أنظمة تمويل الإسكان القائمة على السوق كما يخشى أن تؤثر في ثقافة الائتمان الأسري.

• مساهمة الحكومات عبر البنوك المتخصصة الخاضعة لسيطرة الدولة. هذا الأمر منتشر بشكل خاص في جميع دول شمال إفريقيا محل الدراسة وبدون استثناء، وفي دول أخرى في منطقة الشرق الأوسط كإيران ولبنان وسوريا. إن ما جرت عليه العادة من تدخل واسع للدولة في الاقتصاد قد أفضى إلى خلق أداة مالية لتنفيذ السياسات العمومية لكل قطاع بما في ذلك السكن (مثل الجزائر، التي قامت في المراحل الأولى لتمويل قطاع السكن بإنشاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP»). إن الإقحام الحالي للحكومة في أنظمة تمويل السكن هو إلى حد كبير تصحيح لإخفاقات السوق، التي يمكن أن توجد: (i) في المراحل المبكرة لإنشاء أنظمة تمويل السكن، لما يُعنى بنك سكني عمومي بتوفير خدمة غير متاحة وفضلاً عن ذلك قيادة تنميتها؛ و(ii) في مرحلة أكثر نضجاً، أين يتم التركيز على الفئات السكانية المحرومة من قبل المقرضين التقليديين.

نوعان من المشاكل كثيراً ما يظهرهما مع مقرضي الإسكان الحكوميين: أولاً، شبه احتكار وتدخلات سياسية، و/أو النقل الضمني للمخاطر إلى الدولة، كلها عوامل تؤدي إلى ممارسات إدارية متراخية ومتهاونة تفضي إلى عمليات إنقاذ عمومية (على سبيل المثال، الجزائر وتونس). ثانياً، هذه البنوك تتمتع بمزايا تنظيمية وإعانات (أحياناً ضمنية) مرتبطة بتفويضات خاصة أوكلت إليها. على سبيل المثال، منافع بنك الإسكان التونسي من الامتيازات على مدخراته في برامج الإسكان هي مثلاً: إعفاءات ضريبية وسبولة احتياطية تضمنها الدولة، مكنته من تقديم شروط أفضل بكثير من السوق. وفي تونس أيضاً، هناك القائم الحصري على إدارة قروض صندوق النهوض بالمساكن لفائدة الأجراء «FOPROLOS» المتمثل في شركة

النهوض بالمساكن الاجتماعية¹، فضلاً عن صناديق حكومية أقل شأنًا تتيح فرص الوصول إلى قطاعات مهمة في السوق.

إن ضمان تحقيق أهداف التنمية مع الحفاظ على تكافؤ الفرص وتطوير الإقراض الخاص يعتبر تحدياً أمام الحكومات، بمجرد أن تم تطوير نظام تمويل للإسكان قائم على أسس تجارية، سارعت حكومات شمال إفريقيا إلى اتخاذ جملة من الخطوات المختلفة لمحاولة التوفيق بين كل من الأولويات التالية:²

- ضمان التزام مقرضي الدولة (العموميون) بالمبادئ التجارية الصارمة؛ وتحقيق ربحية مستقلة؛ والاستفادة من المركز المتميز في بعض قطاعات السوق تبعاً إلى حق الامتياز الذي تتمتع به مؤسساتها وليس إلى شبه الحواجز التي تعترض دخول السوق. لوحظ هذا عند إعادة هيكلة الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP» سنة 2001-2000، استناداً إلى إصلاح المنشأة في مقابل تعويض خسائر القروض الماضية.
- فتح رؤوس أموال بنوك الإسكان أمام المساهمين من القطاع الخاص في حين يتم الاحتفاظ بالحصصة الأكبر من قبل الحكومة، كما حدث في كل من المغرب وتونس. هذا الإصلاح أمر مشجع شريطة أن يقوم الشركاء من القطاع الخاص بجلب الخبرات، خاصة في مجال إدارة المخاطر والثقافة التنظيمية للشركة، وليس مجرد السعي للحصول على المداخل السهلة من الدعم الحكومي.
- فتح توزيع الإعانات الممنوحة من الدولة إلى أي مقرض معني بتمويل الإسكان، كما هو الحال في كل من الجزائر والمغرب ومصر.

عند تنفيذها على نحو فعال، فإن هذه الإجراءات ستساعد على إحداث توازن بين السياسة الاجتماعية للحكومة وتعبئة موارد السوق التي يقودها في الأساس القطاع الخاص، وبالفعل لقد بدأت مجموعات متنوعة من موردي التمويل الخاص بالظهور في المغرب. وفي مرحلة تطوير متقدمة عندما تصل الأسواق إلى مرحلة نضج كامل، فإن الحفاظ على أدوات حكومية معينة ينبغي أن يصبح أقل أهمية.

ثانياً: المؤسسات المتخصصة في مقابل المؤسسات متنوعة النشاط

تتوقف مزايا المؤسسات المتخصصة في مقابل المؤسسات متنوعة النشاط على مستوى تنمية البلد ومدى أهمية أسواق رأس المال في القطاع المالي. في العديد من الحالات، تتجلى المؤسسات المتخصصة

¹ الموقع الرسمي لشركة النهوض بالمساكن الاجتماعية بتونس (<http://www.sprols.com.tn>).

² Hassler, Olivier. Op. Cit, pp. 13-14.

على أنها كانت العامل المحرك الأفضل لتطوير التمويل الإسكاني في مرحلة مبكرة. كما سبق وأن ذكرنا، قامت الحكومات بإنشاء بنوك الإسكان (التي هي عبارة عن مؤسسات متخصصة) لغرض توفير هذه الخدمة المحددة. والكيانات المتخصصة للقطاع الخاص تم دعمها هي الأخرى بدافع أن الكيانات المتخصصة لهذا الغرض تعتبر أكثر جاهزيةً وأكثر كفاءةً من البنوك التجارية. وهو ما حدث في مصر، حيث خلقت الإصلاحات القانونية لسوق تمويل الإسكان إطار عمل لهذه المؤسسات.

مع ذلك، فإن الحصول على التمويل طويل الأجل يعتبر أمر بالغ الأهمية لاستمرار بقاء المقرضين المتخصصين. عندما تكون الجهات المقرضة عبارة أيضاً عن مؤسسات ادخار، كما هو الحال مع بنوك الإسكان الحكومية في المغرب وفي الجزائر، فإن تمويل أنشطتها يكون بشكل رئيسي بواسطة الموارد الداخلية، لكن المؤسسات غير الإيداعية لا يمكن لها أن تتجح إلا إذا قامت بحشد موارد كافية من سوق رأس المال. في مصر، تم تطوير نموذج متخصص لشركة تمويل عقاري بالاقتران مع برنامج مركزي لتوفير السيولة «Central liquidity facility»، تمثل في الشركة المصرية لإعادة التمويل العقاري «EMRC»، التي سنتطرق إليها بالتفصيل في المبحث الموالي. مع ذلك، فإن الاتكال على أسواق السندات قد يكون عائقاً أمام الشركات المتخصصة، خاصةً عندما تكون هذه الأسواق صغيرة جداً أو محدودة، مثل تلك الموجودة في بلدان شمال إفريقيا أو حتى في بلدان مجلس التعاون الخليجي. التعرض للمخاطر هو الآخر يشكل مصدر قلق، طالما أن المقرضين ليسوا بمنأى عن اضطرابات السوق، لا سيما وإن كانوا يقومون بإصدار أدوات تمويل قصيرة الأجل. إضافةً إلى ذلك، فإن المؤسسات غير الإيداعية التي لا تخضع سوى لقدر بسيط من الضوابط التنظيمية لا تتوفر لديها فرص الحصول على أدوات جماعية لإدارة المخاطر، مثل سجلات الائتمان ودعم سيولة البنك المركزي.

إن القيود المفروضة على التمويل المتخصص هي السبب الرئيس الذي من ورائه أصبحت البنوك أكبر فئات المقرضين، كما ينجم في بعض الأحيان عن تحويل مؤسسات متخصصة إلى مؤسسات متنوعة النشاط. (على سبيل المثال، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP» في الجزائر، الذي تم تحويله من مؤسسة مالية متخصصة في تمويل السكن إلى بنك يقوم بجميع الأنشطة المصرفية). وبالإضافة إلى ذلك، يتيح وجود شبكة إيداع الوصول إلى قاعدة عملاء لا تقتصر فقط على تسهيل البيع المتبادل لمنتجات مالية أخرى، ولكن جدارتها الائتمانية معروفة لدى المقرضين بفضل حساباتها البنكية.¹

¹ Hassler, Olivier. Op. Cit, p. 15.

ثالثاً: القروض الصغيرة «Microcredit»

تعتبر القروض الصغيرة للأغراض السكنية محدودة في منطقة شمال إفريقيا، خصوصاً تلك المرتبطة بالأغراض السكنية من شراء وبناء وترميم وتهيئة إلى غير ذلك من الأغراض السكنية، فالتتمويل الصغير «Microfinance» بشكل عام محدود في منطقة شمال إفريقيا وحتى في دول الشرق الأوسط. ومع ذلك، تعد المغرب ومصر الدولتان الوحيدتان في المنطقة اللتان بهما أسواق تمويل صغير تتسم بالنضج. أما فيما يخص المنتجات المالية المعدة خصيصاً للأغراض السكنية فهي قليلة جداً مقارنة بالمنتجات الأخرى للتمويل الصغير المخصصة في معظمها للأنشطة المولدة للدخل. فعلى سبيل المثال، نجد في مصر مؤسسة التمويل الصغير الأولى التابعة لشبكة الأغا خان «First MicroFinance Foundation Egypt - Aga Khan» تمنح قروضا صغيرة لترميم أو بناء المنازل، وفي تونس مؤسسة أندا العالم العربي «Enda inter-arabe» توفر منتجاً مالياً يدعى "قرض دارنا" موجه لتحسين الظروف السكنية عن طريق إدخال تحسينات على المساكن¹، وفي المغرب هناك مؤسسة الأمانة للتمويل الصغير² «AI AMANA Microfinance» التي تمنح قروض فردية للراغبين في شراء أو بناء أو ترميم مساكنهم وكذا مؤسسة التوفيق للتمويل الصغير³ «ATTAWFIQ» التي تقدم قروضاً «Microfinance» التي تطرح منتجات مالية لإصلاح السكن «ISLAH ASSAKAN» ولتملكه «ALMILKIA».

رابعاً: الإقراض المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية

إن التمويل الإسلامي في منطقة شمال إفريقيا يعد أقل تطوراً مما هو عليه في منطقة الخليج وفي جنوب شرق آسيا، ولكن ما يبدو حقاً مثيراً للدهشة، هو أن منطقة شمال إفريقيا لا تزال متخلفة إلى يومنا هذا وراء بريطانيا التي تعرف ازدهاراً في هذه الصناعة. ومع ذلك، يعتبر التمويل الإسلامي في مصر متطوراً مقارنةً بالجزائر وتونس والمغرب، حيث تحتل مصر المركز 12 عالمياً من حيث موافقة الأصول لأحكام الشريعة الإسلامية، بينما تأتي الجزائر في المركز 20، تليها تونس في المركز 23. أما بالنسبة للمغرب فهي خارج هذا التصنيف لعدم احتوائها على بنوك إسلامية.

للإقراض السكني المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مواصفات صارمة، لكنه لا يعدل كثيراً في المشهد العام للسوق. يُستخدم التمويل الإسكاني القائم على مبادئ الشريعة الإسلامية بدرجات متفاوتة في

¹ : - Mayamou, Pascal Kengue. (2012) **La microfinance en Tunisie et en Egypte : un outil au service du développement local**. Thèse de doctorat en Sciences économique. Université Rennes 2 (France), pp. 289-392. (Document HAL Id: tel-00713847. <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00713847>).

- Site officiel ENDA INTER-ARABE (<http://www.endarabe.org.tn>).

² Site officiel AI AMANA Microfinance (<http://www.alamana.org.ma>).

³ Site officiel ATTAWFIQ Microfinance (<http://www.fbpmc.ma>).

أرجاء منطقة الشرق الأوسط. وعلى العكس من ذلك، تُعتبر القروض السكنية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في منطقة شمال إفريقيا محدودة، باستثناء مصر التي تعرف انخراطاً لبعض البنوك الإسلامية (مثل، بنك البركة مصر وبنك فيصل الإسلامي المصري) في مبادرة البنك المركزي المصري من أجل إتاحة فرص الحصول على وحدات سكنية لمحدودي ومتوسطي الدخل.¹

يعد التمويل التقليدي للإسكان في منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط أكثر استهدافاً لفئات الدخل المنخفض من التمويل الإسلامي، بينما تتسم المؤسسات الإسلامية في بعض البلدان، مثل باكستان وبنغلاديش أو إندونيسيا، بأنها فائقة النشاط في القطاعات المحرومة من التسهيلات البنكية المقدمة من البنوك التقليدية، وتساهم هذه المؤسسات الإسلامية بشكل فعال في رفع فرص الحصول على التمويل الإسكاني.²

المطلب الرابع: عوائق التمويل والمسائل المرتبطة بالأصول والخصوم في تمويل الإسكان

يعد التمويل العائق الرئيسي للإقراض الرهنى العقاري السكني لما يتميز به هذا النوع من التمويل من استحقاق طويل الأجل. تمنح الآجال الطويلة الأسر القدرة على اقتناء استثمارات كبيرة من خلال توزيع تكلفتها على امتداد عدة سنوات. لكن الآجال الطويلة يصعب عموماً مقابلتها على جانب الخصوم، مما يجعل المقرضين عرضة لمخاطر السيولة فضلاً عن مخاطر أسعار الفائدة عندما يتم منح القروض بأسعار فائدة ثابتة.

أولاً: النقص في السيولة

على العموم، لا يوجد هناك نقص في السيولة لدى معظم بلدان شمال إفريقيا، كما أن هذا النقص منخفض لدى بقية بلدان الشرق الأوسط باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي التي يعتبر فيها نقص السيولة مرتفع. إذاً هناك انقسام واضح يسود منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا فيما يتعلق بسيولة القطاعات المصرفية، وبالتالي يمكن على هذا النحو تقسيم بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى مجموعتين. يسود كل من الجزائر ومصر بالإضافة إلى الأردن يسر في السيولة. هذه المجموعة الأولى لديها انخفاض في نسب القروض إلى الودائع، التي هي في العادة حوالي 50%، وليس لدى المؤسسات المالية، التي تتحكم في فائض كبير من المدخرات من خلال قواعدها الإيداعية، حافز قوي لتعبئة الموارد الأكثر

¹ Islamic Banking and Finance in North Africa - Past Development and Future Potential. The African Development Bank report, 2011, pp. 19-43. Available at: <http://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Project-and-Operations/Montage%20>

Islamic%20Banking%20Anglais_ENERGY%20mpa%20ENG%20Power%20Sector%20Emer....pdf

² Hassler, Olivier. Op. Cit, p. 16.

كلفتة من سوق رأس المال حتى وإن كانت طويلة الأجل. في المجموعة الثانية تُقارب نسب السيولة إلى الودائع 100% أو تتجاوزها، حيث تنتمي هذه البلدان، باستثناء المغرب (92% في نهاية سنة 2009)، إلى دول مجلس التعاون الخليجي، وتوجد أعلى نسبة لدى دولة الإمارات العربية المتحدة (136% في نهاية سنة 2009*). ولأن أسواق السندات في دول مجلس التعاون الخليجي ليست متطورة بالقدر الكافي فإن النقص في السيولة يتم تغطيته على نحو تقليدي بواسطة الاقتراض الأجنبي.¹

ثانيا: الإقراض بسعر فائدة ثابت

إن أسعار الفائدة الثابتة بشكل عام تسود وتوائم الطلب في بلدان شمال إفريقيا، وهذا يعكس نوعاً من "الإهمال غير المقصود" في الأسواق الأقل تطوراً، أين حجم مراكز العقود المفتوحة لأسعار الفائدة يعتبر صغيراً جداً لأن يصبح مصدراً للقلق. فضلاً عن ذلك، غالباً ما يجري فرض الإقراض بسعر فائدة ثابت عن طريق القواعد التنظيمية أو شبه التنظيمية الرامية إلى حماية المستهلك، لا سيما فيما يتعلق بالمقترضين من ذوي الدخل المنخفض. في تونس، ينص تنظيم البنك المركزي لعام 2007 على وجوب منح القروض السكنية التي يزيد أجل استحقاقها عن 15 سنة بمعدل فائدة ثابت. وفي المغرب تعتبر المعدلات الثابتة بمثابة معيار أهلية لضمان التخلف عن سداد الائتمان، تفرضه الضمانة المركزية التي أنشأتها الحكومة **«FOGARIM»»، بينما في مصر تتضمن القروض الممنوحة كجزء من المخطط الوطني للإسكان أسعار فائدة ثابتة. هذه الخصائص النظامية للأصول الرهنية العقارية لا يمكن في معظم الحالات أن تنعكس في الموارد التي تدعم هذه الأصول. عندما يمثل الإقراض الرهني العقاري جزءاً كبيراً من حافظات البنوك فإن عدم التوافق يصل إلى حد التأثير على استقرار الأنظمة المصرفية، على نحو ما تجلى في المغرب أين اشتملت 70% من القروض الرهنية العقارية على أسعار فائدة ثابتة.

وفي غياب أدوات التحوط، مثل مبادلات أسعار الفائدة «Interest Rate Swaps» أو الخيارات*** «Options»، يتم استخدام عدة تقنيات للحد من مخاطر أسعار الفائدة عندما تسمح القواعد التنظيمية بذلك. البعض من هذه التقنيات يشمل:²

* الحسابات تستبعد الإيداعات من قبل الحكومة والبنوك الأجنبية.

¹ Hassler, Olivier. *Op. Cit.*, p. 22.

** «FOGARIM» هو صندوق ضمان القروض السكنية لفائدة ذوي الدخل المنخفض وغير المنتظم، الذين عادة لا يكونون مؤهلين للحصول على مثل هذا القرض، تم تأسيسه من طرف الدولة لتغطية أصل القرض المذكور مضافاً إليه الفوائد وذلك في حدود 70%.
*** يعتبر المغرب أول بلد في المنطقة قام باتخاذ خطوة في هذا الاتجاه من خلال إعداد إنشاء سوق للعقود المستقبلية على أسعار الفائدة.

² Hassler, Olivier. *Op. Cit.*, pp. 23-24.

- تعديل أسعار فائدة القروض الرهنية العقارية الأخرى لتعكس حركات كبيرة لمصادر التمويل الداخلية. واحدة من الممارسات الشائعة في المنطقة، على سبيل المثال في الجزائر، أن يدرج في اتفاقيات القروض الحق للمقرضين في تعديل شروط القروض القائمة وفقاً لمؤشر تكلفة الاقتراض هذا «Cost of Funds Index (COFI)» حسبما يتراءى لهم. ويتيح لهم هذا تحسين المفاضلة بين أسعار الفائدة ومخاطر الائتمان غير المباشرة التي يمكن أن تنشأ جراء الارتفاعات الحادة جداً لأسعار الفائدة. غير أن ذلك يتحقق على حساب شفافية المؤشر وسيطرة سلامة التغييرات.
- وضع معيار يقوم على الإقراض بسعر متغير، حيث يضمن هذا الأسلوب الشفافية ولكن يحد من قدرة المقرضين على المناورة، ويعتبر خيار المعيار حاسم لتفادي العواقب غير المرغوب فيها. تميل المرجعيات قصيرة الأجل إلى أن تكون متقلبة، والتقلبات الكبيرة يمكن أن تؤثر على القدرة على السداد للعديد من المقرضين. في المغرب تم استخدام مؤشر سند الخزنة الأكثر استقراراً، إلا أن الحكومة خفضت إصدارات الديون طويلة الأجل (مع أنها ضرورية لتطوير سوق السندات) لتجنب جعل القروض السكنية أكثر كلفة، ولقد تم تغيير المرجعية إلى متوسط سعر الفائدة اليومي في السوق النقدي على فترة 12 شهراً، وهي طريقة جيدة لتخفيف التقلبات غير المرغوب فيها. وقد تم استخدام هذا الحل بالفعل في تونس، حيث تخضع تعديلات تقلبات معدلات الفائدة إلى طبيعة تحديدات قانون الفائدة، أين الزيادة لا يمكن أن تتجاوز أكثر من 30% للمعدل المطبق خلال الفترة السابقة.
- جذب المدخرات الأكثر استقراراً بشروط محددة مسبقاً من خلال ربطها بالقروض السكنية، ويعتبر ذلك ميزة إضافية للمقرضين الذين هم أيضاً عبارة عن بنوك ادخار (مثل ما هو عليه الحال في الجزائر وتونس). على أي حال، بإمكان هذا الحل خلق سيولة جديدة ومخاطر أسعار فائدة إذا كانت الشروط بالنسبة للإقراض في المستقبل محددة مسبقاً. تتجنب بنوك الإسكان في كل من الجزائر وتونس والمغرب هذه المخاطر بمجرد توفير شروط خاصة بالمدخرين تقوم على قواعد عامة مع الخصم.
- جمع الأموال من سوق رأس المال، أين يكون للمؤسسات الاستثمارية احتياجات متناظرة للفرص الاستثمارية ذات الدخل الثابت. عندما يوفر سوق رأس المال تمويل بأجال استحقاق متوسطة فقط فإن أسعار الفائدة بالإمكان تعديلها دورياً، عادة كل 3 إلى 5 سنوات، وفقاً لشروط إعادة تمويل المقرضين. وهذه هي الاستراتيجية المستخدمة في الجزائر بالنسبة للقروض الممولة بتلك التسهيلات التمويلية للسيولة.

المبحث الثالث: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية

تسيطر البنوك العمومية على قطاع السكن في بلدان شمال إفريقيا منذ فترة طويلة من خلال تقديمها، في أغلب الأحيان، أسعار فائدة مدعومة تاركةً بذلك حيزاً صغيراً لتطوير التمويل القائم على آليات السوق. لكن خلال العقد الماضي بدأت جميع الحكومات في شمال إفريقيا بإصلاح أسس أنظمتها الرهنية العقارية، متوجهةً بذلك نحو حلول السوق وإقحام أكبر للقطاع الخاص. غير أن هذا الانتقال يتطلب وقتاً ودعماً تقنياً وإرادة سياسية لكي تتحقق آثار هذه الإصلاحات بشكل كامل.

لقد كانت مصر من أولى الدول في المنطقة المبادرة إلى إصلاح نظامها الرهني العقاري بإصدارها لقانون الرهن العقاري سنة 2001 وإن بقي هذا القانون، كما أشرنا سلفاً، قيد التجريب إلى غاية سنة 2008. بعدها بسنوات، اتخذت بقية دول المنطقة خطوات ملموسة نحو وضع أنظمة قروض رهنية عقارية مؤمنة وتحسين سبل الوصول إلى الأسواق الثانوية بما يكفل منح قروض طويلة الأجل وإتاحة فرص أفضل للفئات ذات الدخل المنخفض. ولقد قامت الجزائر بوضع استراتيجيات شاملة بهذا الخصوص، استهدفت عصرنه قوانين الرهن العقاري احتذاءً بالتجارب الدولية الناجحة في هذا المجال، إلا أن النتائج كانت محدودة بسبب هيمنة البرامج الحكومية لتمويل الإسكان. أما بالنسبة للمغرب وتونس فلقد كان تمويل الإسكان في هذين البلدين أكثر تطوراً قياساً بمصر والجزائر، حيث تجاوزت نسب القروض الرهنية العقارية إلى الناتج المحلي الخام، كما رأينا في المبحث الثاني من هذا الفصل، 18% سنة 2014 في كلا البلدين.

يعتبر إنشاء مؤسسات إعادة التمويل الرهني من بين الآليات والأساليب الحديثة التي تم التوصل إليها في البلدان المتطورة كحل لمشكلة تمويل قطاع السكن، إلا أن إدخال نظام إعادة التمويل الرهني العقاري القائم على إنشاء مؤسسات متخصصة في منطقة شمال إفريقيا يعتبر حديثاً نسبياً، إذ يعود تاريخ أول ظهور لمؤسسة مالية متخصصة في هذا المجال إلى سنة 1997 في الجزائر، ليتوالى إنشاء هذا النوع من المؤسسات المالية في كل من المغرب ومصر سنة 2001 و2006 تبعاً. أما فيما يتعلق بوضع الإطار القانوني لتوريق الديون الرهنية فلقد كان بدايةً في المغرب سنة 1999، تلتها تونس ومصر سنة 2001، ثم الجزائر في 2006.

سننترق في هذا المبحث إلى الآليات والأطر القانونية لتوريق الديون الرهنية العقارية في بلدان شمال إفريقيا، باعتبارها تقنية وأداة تمويلية تقوم على السوق الثانوية، وذلك بعد إعطاء لمحة موجزة عن التطور التاريخي لآلية التمويل الرهني العقاري السكني بالنسبة لكل بلد من هذه البلدان.

المطلب الأول: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة الجزائر

يتكون النظام المصرفي في الجزائر إلى غاية نهاية سنة 2014 من 29 بنك ومؤسسة مالية¹. يتميز هذا النظام بهيمنة 6 بنوك عمومية تسيطر على 90% من الأصول البنكية وعلى 80% من إجمالي القروض الممنوحة، كما أن هذه البنوك لا تزال تلعب دوراً رئيسياً في تمويل المشاريع الحكومية ذات الأولوية. وتجدر الإشارة إلى أن الجهود لأجل القيام بإصلاحات كانت بطيئة وغالباً ما يتم تعليقها، خصوصاً فيما يتعلق بتحرير البنوك العمومية.²

كان تمويل الإسكان في الجزائر يخضع لهيمنة الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP»، الذي هو عبارة عن مؤسسة عمومية تم إنشاؤها عادة الاستقلال (سنة 1964) لتقوم بجمع الادخار من الأفراد واستخدامه في تحقيق أهداف تنمية اقتصادية واجتماعية تمثلت أساساً في تمويل السكن الاجتماعي والترقية العقارية. وانطلق نشاط هذه المؤسسة في جمع ادخار الأفراد في الفترة الممتدة ما بين 1964-1970، ليتم بعد ذلك خلق نظام الادخار المخصص للسكن في 1971، حيث أُسند للصندوق آنذاك مهمة تمويل السكن الاجتماعي عبر استخدام المبالغ المدخرة وأموال الخزينة العمومية على نحو مشترك وبنسب متفاوتة³. تجدر الإشارة إلى أن مساهمة الخزينة العمومية في تمويل برامج السكن، قبل سنة 1980، تمثلت في حصة محددة وبتقدم ثابت، حيث أن الدولة أخذت على عاتقها عملياً الجزء الرئيسي من هذه البرامج.

بعد سنة 1979 تم تبني خطوة جديد تكمن على وجه الخصوص في تخفيف العبء عن الدولة، دون أن تفك الدولة التزامها، وذلك من خلال إعادة استعمال أموال الخزينة الموظفة في السابق ودعوة الأسر إلى الادخار لتنمية برامج الحصول على الملكية السكنية، حيث كان الهدف الأساسي المراد بلوغه هو المساهمة الفعالة للمواطن في السعي للبناء والتقليص التدريجي لمساهمة الدولة⁴. وفي بداية الثمانينات تم إسناد مهام جديدة للصندوق تمثلت: في منح القروض للخواص بغرض بناء سكنات ذاتية فردية أو في إطار جمعيات بالنسبة للمدخرين وغير المدخرين مع الأخذ بعين الاعتبار فرق معدل الفائدة بالنسبة لغير المدخرين، وكذلك تمويل مشاريع الترقية العقارية بالنسبة للمدخرين فقط، وذلك لتحفيز المواطنين على الادخار في الصندوق.

¹ Banque d'Algérie. (2014) *Evolution économique et monétaire en Algérie*. Rapport Annuel, juillet 2015, p. 73.

² Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF). (2015) *Housing finance in Africa: A review of some of Africa's housing finance markets*. 6th Edition 2015 yearbook, p. 25. Available at: www.housingfinanceafrica.org.

³ بلطاس، عبد القادر. (2001) *الاقتصاد المالي والمصرفي: السياسات والتقنيات الحديثة في تمويل السكن*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ص 33.

⁴ Kennouche, Douadi. (1986) *le financement du logement en Algérie*. Journées internationales d'étude «La promotion et la gestion immobilière» organisées à l'occasion de la journée mondiale de l'habitat, Tipaza du 6 au 8 octobre 1986, PP. 15-16.

كما سبق وأن ذكرنا فإن التمويل العقاري كان محتكراً تماماً من قبل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط إلى غاية 1999، الأمر الذي يفسر بقاء جانب كبير من الطلب على القروض العقارية دون تغطية، حيث أن نشاط الصندوق كان يغطي أقل من 3% من مجموع الطلب المعبر عنه من طرف الأسر، مما يوحي بعدم وجود سوق رهنية، خلال الفترات السابقة، تقوم على أساس العرض والطلب في منح القروض الرهنية.¹

وبعد انتهاء الجزائر لسياسة التحرير المالي تم تحرير معدلات الفائدة وتحول «CNEP» إلى بنك تجاري، حيث يقوم الصندوق بجمع ادخار الأسر في شكل ودائع ويمنح قروض رهنية للمطورين العقاريين وللأفراد الراغبين في اقتناء سكنات. وتجلت حالة من التنوع بدخول مقرضين جدد إلى الساحة، على غرار بنك القرض الشعبي الجزائري «CPA» الذي ولج سوق السكنات سنة 1999 بقروض رهنية للمتملكين والمقاولين، مما جلب العنصر الأول للمنافسة بالنسبة لـ «CNEP»، وشكل نموذجاً مرجعياً بالنسبة لباقي البنوك. وحذا حذوه بنك التنمية المحلية «BDL» سنة 2000، ثم بنكين آخرين كبيرين ينتميان إلى القطاع العمومي، هما: البنك الخارجي الجزائري «BEA» والبنك الوطني الجزائري «BNA» من خلال تقديمهما لمنتجات رهنية عقارية. كما أن عدد قليل من البنوك الخاصة قاموا هم كذلك باختراق سوق التمويل الرهني العقاري، رغم أن هذه البنوك موجهة في الأساس نحو تمويل المؤسسات على المدى القصير، إلا أن هيكلها الأكثر مرونة سمح لها بذلك.²

أولاً: الإطار التنظيمي والقانوني للتوريق

شهدت الساحة التشريعية في الجزائر سن قانون خاص بالتوريق، تمثل في القانون رقم 06-05 الصادر في 20 فيفري 2006. ولم يعرف هذا القانون منذ إصداره إلى يومنا هذا أي تعديل أو إضافة رغم اقتصره على توريق الديون الرهنية العقارية دون سواها.

يأتي إصدار قانون التوريق هذا في سياق الجهود الرامية إلى النهوض بقطاع السكن وعصرنته وسعي السلطات العمومية إلى مواكبة التجارب الرائدة في هذا المجال. لقد شرعت الحكومة الجزائرية منذ سنة 1997 في تطبيق مجموعة من الإصلاحات كان من بين ثمراتها إنشاء مؤسسة مالية متخصصة في التوريق وإصدار قانون خاص بالتوريق، وذلك من أجل تجاوز النظام القديم في التمويل العقاري والعمل على تحسين

¹ بلطاس، عبد القادر. (2001) الاقتصاد المالي والمصرفي: السياسات والتقنيات الحديثة في تمويل السكن، مرجع سابق، ص 34.

² La Banque Mondiale. (2002) **Projet d'assistance technique pour le développement du crédit hypothécaire en Algérie**, Rapport N° 21446-A1, 5 juin 2002, P10.

الوساطة البنكية في مجال تمويل الإسكان وتشجيع استخدام الأسواق المالية الثانوية بغرض تسهيل الحصول على التمويل طويل الأجل للقروض الرهنية العقارية.

يهدف هذا القانون، من جهة، إلى تنسيق وإحداث التوازن بين مصالح المؤسسات في إخراج بعض الأصول من ميزانياتها كي لا تتحمل مطلقاً المخاطر المرتبطة بهذه الأصول. ومن جهة أخرى، حماية حقوق المستثمرين الذين يمولون عمليات اقتناء الديون التي تقوم بها شركة التوريق ويتحملون المخاطر المرتبطة بهذه الأصول.

وفقاً لما تضمنه القانون رقم 06-05 الصادر في 20 فيفري 2006، تشتمل عملية التوريق على الأطراف المتدخلة التالية:

1. مؤسسة التوريق «Securitization Company»:

1.1. تعريف مؤسسة التوريق:

يعرف القانون الجزائري مؤسسة التوريق بأنها هيئة لها صفة مالية (أي مؤسسة مالية) تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية¹، دون أن يحدد الشكل القانوني الذي تأخذه هذه الهيئة، ومن دون إضفاء صفة الحصر على الغرض من إنشائها، أي هل يقتصر غرضها على التوريق حصراً أم أنه بإمكانها القيام بأنشطة أخرى. لكن من الناحية العملية نجد بأن المؤسسة الوحيدة المتخصصة في التوريق والمتمثلة في شركة إعادة التمويل الرهني «SRH»، التي كانت تعتبر بمثابة كيان ذو غرض خاص «SPE»* عند إنشائها، وهي عبارة عن شركة مساهمة تخضع للقانون التجاري، تزاوّل بالإضافة إلى نشاط التوريق الذي أنشأت لأجله نشاط آخر هو التأجير التمويلي العقاري.

من خلال ما سبق، يتضح لنا بأن مؤسسة التوريق عبارة عن مؤسسة مالية، طبيعتها القانونية شركة مساهمة تخضع لأحكام القانون التجاري، يتمثل غرضها الرئيسي في اقتناء محفظة قروض رهنية ثم إصدار أوراق مالية ممثلة لتلك القروض الرهنية يتم تداولها في السوق المالية. تتدخل مؤسسة التوريق كطرف رئيسي في عملية التوريق باعتبارها كيان ذو غرض خاص.

¹ المادة 2، القانون رقم 06 - 05 الصادر في 20 فبراير 2006 يتضمن توريق الديون الرهنية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 15 المؤرخ في 12 مارس 2006، ص. 14.
* أنظر الفصل الأول والثاني.

2.1. طريقة عمل مؤسسة التوريق:

كما جاء في التعريف أعلاه، تقوم مؤسسة التوريق باقتناء محفظة قروض رهنية من المؤسسة المتنازلة بموجب اتفاق بين الطرفين ثم تقوم مؤسسة التوريق بإصدار أوراق مالية ممثلة لتلك القروض الرهنية. تكون الديون المتنازل عنها لصالح مؤسسة التوريق في شكل مجموعة أو كتلة واحدة من القروض مع نقل جميع الضمانات والتأمينات المتعلقة بها، والتي تكون ملزمة للغير. وينبغي أن تكون القروض المتنازل عنها ممنوحة من طرف المؤسسة المتنازلة في إطار تمويل السكن (قروض رهنية سكنية)، بحيث لا يمكن لمؤسسة التوريق شراء سواها، ويجب ألا تكون هذه القروض متنازلاً عليها أو تتضمن مخاطر عدم السداد عند تاريخ التنازل عليها.

تتم عملية التنازل عن محفظة القروض بواسطة جدول يتضمن البيانات الأساسية التالية:¹

- تسمية "عقد التنازل عن القروض المدعمة برهون عقارية ذات الرتبة الأولى"،
- الإشارة إلى أن عملية التنازل عن القروض تخضع إلى أحكام القانون 06-05 لسنة 2006،
- تعيين مؤسسة التوريق والمؤسسة المتنازلة،
- قائمة الديون المتنازل عنها والمتضمنة البيانات الآتية: الاسم والعنوان ومكان التسديد من جانب المدينين ومبلغ الديون وتاريخ الأقساط النهائية ونسب الفائدة ومميزات الرهون ومرجع عقود التأمين إن وجدت،
- بيان يوضح المبلغ المدفوع من طرف مؤسسة التوريق إلى المؤسسة المتنازلة مقابل القروض محل التنازل،
- التزام المؤسسة المتنازلة بالقيام باستبدال القروض المشكوك فيها أو المتنازع عليها أو صعوبة التحصيل لفائدة مؤسسة التوريق،
- تاريخ إيداع الجدول.

ويمكن أن يتضمن الجدول بيانات أخرى يتم إضافتها بالاتفاق بين الطرفين. وتحل مؤسسة التوريق محل المؤسسة المتنازلة بقوة القانون فيما يخص القروض المتنازل عنها وكل أشكال الضمانات المتعلقة بها دون أن يكون قبول الطرف الثالث (المستفيد من القرض) لازماً.

¹ المادة 14، القانون رقم 06 - 05 الصادر في 20 فبراير 2006 يتضمن توريق الديون الرهنية، مرجع سابق، ص. 15.

تقوم مؤسسة التوريق بتكليف المؤسسة المتنازلة أو أي مؤسسة مالية معتمدة أخرى باسترداد القروض المتنازل عنها، واستخدام رفع اليد وكذا كل المهام المتعلقة بالتسيير لحسابها، وفقاً للشروط المحددة في اتفاقية تسيير القروض المبرمة بين الطرفين واستردادها. وفي حال توقف نشاط المؤسسة المكلفة باسترداد القروض أو خضوعها للرقابة على التسيير أو لإجراء قضائي مثل الإفلاس أو التصفية أو لأي سبب آخر، يحق لمؤسسة التوريق المطالبة فوراً بالمبالغ المستردة أو في طريق الاسترداد لحسابها قبل مباشرة هذه الإجراءات، كما يمكن لها نقل مهمة استرداد القروض ورفع اليد وكذا كل المهام المتعلقة بالتسيير لحسابها إلى مؤسسة مالية أخرى بموجب اتفاق يوقع عليه الطرفان.¹

3.1. الحصص المصدرة من قبل مؤسسة التوريق:

استناداً إلى محفظة القروض الرهنية الحالية أو المستقبلية المتنازل عنها بمبادرة من المؤسسة المتنازلة، تقوم مؤسسة التوريق بإصدار أوراق مالية (هي في الأغلب سندات) ممثلة لتلك القروض الرهنية وقابلة للتداول في السوق المالية، حيث يتعين أن تكون عملية إصدار الأوراق المالية في معاملة واحدة وفقاً لما جاء في نص المادة 9 من قانون التوريق لسنة 2006. وتخضع عملية الإصدار هذه لأحكام القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة وكذا تنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها «COSOB». يمكن إصدار الأوراق المالية مع أو بدون قسيمة، بفائدة أو بخصم، لحاملها، أو إسمية وتكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ويتعين على مؤسسة التوريق تسجيل الأوراق المالية التي قامت بإصدارها لدى المؤتمن المركزي على السندات.²

2. المؤسسة المتنازلة «Transferor / Originator»:

وهي المؤسسة التي تمول وتقدم القروض وتكون الالتزامات التي تنشأ بخصوص تلك القروض المستحقة في الأصل إلى هذه المؤسسة قبل تحويلها إلى المنشأة ذات الغرض الخاص³. ويعرفها المشرع الجزائري على أنها مؤسسة مصرفية أو مالية تتنازل عن قروضها الممنوحة في إطار تمويل السكن.

تكون عملية التنازل عن محفظة القروض الرهنية لفائدة مؤسسة التوريق نافذة وناجعة، حيث يجب ألا تظهر الديون المتنازل عنها في أصول المؤسسة المتنازلة، وتتولى هذه الأخيرة بطلب من مؤسسة

¹ المواد: 22-23-24، القانون رقم 06 - 05 الصادر في 20 فبراير 2006 يتضمن توريق الديون الرهنية، مرجع سابق، ص. 16.

² المادة 4، المرجع السابق، ص. 14.

³ التمويل المنظم، مسرد مصطلحات عمليات التوريق، مرجع سابق.

التوريق مهمة استرداد القروض ورفع اليد وكذا كل المهام المتعلقة بالتسيير لحساب مؤسسة التوريق، وذلك بموجب اتفاق بين الطرفين.

3. مؤسسة الإيداع «Custodian Institution»:

تتمثل مؤسسة الإيداع وفقاً للمادة الأولى من قانون التوريق لسنة 2006 في المؤتمر المركزي على السندات أو ما يعرف كذلك بالجزائر للمقاصة «Algérie-clearing»، الذي سبق وأن تطرقنا إليه في هذا الفصل عند معرض حديثنا عن الهيئات المؤسساتية المنظمة لسوق رأس المال. وفقاً لأحكام قانون التوريق لسنة 2006، تقوم مؤسسة الإيداع، بصفتها أحد الأطراف الفاعلة في عملية التوريق، بالوظائف الرئيسية التالية:

- حفظ الأوراق المالية،
- تداول الأوراق المالية بالدفع من حساب إلى آخر،
- إدارة الأوراق المالية.

4. السلطة الرقابية:

وتتمثل في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها «COSOB»، التي سبق وأن تطرقنا إليها في هذا الفصل.

ثانياً: الآليات العامة لتوريق الديون الرهنية العقارية السكنية

في الجزائر، تقوم المؤسسة المتنازلة باختيار الديون المؤهلة للتنازل طبقاً للقانون. بعد ذلك، يتعين على المؤسسة المتنازلة تحليل هذه الديون والقيام بعمليات المحاكاة المناسبة، ومن ثم إعداد اتفاقية التنازل التي سيتم تقديمها لمؤسسة التوريق. يتم تجسيد عملية التنازل بمجرد تسجيل محفظة الديون في إدارة الحفظ العقاري باسم مؤسسة التوريق، ومنه يصبح بالإمكان توقيع اتفاقية التنازل. بعد توقيع الطرفين على الاتفاقية، يتعين على المؤسسة المتنازلة إخطار المدينين بعملية التنازل بواسطة رسالة مسجلة.

من جهتها تقوم مؤسسة التوريق بتحضير مذكرة إعلامية موجهة للمستثمرين لأجل إصدار أوراق مالية على مستوى السوق المالي. في طور عملية التحضير هذه، تتوجه مؤسسة التوريق بطلب معمل إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها «COSOB» من أجل الترخيص لمثل هكذا إصدار.

قبل تجسيد عملية حيازة الديون، يتعين على مؤسسة التوريق تحضير وإمضاء عقد تسيير مع المؤسسة المتنازلة بموجبه تصبح هذه الأخيرة "مؤسسة متنازلة/مسيرة". وبمجرد تجسيد عملية الإصدار يتعين على

مؤسسة التوريق تسجيل الأوراق المالية لدى المؤمن المركزي للسندات الذي يتولى مسؤولية حفظ الأوراق المالية وإدارتها بالإضافة إلى قيامه بالمدفوعات الدورية لفائدة حملة الأوراق المالية.¹

تجدر الإشارة إلى أن مكنتبي الأوراق المالية الصادرة عن عملية التوريق هم عموماً شخصيات معنوية متمثلة في الهيئات المؤسساتية التي تستثمر في السندات الرهنية المضمونة برهونات من الدرجة الأولى على حساب سندات الشركات.

1. تنفيذ عمليات التوريق:

تم إنشاء شركة إعادة التمويل الرهني «Société de Refinancement Hypothécaire (SRH)» سنة 1997 بهدف تحسين الوساطة المصرفية لتمويل السكن وتشجيع استخدام الأسواق المالية الثانوية بغرض تيسير سبل الحصول على الأموال طويلة الأجل لتمويل القروض الرهنية العقارية. وفي هذا الإطار تم رسملة SRH بتمويل قدره 52,3 مليون \$ محتفظ به لدى الخزينة العمومية و12,5 مليون \$ من أموالها الخاصة.²

يعتبر نشاط توريق الديون عموماً في الجزائر ضعيف جداً مقارنة بباقي دول شمال إفريقيا، رغم كونها السباقة لإنشاء أول مؤسسة ذات غرض خاص «SPE» في المنطقة، حيث لم يشهد السوق المالي الثانوي سوى معاملة توريق وحيدة بقيمة إجمالية تقدر بحوالي 32 مليون \$، تمت في سنة 2003 من قبل شركة إعادة التمويل الرهني «SRH». ومنذ ذلك الوقت إلى يومنا هذا لم تعرف الجزائر أي عملية توريق تذكر.

1.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص:

شركة إعادة التمويل الرهني «Société de Refinancement Hypothécaire: (SRH)» هي عبارة عن مؤسسة مالية معتمدة من طرف مجلس النقد والقروض بموجب القرار رقم: 01-98 المؤرخ في 1998/04/06. لها نظام قانوني كمؤسسة عمومية اقتصادية «EPE» وشركة ذات أسهم «SPA»، تخضع إدارتها للأحكام القانونية التالية:³

¹ BELTAS, Abdelkader. (2008) LA TITRISATION: Instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire. Alger: LEGENDE, p. 248-250.

² Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF), Op. Cit, p. 26.

³ SRH, Notice d'information de l'emprunt obligataire, Juillet 2003, pp. 12-16.

- الأمر رقم: 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم بالمرسوم التشريعي رقم: 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993، وبالأمر رقم: 27-96 المؤرخ في 09 ديسمبر 1996؛
- الأمر رقم 04-01 المؤرخ في 20/08/2001 المتعلق بتنظيم، تسيير وخصوصة المؤسسات العمومية الاقتصادية «EPE»؛
- القانون رقم: 10-90 المؤرخ في 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، المعدل والمتمم؛
- التشريع الساري، والتعليمات والقرارات بنكية، والأنظمة القانونية للشركة.

تعتمد «SRH» في إعادة تمويلها لمحافظ القروض الرهنية العقارية على القروض طويلة الأجل التي تقوم باقتراضها من المؤسسات الاستثمارية وعلى المساهمات في رأس المال من المستثمرين المساهمين فيها. هذا بالإضافة إلى اعتمادها بشكل رئيسي على حصيلة إصداراتها من السندات في سوق رأس المال عبر توريق محافظ القروض الرهنية العقارية المحالة إليها، المتبوعة بعائد مالي تنافسي وفق احتياجات السوق.

تتوفر «SRH» على طريقتين لتوريق الديون الرهنية العقارية:¹

- توريق من دون إحالة للأصول، "داخل الميزانية «On-Balance Sheet»"، وهو ما يعني أن القروض الرهنية العقارية تبقى ضمن موجودات المنشئ، ويتحمل هذا الأخير جميع الأخطار المتعلقة بالقروض الممنوحة في إطار تمويل السكن، كما تبقى جميع الرهونات العقارية والتأمينات مسجلة باسم المنشئ.
- توريق مع إحالة الأصول، "بيع صحيح أو خارج الميزانية «Off-Balance Sheet» or «True Sale»"، وتبعاً لهذه الطريقة يتم تحويل جميع الرهونات و الضمانات الأخرى باسم «SRH»، وتتحمل هذه الأخيرة بمقتضى ذلك جميع الأخطار المتعلقة بالديون التي تمت إحالتها على أن يتعهد المنشئ بالاستمرار في إدارة القروض المتنازل عنها لفائدة «SRH» مقابل هامش تفاوضي.

تجدر الإشارة إلى أن عملية إصدار سندات التوريق التي قامت بها «SRH» تمت (سنة 2003) قبل صدور قانون التوريق رقم 05-06 لسنة 2006، هذا القانون الذي يحدد الإطار القانوني لعملية التوريق الناشئة عن عملية إعادة تمويل رهني "خارج الميزانية"، والتي تستلزم إحالة للديون الرهنية المتنازل عنها

¹ SRH, Les condition de refinancement du crédit hypothécaire et modalité de suivi, guide pratique, Octobre 2003, pp. 4-5.

من قبل المؤسسة المتنازلة لصالح مؤسسة التوريق («SRH» مثلاً) مصحوبة بنقل كل الرهونات المرتبطة بها باسم هذه الأخيرة.

2.1. الإصدار الأول لشركة إعادة التمويل الرهني «SRH»:

بناءً على قرار الجمعية العامة العادية لمساهمي شركة إعادة التمويل الرهني المنعقدة بتاريخ 2003/06/05، وبناءً على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/01 المؤرخة في 3 جويلية 2003، تم الترخيص لإصدار أول قرض سندي يقدر مبلغه الأقصى بـ 3.000.000.000,00 دج، أو ما يعادل: \$ 38.762.206,46¹.

1.2.1. العناصر المكونة لعملية الإصدار:

بتاريخ 15 جويلية 2003 قامت «SRH» بإصدار سندات قرض سندي في شطرين، كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (18): الإصدار الأول لشركة إعادة التمويل الرهني «SRH»

المجموع	الشرط الثاني	الشرط الأول	
248.000	116 000	132 000	عدد السندات
10.000,00	10.000,00	10.000,00	القيمة الاسمية للسند (بالدينار الجزائري)
-	4,00 %	4,00 %	سعر الفائدة
	سنوياً	سنوياً	معدل استهلاك الفوائد
-	2008/07/15	2006/07/15	تاريخ الاستحقاق
	سداد القرض بالكامل في تاريخ الاستحقاق		معدل استهلاك الأصل

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- SRH, Notice d'information de l'emprunt obligataire, Juillet 2003, pp. 12-16

يقوم هذا القرض السندي على مبلغ 2.480.000.000,00 د.ج، أو ما يعادل: \$ 32.043.424,00، مقسم إلى 248000 سند عادي بقيمة اسمية تقدر بـ 10.000,00 د.ج للسند الواحد. ويتم مسك سجل تحويل السندات الاسمية من طرف «SRH» طبقاً لأحكام المرسوم التنفيذي رقم 95-483 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 المتضمن تطبيق إجراءات القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة.²

¹ SRH, Notice d'information de l'emprunt obligataire, Op.Cit, P7.

² Ibid., P7.

2.2.1. سعر الإصدار والمردودية:

تم إصدار سندات الشطر الأول للقرض، المقترحة بـ 4% للقسيمة (15 جويلية 2006)، بسعر 10.078,00 دج للسند الواحد، أما سندات الشطر الثاني للقرض، المقترحة بـ 4,5% للقسيمة، فقد تم إصدارها بسعر 10.149,00 د.ج للسند الواحد، حيث أن شطري القرض قابلان للدفع كليةً عند الاكتتاب، على أن تحقق سندات الشطر الأول عوائد سنوية تقدر بـ 3,75%، وعلى أن تحقق سندات الشطر الثاني عوائد سنوية تقدر بـ 4,16%¹.

تجدر الإشارة إلى أن السندات التي تم إصدارها من قبل «SRH» غير مسعرة في البورصة، حيث يتم تداولها على مستوى السوق الثانوية غير الرسمية ما بين الوسطاء المؤهلين.

3.2.1. الضمانات:

تشكل السندات المصدرة بالنسبة لهذا القرض السندي التزام مباشر وغير مشروط لشركة إعادة التمويل الرهني «SRH»، فضلاً عن كونها مدعومة باتفاقيات إعادة تمويل محافظ قروض رهنية عقارية لبنك التنمية المحلية «BDL».

تقضي اتفاقيات إعادة تمويل محافظ القروض الرهنية العقارية المبرمة بين الطرفين، مبدئياً، بالالتزام مباشر لبنك التنمية المحلية «BDL» تجاه الديون التي سيعاد تمويلها، أي بقاء الديون محل الاتفاق ضمن موجوداته من دون إحالة (التوريق تم وفقاً للطريقة الأولى)، وبعد ذلك يتنازل عنها لصالح «SRH». وبموجب اتفاقيات إعادة التمويل هذه، تم إبرام عقد لتسيير الديون الرهنية العقارية ما بين «SRH» و«BDL». لذلك، ومن أجل ضمان الانتقال بين التزامه على سند لأمر وتحويل الديون الرهنية لـ «SRH»، يودع بنك «BDL» لدى بنك الجزائر على سبيل الأمانة مبلغ ثلاث ملايين د.ج قيم خزينة. هذه القيم يتم تحريرها بعد ذلك تدريجياً على أقساط دنيا بـ 500 مليون د.ج حسب وتيرة تحويل الديون الرهنية لفائدة «SRH».

جميع القروض الرهنية العقارية تشكل العشر (10) محافظ المعاد تمويلها، مراعية شروط إعادة تمويل القروض العقارية وطرق المتابعة المصادق عليها من قبل بنك الجزائر. إضافة إلى ذلك، فإن كل القروض العقارية المؤشر عليها حالياً هي مضمونة من طرف شركة ضمان القرض العقاري «SGCI»².

¹ SRH, Notice d'information de l'emprunt obligataire, Op.Cit, P7.

² Ibid., P10.

2. الأطراف المتدخلة في عملية التوريد:

المؤسسة المتنازلة/المسيرة: وتتمثل في بنك التنمية المحلية «Banque de Développement Local (BDL)» الذي هو عبارة عن مؤسسة ائتمانية طبيعتها القانونية شركة ذات أسهم «SPA»، مقرها الاجتماعي الجزائر العاصمة. تم التوقيع من طرف «BDL» مع «SRH» على اتفاقيات لإعادة تمويل محافظ قروضه العقارية، واتفاقية لتسيير هذه الديون الرهنية بعد التنازل عنها لفائدة «SRH».

مؤسسة الإيداع: وتتمثل في المؤتمن المركزي على السندات أو ما يعرف كذلك بالجزائر للمقاصة «Algérie-clearing».

اتحاد ضامني الاكتتاب* «Underwriting consortium»:

• البنك المدير (للقروض المشتركة) ** «Lead Manager»: ويتمثل في القرض الشعبي الجزائري

«Crédit Populaire d'Algérie (CPA)».

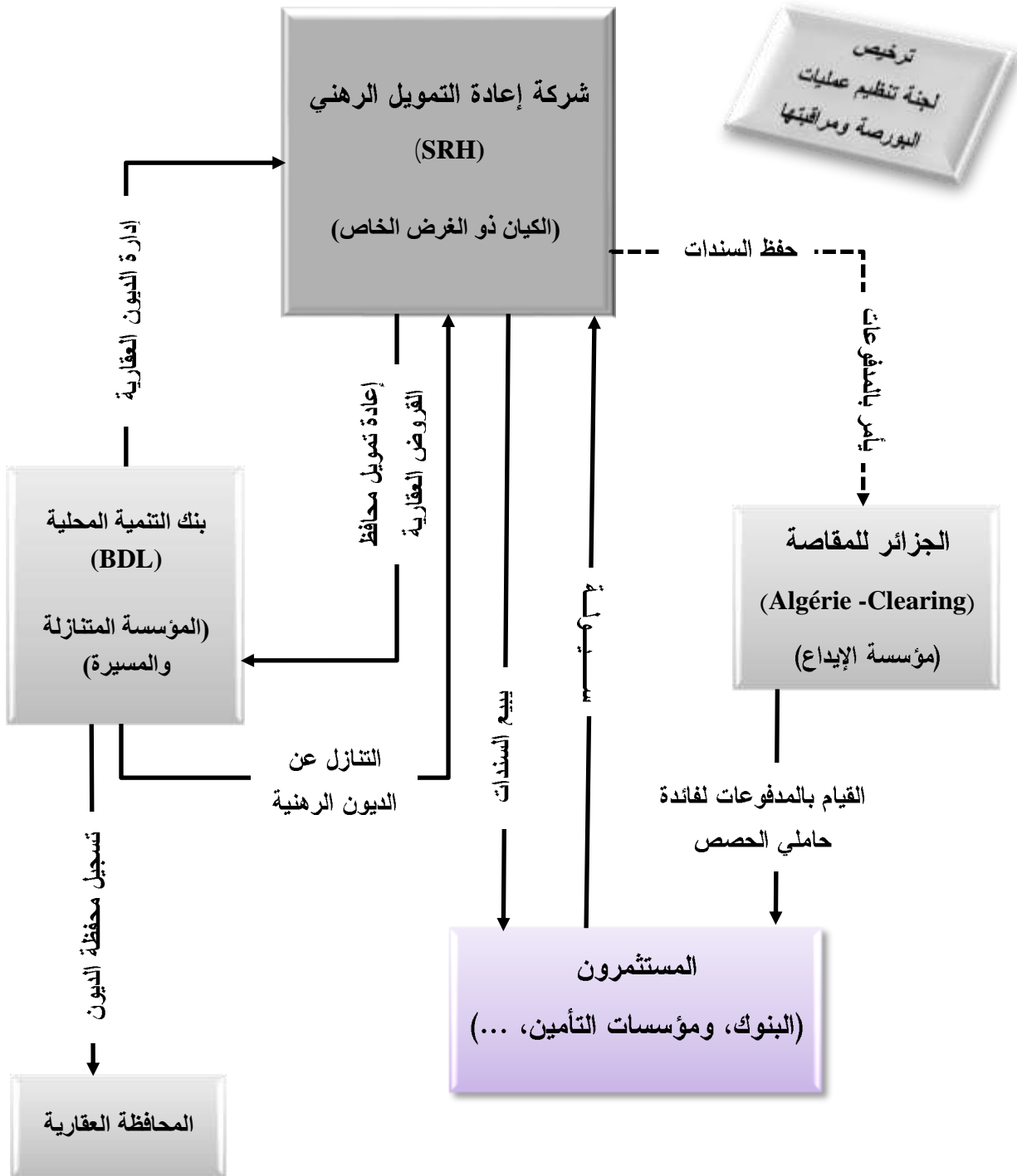
السلطة الرقابية: وتتمثل في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها «COSOB»، التي رخصت لهذا الإصدار من خلال منحه التأشيرة رقم 03/01 المؤرخة في 3 جويلية 2003.

3. مخطط عملية التوريد:

* ويطلق عليه بالفرنسية: «Le syndicat de placement».

** ويسمى بالفرنسية: «Chef de File».

الشكل رقم (45): مخطط عملية التوريق في الجزائر



المصدر: من إعداد الباحث

المطلب الثاني: التمويل الرهن العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة المغرب

يعد النظام المالي المغربي الأكبر والأكثر تنوعاً في منطقة المغرب العربي، فهو يضم وفقاً لآخر الإحصاءات المتوفرة 19 بنكاً تجارياً، و35 شركة تمويل، و6 بنوك حرة (أوفشور)، و13 جمعية للقروض الصغرى، و9 شركات للوساطة في مجال تحويل الأموال، فضلاً عن صندوق الضمان المركزي الذي هو عبارة عن مؤسسة مالية عمومية في حكم المؤسسات البنكية.¹

لدى المغرب سوق تمويل للإسكان يعد الأكثر تقدماً وتنوعاً في المنطقة، فهناك مجموعة متنوعة من مصادر الإقراض الرهن العقاري يدخل في نطاقها البنوك التجارية العمومية والخاصة، إضافة إلى شركات الائتمان الاستهلاكي ومؤسسات التمويل متناهي الصغر. أما بالنسبة للأجال الطبيعية للتمويل الرهن العقاري فهي 21 سنة، كما يمكن لهذا النوع من التمويل أن يصل إلى 100% من حيث نسبة القرض إلى القيمة. وفي سنة 2014 انخفضت معدلات الرهن العقاري إلى أقل من 6% وفقاً لتقرير البنك المركزي.

وفي السابق، تميز هيكل التمويل الإسكاني في المغرب بهيمنة شبه كاملة للقرض العقاري والسياحي «Crédit Immobilier Et Hôtelier (CIH)»، وهو أحد البنوك العمومية الذي أوكل إليه في السابق مهمة تقديم الائتمان فيما يتعلق بالإسكان على نحو عام وتمويل السكن الاجتماعي على وجه خاص، وذلك بموجب مرسوم ملكي صدر عام 1968، بينما لا تشارك البنوك الأخرى في مجال تمويل الإسكان بسبب تقسيم وتحديد الأنشطة المصرفية الخاصة بكل بنك، وكذلك بسبب الشرط المفروض من قبل السلطات النقدية على المؤسسات المؤهلة للقيام بهذا الغرض بأن تخصص جزءاً من مواردها لتمويل الإسكان.²

فيما يتعلق بـ «CIH» فإنه استفاد من الوضع التفضيلي من حيث أن تعبئة الموارد تتم في الأساس عبر سوق السندات التي غطت 50% من احتياجاته على أن يتم تغطية 50% الباقية بواسطة خطوط الائتمان الخارجية، والسندات التي يتم حشدها على المدى المتوسط من النظام البنكي، وعن طريق جزء من موارده الخاصة. وبالتالي بقي «CIH» المؤسسة الرئيسية المخول لها تقديم قروض مدعومة إلى غاية سنة 1998، أين تعرض «CIH» لتجربة قاسية أثرت على وضعه المالي وربحيته وكادت تعصف حتى بقدراته التمويلية المستقبلية. ومع إقرار القانون المصرفي لسنة 1993 المتعلق بنشاط مؤسسات الائتمان ومراقبتها، تم إعداد إطار قانوني مشترك لجميع المقرضين القائمين على تقديم الائتمان العقاري. مع ذلك، وبحكم كون القرض

¹ Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF). **Op. Cit**, p. 139.

² GHERIS, Mohamed. (2004) **Finance, informalité et financement du logement au Maroc**. In : ATM-CREDES (Nancy, 25-26-27 mai 2004). Droits et développement : 20e journée du développement. Université Nancy 2. CREDES. Centre de recherche et de documentation économiques. France ; ATM. Association Tiers-Monde. France. (<http://www.univ-nancy2.fr/RECHERCHE/EcoDroit/Droitsetdevelop.htm>)

العقاري والسياحي «CIH» المؤسسة الوحيدة المخولة، وبسبب العوائق التي تحد من مشاركة البنوك في تمويل الإسكان، ظل «CIH» محافظاً على موقعه المهيمن في هذا القطاع.

كما لعب البنك الشعبي المركزي «Banque Centrale Populaire (BCP)»، أحد البنوك العمومية في المغرب، هو الآخر دوراً مهماً في مجال تمويل الإسكان، لكن منذ عدة سنوات تم فتح المجال أمام البنوك الخاصة مما شكل تحدياً تدريجياً للهيمنة التي عرفها «CIH».¹

أولاً: الإطار التنظيمي والقانوني للتوريق

يتوفر المغرب على نظام قانوني خاص بتوريق الديون الرهنية غير الممتازة عليها، وضعت لبناته الأولى سنة 1999 بإصدار القانون رقم 98-10 الذي شهد أول تطبيق له في جانفي 2002، في ظل سياق مالي تميز بوفرة مفرطة في السيولة البنكية وانعدام للحواجز الضريبية. هذا القانون، الذي كان الهدف الأول من سنه هو تعزيز تمويل الإسكان، وضع الخطوط العريضة لأول إطار قانوني للتوريق. واقتصر مجال التطبيق على الديون الرهنية السليمة من الدرجة الأولى التي يستحوذ عليها بشكل حصري البنوك المخصصة لتمويل اقتناء أو بناء السكنات الفردية.

وجاء القانون 33.06 المتعلق بتوريق الديون في أكتوبر 2008 لتوسيع نطاق التوريق ليشمل كل أنواع الديون الحالية أو المستقبلية للمؤسسات العمومية، والمؤسسات الائتمانية، والأشخاص المعنويين المفوض إليهم أو الحائزين على إجازات استغلال المرافق العمومية، وكذا شركات التأمين وإعادة التأمين. لكن، وعلى الرغم من هذا التوسع في قائمة الديون التي يمكن توريقها مقارنةً بالسابقة وتعزيز النظام القانوني لصناديق التوظيف الجماعي للتوريق مما يجعلها في مأمن من الإفلاس، إلا أن التوريق لم يشهد تطوراً كبيراً، فلقد وضع القانون 33.06 بعض الحواجز أمام تطور التوريق وذلك أساساً بسبب العدد المحدود للأصول المسموح توريقها من قبل القانون الذي يستحيل معه توريق الديون التجارية ويحد من تطور التمويل التشاركي.

وبالاستفادة من التشريعات الأجنبية الأكثر كفاءة وأماناً، وبالأخذ بعين الاعتبار عوائق ومتطلبات المستثمرين، شرع المغرب في عملية إصلاح واسع للقانون 33.06 لسنة 2008 ليتم إصدار القانون 119.12، المعدل والمتمم للقانون 33.06 والنصوص الأخرى المصاحبة له، في 13 مارس 2013.

¹ GHERIS, Mohamed. (2005) **Le financement du logement au Maroc : Des pratiques illégales mais efficaces – cas de la pseudo-hypothèque**. In: CODESRIA (Maputo: (Mozambique), 06-10 décembre 2005). XIe Assemblée générale. Conseil pour le développement de la recherche en sciences sociales en Afrique. (<http://www.codesria.org/IMG/pdf/gheris.pdf?1531/b504cfba75c92383ed2171c0b9af6e42acdb3fd2>).

1. صندوق التوظيف الجماعي للتسديد* «Mutual Funds Investing in Securitization (MFIS)»:

1.1. تعريف «MFIS»:

يعرف المشرع المغربي وفقاً لما جاء في المادتين 3 و4 من القانون رقم 119.12 لسنة 2013 المغير والمتمم للقانون 33.06 المتعلق بتوريق الديون والقانون رقم 24.01 المتعلق بعمليات الاستحفاظ، صناديق التوظيف الجماعي للتسديد (للتوريق) على أنها ملكية مشتركة ينحصر غرضها في إنجاز عمليات التوريق المتمثلة في إصدار سندات لإنجاز عمليات: (1) تملك بشكل دائم أو مؤقت لأصول مؤهلة؛ أو (2) منح قروض لمؤسسة أو لمجموعة مؤسسات مبادرة (راغبة في التخلي عن كل أو جزء من ديونها المؤهلة في إطار عملية توريق) بهدف تمويل تملك أو حيازة أصول مؤهلة، تستفيد من ضمانات متعلقة بهذه الأصول؛ أو (3) ضمان مخاطر قرض أو تأمين.¹

يتم تشكيل «MFIS» بمبادرة مشتركة من مؤسسة مبادرة ومؤسسة للتدبير والإبداع، بحيث تقوم هاتان الهيئتان بإعداد نظام تسيير الصندوق، ولا يمكن لصندوق التوريق أن يتمتع بالشخصية الاعتبارية إلا إذا تم قيده في السجل التجاري بقرار من مؤسسة التدبير عند تأسيس صندوق التوريق، ويعتبر بذلك قراراً لا رجعة فيه.

يمكن لـ «MFIS» أن يتوفر على عدة أقسام أو أن يقوم بخلق أقسام جديدة خلال فترة نشاط الصندوق إذا نص نظام تسييره على ذلك، كما يمكن التنصيص على أحكام خاصة بكل قسم ضمن نظام تسيير الصندوق، على أن يقوم كل قسم بإصدار سندات ممثلة لأصول «MFIS» المخصصة له. ولا يتم اعتبار أن صندوق التوريق أو كل قسم منه أنه مؤسس بصفة صحيحة إلا إذا قام بإصدار حصتين على الأقل ممثلة للأصول المخصصة لصندوق التوريق أو لقسم من أقسامه حتى وإن كانت هاتين الحصتين في حوزة حامل واحد ولم ينجز صندوق التوريق أي عملية توريق في تاريخ تأسيسه.

لا يمكن لصندوق التوريق اكتساب الطبيعة القانونية لشركة مدنية أو تجارية أو شركة محاصة، سواءً كان متمتعاً أو لا بالشخصية الاعتبارية.

* ويسمى أيضاً بصندوق التوظيف الجماعي للتوريق، وبالفرنسية: «Le Fonds de Placement Collectif en Titrisation (FPCT)»

¹ المواد من 1 إلى 4، ظهير شريف رقم 1.13.47 صادر في 13 مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 119.12 المغير والمتمم للقانون رقم 33.06 المتعلق بتسديد الديون والقانون رقم 24.01 المتعلق بعمليات الاستحفاظ، الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، عدد 6184 المؤرخ

في 5 سبتمبر 2013، ص. 5920.

2.1. عمل «MFIS»:

كما جاء في التعريف أعلاه، ينحصر غرض صناديق التوظيف الجماعي للتوريد «MFISs» في إنجاز عمليات التوريد. وطبقاً لما نص عليه القانون 119.12 لسنة 2013 "يعتبر جزءاً لا يتجزأ من عملية التوريد، استغلال الأصول المؤهلة وكرائها وإعادة بيعها، وإبرام عقود التغطية، وبصفة عامة، جميع العمليات الأخرى اللازمة لإنجاز كل حصيلة ناتجة عن الأصول المذكورة بغرض تمويل تكاليف هذه العملية ومكافأة حاملي السندات وتسديد سنداتهم عند الاقتضاء".¹

أما فيما يتعلق بالإدارة اليومية لشؤون الصندوق فهي تقع على عاتق مؤسسة التدبير، هذه الأخيرة التي لا يمكن لها القيام بأي نشاط آخر سوى تلك الأنشطة المطابقة لغرض الصندوق والمنصوص عليها في نظام تسييره والتي سيأتي ذكرها عند التطرق لهذا الصنف من المؤسسات الذي يقوم على تدبير شؤون صناديق التوظيف الجماعي للتسديد.

3.1. أصول «MFIS»:

طبقاً لأحكام القانون 119.12 لسنة 2013، تتكون أصول «MFIS» من أحد أو مجموع عناصر الأصول التالية:²

أ. الأصول المؤهلة: وهي الأصول التي يمكن توريقها، وتتكون مما يلي:

- الديون الناتجة عن عقد أبرم سابقاً أو يبرم لاحقاً سواء تم تحديد مبلغها أو تاريخ استحقاقها أم لا؛
- (1) **سندات رأس المال**، و(2) **شهادات الصكوك الممثلة** لحق انتفاع مشاع لكل حامل في أصول مؤهلة تم تملكها أو في طور التملك أو في استثمارات منجزة أو في طور الإنجاز من طرف مصدر هذه السندات، و(3) **سندات الديون خاصة** تلك القابلة للتداول التي يمثل كل واحد منها حق دين على الهيئة التي تصدرها والقابلة للتحويل بقيدها في حساب أو عن طريق التداول باستثناء السندات التي تمكن بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من المشاركة في رأسمال شركة؛
- جميع أنواع الممتلكات المادية أو غير المادية، المنقولة أو غير المنقولة والمواد الخام.

وتشمل الأصول المؤهلة المشار إليها أعلاه أيضاً أي تقسيم لملكية هذه الأصول سواء نتج عن التملك نفسه أو أنجز لفائدة الصندوق.

¹ المادة الأولى، القانون رقم 119.12 لسنة 2013، مرجع سابق، ص. 5920.

² المادة 5 والمادة 16، المرجع السابق، ص. 5922.

ويمكن للأصول المؤهلة أن تتواجد في بلد أجنبي أو أن تحرر بعملة أجنبية أو أن تكون خاضعة لتشريع أجنبي.

يضاف إلى العنصر الأول لأصول «MFIS» العناصر التالية:¹

ب. السيولة الموظفة: توظف سيولة «MFIS» في القيم التالية:

- القيم التي تصدرها الخزينة وسندات الدين التي تضمنها الدولة؛
- الودائع التي توضع لدى مؤسسة ائتمان معتمدة وفقاً للتشريع الجاري به العمل؛
- سندات الدين القابلة للتداول؛
- حصص «MFIS»، باستثناء الحصص الخاصة به؛
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التي تدخل في الفئات التالية: "هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة سندات قرض" أو "هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية" أو هما معاً.

ج. الأصول التي تم تحويلها إليه: برسم تنفيذ أو تكوين الضمانات والضمانات المرتبطة بالديون المتنازل عنها للصندوق أو برسم الضمانات الممنوحة.

د. كل حصيلة تخصص للصندوق التوظيف الجماعي للتسديد في إطار غرضه.

4.1. خصوم «MFIS»:

تضم خصوم «MFIS» في كل وقت وحين حصتين كحد أدنى. ويمكن أن تشمل خصوم «MFIS» على عنصر أو مجموعة العناصر التالية:

- **الأسهم والحصص وسندات الدين المصدرة**: تشمل الأوراق المالية المصدرة من قبل «MFIS» على الحصص والأسهم وسندات الدين وشهادات الصكوك، بحيث يمكن لهذه الأوراق المالية أن تحرر بعملة أجنبية أو أن تخضع لتشريع أجنبي. وتعتبر الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة توريق في إطار عملية توريق قيما منقولة. غير أنه بإمكان نظام التسيير الخاص بـ «MFIS» منع بيع سندات يصدرها أو تقييد ذلك بشروط.²

¹ المادة 5 والمادة 52، ظهير شريف رقم 1.08.95 صادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون 33.06 المتعلق بتسديد الديون والمغير والمتمم للقانون رقم 35.94 المتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول والقانون رقم 24.01 المتعلق بعمليات الاحتفاظ، الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، عدد 5684 المؤرخ في 20 نوفمبر 2008، ص ص. 4251-4242.

² المادة 6، القانون رقم 119.12 لسنة 2013، مرجع سابق، ص. 5921.

يمكن أن تصنف الفئات والفئات الفرعية للأوراق المالية التي يصدرها «MFIS» حسب ترتيب معين وفقاً للشروط المنصوص عليها في نظام التسيير، ويمكن أن تخصص بعض هذه الفئات أو الفئات الفرعية حسب الأولوية لتحمل كل أو جزء من المخاطر التي يتعرض لها «MFIS». وتعتبر جميع السندات من فئة أو فئة فرعية معينة، متساوية في الحقوق.¹

- **الاقتراضات النقدية:** يمكن أن يلجأ «MFIS» إلى الاقتراضات النقدية لتمويل الحاجيات المؤقتة للصندوق أو أحد أقسامه وفق الشروط المحددة بنص تنظيمي.²
- **اقتراضات لدى أشخاص معنويين:** يمكن لـ «MFIS» الحصول على قروض من أشخاص معنويين، ومن المؤسسات المبادرة التي قامت بالتنازل عن ديون لـ «MFIS»، والأشخاص المعنويين الخاضعون للقانون الخاص والذين يقومون بمراقبة مؤسسة مبادرة قامت بالتنازل عن ديون لـ «MFIS».³

2. مؤسسة التدبير «The Management Company»:

وهي عبارة عن شركة تجارية يتمثل هدفها الوحيد والحصري في إنجاز عمليات التوريق وإدارة صندوق أو مجموعة صناديق توظيف جماعي للتوريق.

1.2. الشكل القانوني لمؤسسة التدبير:

يشترط في المؤسسة الممارسة لنشاط تدبير شؤون «MFIS» أن تكون طبيعتها القانونية شركة تجارية، وأن تكون مستوفية لمجموعة الشروط التالية:

- أ. أن يقتصر غرضها حصراً على إنجاز عمليات توريق وتسيير شؤون صندوق أو مجموعة صناديق توظيف جماعي للتوريق؛
- ب. أن يكون مقرها الاجتماعي بالمغرب؛
- ج. أن يكون رأسمالها محرراً بالكامل عند تأسيسها وألا يقل مبلغه عن الحد الأدنى المحدد من قبل الإدارة، بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.
- د. أن تقدم الضمانات الكافية فيما يخص تنظيمها وإمكانياتها التقنية والبشرية والتجربة المهنية لمسيرها؛

¹ المادة 13، القانون رقم 119.12 لسنة 2013، مرجع سابق، ص. 5921.

² المادة 54، المرجع السابق، ص. 5926.

³ المادة 53، القانون رقم 33.06 لسنة 2008، مرجع سابق، ص. 4251.

هـ. التوفر على قدرات مستقلة تمكنها من تقدير تطور الديون التي تمتلكها «MFIS» التابعة لها وتمكنها، في حالة الضرورة، من تنفيذ الضمانات الممنوحة لهذه الصناديق.

أما فيما يتعلق بالاعتماد المخصص لمزاولة مهمة التدبير فينبغي عليها الحصول عليه مسبقاً من الإدارة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة الذي يتولى مهمة التحقق من استيفائها للشروط المنصوص عليها أعلاه.

2.2. الأدوار المنوطة بمؤسسة التدبير:

نظراً لغرض الحصري لـ «MFIS»، فإنه لا يمكن لمؤسسة التدبير القيام لحساب هذا الأخير بأي نشاط آخر أو التعاقد في شأن التزامات أو ديون أو نفقات تدبير أخرى غير تلك المطابقة لغرض الصندوق والمنصوص عليها صراحة في نظام تسييره.

تتاط مؤسسة التدبير بمجموعة من الأدوار في إطار إدارتها للشؤون اليومية لصندوق التوريق، حيث تقوم بتدبير «MFIS» حصراً لفائدة حاملي الحصص وسندات الدين وفقاً لما ينص عليه نظام التسيير، ووفقاً لما تقتضيه أحكام القانون:¹

- تقوم لحساب الصندوق المذكور وباسمه بتملك الديون وكذا بزيادة الضمان المحتمل وتحوز كل سند أو وثيقة تمثل أو تشكل الديون المذكورة أو تكون تابعة لها وتصدر لحساب الصندوق حصصاً أو سندات ديون أو هما معاً وتسدد مقابل الديون المتنازل عنها إلى المؤسسة المتنازلة؛
- تقوم إن اقتضى الحال، بأداء رأس المال والفوائد والعلاوات أو الغرامات والمبالغ الأخرى المستحقة بموجب الالتزامات وفقاً لمقتضيات نظام التسيير ولأحكام القانون؛
- تحصيل السيولة المتأتية من أصول «MFIS»، بما في ذلك الأداءات المسبقة المحتملة وحصيلة بيع الضمانات، وتوزعها على حاملي الحصص وفقاً لمقتضيات نظام التسيير ولأحكام القانون؛
- توظيف سيولة «MFIS» في القيم المشار إليها أعلاه؛
- حيازة جميع الوثائق والسندات الممثلة والمؤسسة للديون التي تم اقتناؤها وكذا جميع الوثائق والمحركات المتعلقة بها وتعهد بحفظها إلى مؤسسة الإيداع؛
- تمارس جميع الحقوق اللازمة أو المتصلة بالديون المكونة لأصول «MFIS»؛
- تمثل «MFIS» أمام الغير وترفع الدعاوى أمام القضاء للدفاع عن حقوق ومصالح حاملي الحصص وسندات الدين عند الاقتضاء؛

¹ المادة 45، القانون رقم 33.06 لسنة 2008، مرجع سابق، ص ص. 4249-4250.

- القيام لحساب «MFIS» بعمليات تغطية، بحيث يجب أن تتجز هذه العمليات في إطار عملية التوريق أو لغرض مطابقة التدفقات المالية التي يتلقاها «MFIS» مع تلك التي يجب عليه دفعها إلى حاملي الحصص وسندات الدين عند الاقتضاء، ويجب أن يُنص صراحة على هذه العمليات في نظام التسيير؛
 - القيام بجرد الأصول التي هي في حوزة «MFIS» وفق النموذج والدورية الزمنية التي يحددها مجلس القيم المنقولة، بحيث يجب أن يكون الجرد مصادقاً عليه من طرف مؤسسة الإيداع.
- لا يمكن لمؤسسة التدبير استخدام أصول «MFIS» لأغراضها الخاصة. ويمكن لمؤسسة التدبير، علاوة على ذلك، التفويض الكلي أو الجزئي فيما يتعلق بالتسيير المالي للصندوق أو مجموعة صناديق التوظيف الجماعي للتوريق إلى مؤسسة تدبير «MFIS» أخرى معتمدة بمجرد ما تتوفر على الإمكانيات التي تسمح لها بتولي، تحت مسؤوليتها، مراقبة تنفيذها. وضمن هذا السياق، يتعين على المفوض إليه احترام قواعد الممارسة المهنية وقواعد أخلاقيات المهنة المطبقة على مؤسسة التدبير دون أن يثير ذلك تضارباً للمصالح أو عرقلةً لحسن سير المراقبة الممارسة من قبل مجلس القيم المنقولة، كما يجب على المفوض التقيد بالشروط المنصوص عليها في نظام التسيير ولا يمكنه القيام بالتفويض من الباطن للتدبير المفوض إليه.¹

3. مؤسسة الإيداع «Custodian Institution»:

وهي عبارة عن مؤسسة اعتبارية مكلفة بحفظ أصول «MFIS».

1.3. الشكل القانوني لمؤسسة الإيداع:

- وفقاً لأحكام القانون 119.12 لسنة 2013 المغير والمتمم للقانون 33.06، لا سيما المادة 48 منه فإنه لا يسمح بمزاولة نشاط مؤسسة الإيداع إلا للمؤسسات التالية:²
- البنوك المعتمدة وفقاً للنصوص التشريعية التي تنظمها؛
 - صندوق الإيداع والتدبير؛
 - المؤسسات التي يكون مقرها الاجتماعي في المغرب والتي يتمثل غرضها في عمليات الإيداع أو الائتمان أو الضمان أو تدبير الأموال أو عمليات التأمين وإعادة التأمين. ويجب أن ترد هذه المؤسسات في قائمة تحصرها الإدارة بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.

¹ المادة 46 والمادة 47، القانون رقم 33.06 لسنة 2008، مرجع سابق، ص. 4250.

² المادة 48، المرجع السابق.

2.3. الأدوار المنوطة بمؤسسة الإيداع:

يُعهد إلى مؤسسة الإيداع مهمة رئيسية تتمثل في حفظ أصول «MFIS» شريطة أن تكون مؤسسة الإيداع وحيدة ومستقلة عن مؤسسة التدبير، حيث تتولى المحافظة على أصول «MFIS» وعلى مستند التنازل وكل وثيقة أخرى تضمن صحة الأصول وما يتبعها من حقوق و ضمانات عند الاقتضاء. ويحدد نظام تسيير «MFIS» كفاءات المحافظة على أصول الصندوق.

كما يعهد إليها، بصفتها مؤسسة إيداع، مسك حسابات الأداء المفتوحة باسم «MFIS» وإعداد كشف زمني للعمليات المنجزة لحساب الصندوق.

غير أنه يمكن للمؤسسة المبادرة أو عند الاقتضاء للمؤسسة المكلفة بالتحصيل (المتمثلة في مؤسسة التدبير بحسب ما ينص عليه القانون) أن تتولى المحافظة على الديون التي تتوفر على ضمانات رهنية، وذلك وفقاً لشروط محددة.¹

4. المؤسسة المبادرة (المتنازلة) «The Originator Credit Institution (Transferor)»:

المؤسسة المبادرة أو المتنازلة، هي المؤسسة التي ترغب في التخلي عن مجموعة ديون في مجملها أو جزء منها في إطار عملية توريق. ويعرف المشرع المغربي المؤسسة المبادرة وفقاً لما جاء في نص القانون 119.12 لسنة 2013، على أنها "شخص، بما في ذلك الدولة وكل هيئة عمومية أخرى أو هيئة تخضع لتشريع خاص، يلجأ لعملية توريق"². وعلى نحو عام، تقوم السلطات الرقابية بإعداد قائمة للمؤسسات المسموح لها بإجراء عملية توريق.

يمكن للمؤسسة المبادرة أن تتولى تحت مسؤوليتها المحافظة على العقود والوثائق الأخرى المرتبطة بالديون وبالضمانات والضمانات التابعة التي تلحق بها، وتقوم لأجل هذا الغرض بإجراءات المحافظة الموثقة ومراقبة داخلية منتظمة ومستقلة عن الأنشطة العملية التي تهم التقيد بهذه الإجراءات. وفي هذا السياق، يجب على المؤسسة المبادرة بطلب من مؤسسة التدبير أو مؤسسة الإيداع أن تسلم في أقرب الآجال العقود الأصلية والوثائق المذكورة.

5. الأطراف الأخرى المتدخلة في عملية التوريق:

بالإضافة إلى الأطراف الرئيسية المبينة أعلاه، هناك أطراف أخرى تتدخل في تنفيذ عملية التوريق نوجزها فيما يلي:

¹ المادة 49، القانون رقم 33.06 لسنة 2008، مرجع سابق، ص. 4250.

² المادة 2، القانون رقم 119.12 لسنة 2013، مرجع سابق، ص. 5920.

1.5. مُرتب الإصدار «The Arranger»:

هو في العادة بنك أعمال (استثماري) أو مؤسسة متخصصة في التوريق، يستجدي المتنازلين المحتملين ويتولى في معظم الحالات توزيع في شراكة أو في مشروع مشترك «Syndication of Shares» أو القيام بتوظيف خاص للأوراق المالية المصدرة.

2.5. المستثمر:

وهو الذي يقوم بشراء الأوراق المالية المصدرة من قبل «MFIS». وقد يكون المستثمر عبارة عن هيئات مالية، وصناديق استثمار، وشركات تأمين، ومؤسسات عمومية، وخواص، إلى غير ذلك من المستثمرين.

3.5. محافظ الحسابات:

يتم تعيين محافظ الحسابات لـ «MFIS» من قبل مؤسسة التدبير. ويعين مؤسسو «MFIS» محافظ الحسابات الأول في نظام التسيير.

يُعلم محافظ الحسابات في الحال مسيري مؤسسة التدبير ومجلس القيم المنقولة بالخروقات والبيانات غير الصحيحة التي يلاحظها أثناء القيام بمهامه.¹

4.5. هيئات المراقبة:

تخضع كل من صناديق التوظيف الجماعي للتوريق «MFISs» ومؤسسات التدبير ومؤسسات الإيداع والمؤسسات المبادرة للمراقبة المستمرة لمجلس القيم المنقولة. كما يقوم هذا الأخير بمراقبة احترام المؤسسات المذكورة لأحكام الدوريات المطبقة عليها.

5.5. وكالات التصنيف:

وتكمن مهمتها الرئيسية في تقييم المخاطر المرتبطة بتركيب «MFIS»، وكذا المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المتنازل عنها/المصدرة، حيث يتم تنفيذ التصنيف لحظة إصدار الحصص من قبل «MFIS».

ثانيا: الآليات العامة لتوريق الديون الرهنية العقارية السكنية

في المغرب، بمبادرة مشتركة من المؤسسة المبادرة ومؤسسة التدبير، يتم إنشاء صندوق التوظيف الجماعي للتوريق (بالفرنسية: «Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT)»)، الذي بعد

¹ المواد: 83-84-85، القانون رقم 33.06 لسنة 2008، مرجع سابق، ص. 4255.

تملكه بشكل دائم أو مؤقت لأصول مؤهلة، متمثلة في سياق دراستنا هذه في قروض رهنية سكنية تم التنازل عليها من قبل المؤسسة المبادرة التي هي في الأغلب مؤسسة ائتمانية، يقوم بإصدار حصتين على الأقل بحيث تكون الحصص المصدرة ممثلة لتلك الأصول المؤهلة. ومن أجل سداد هذه الأخيرة، يتوجه صندوق التوريق إلى المستثمرين من خلال بيعه إياهم أوراق مالية أو في الغالب حصص، ويصبح بذلك المستثمرون المكتتبون أصحاب حصص في صندوق التوريق، وتذهب الأموال المحصلة منهم (المستثمرين) إلى سداد الأصول المقتناة بدفعها إلى المؤسسة المبادرة.

1. تنفيذ عمليات التوريق:

كان تطور عمليات التوريق في المغرب محتشماً، حيث شهدت السوق الرهنية في البداية عمليتين فقط تمثلت في توريق محفظتي قروض رهنية سكنية بقيمة إجمالية قاربت 150 مليون \$ بين عامي 2003 و2004، ثم أعقب ذلك فترة ركود دامت أربع سنوات كان مردها فائض السيولة على مستوى البنوك. وبتغيير الظروف الاقتصادية، تجدد الاهتمام بهذا النوع من المعاملات فتجسد في ثلاث عمليات توريق للديون الرهنية السكنية كانت على امتداد السنوات 2008 و2012 و2014، بقيمة إجمالية قاربت 460 مليون \$. كما عرفت السوق خلال هذه الفترة عمليات مختلفة شملت توريق أنواع أخرى من الديون.

1.1. الإصدار الأول (22 أبريل 2002):

1.1.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص وللإصدار:

بمبادرة مشتركة من القرض العقاري والسياحي «Crédit Immobilier Et Hôtelier (CIH)» بصفته مؤسسة متنازلة، ومؤسسة التدبير المتمثلة في المغرب للتوريق «Maghreb Titrisation (MT)»، تم تأسيس صندوق التوظيف الجماعي للتوريق المسمى: «FPCT CREDILOG I» وفقاً لأحكام القانون رقم 10.98 الصادر في 25 أوت 1999 المتعلق بتسديد الديون الرهنية، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة ملكية مشتركة للأطراف المؤسسة، ينحصر غرضه في تملك الديون الرهنية المتنازل عنها من قبل بنك «CIH» قصد إصدار في دفعة واحدة حصص ممثلة لتلك الديون. تشتمل محفظة الديون التي تم اقتناؤها من قبل «FPCT CREDILOG I» على 4 676 قرض رهنى مملوك لبنك «CIH»، حيث تمثل هذه القروض ديون رهنية بسعر فائدة ثابت ممنوحة لموظفي المصالح الحكومية «Les fonctionnaires» من أجل اقتناء وبناء وترميم وتوسعة السكنات الفردية المخصصة للإيجار.

أسس الصندوق بتاريخ 22 أبريل 2002، وتشكل أصوله الأولية من الديون الرهنية التي قام باقتنائها في نفس التاريخ الذي أسس فيه. بلغت القيمة الإسمية الأولية للديون: 500.000.735,59 درهم أو ما

- يعادل: \$ 45.369.715,96. تم تسوية اقتناء هذه الديون بتاريخ 22 أبريل 2002 بواسطة ناتج إصدار أربع فئات مستقلة من الحصص الممثلة لتلك الديون، والمبينة كالتالي:¹
- ❖ **حصص P1**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 365.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 33.119.843,93.
 - ❖ **حصص P2**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 108.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 9.799.844,23.
 - ❖ **حصص S**، وهي عبارة عن حصص تابعة (من الدرجة الثانية)، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 25.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 2.268.482,46.
 - ❖ **حصة متبقية R**، مكتتبه من طرف المتنازل وداعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 2.000.738,57 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 181.545,61.

2.1.1. خصائص الصندوق عند الإصدار:

يتكون صندوق التوظيف الجماعي للتوريق «FPCT CREDILOG I» من ديون مورقة سليمة بالكامل، أي أنها غير متعثرة ولا مشكوكاً فيها ولا متنازعاً عليها طبقاً لأحكام قانون التوريق. كذلك فإن هذه الديون تعتبر ديون رهنية من الرتبة الأولى تستجيب لمعايير الاختيار المنصوص عليها في المادة 17 من القانون رقم 10.98 لسنة 1999 المتعلق بتوريق الديون الرهنية.

الصندوق «FPCT CREDILOG I» مؤمن ضد مخاطر تعثر المدينين بواسطة:

- الرهونات المرتبطة بالديون؛
 - التراكم التدريجي للأموال الاحتياطية؛
 - إصدار الحصة المتبقية التي تدعم بالدرجة الأولى مخاطر تعثر المدينين؛
 - التسبيقات التقنية التي تقوم بها المؤسسة المتنازلة.
- فيما يتعلق بحاملي حصص الدرجة الأولى فقط، يضاف إلى الضمانات المذكورة أعلاه:
- إصدار حصص تابعة.
- فيما يخص الحاملين الحصريين للحصص التابعة:
- المؤسسة المالية الدولية «PROPARCO» تشكل كفيل متضامن للصندوق لدفع متأخرات استهلاك الدين ومتأخرات قسائم الحصص.

¹ Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 octobre 2010 au 12 janvier 2011 du FPCT CREDILOG I.

3.1.1. خصائص الحصص عند الإصدار:

عند إنشائه، أصدر «FPCT CREDILOG I» أربع فئات مستقلة من الحصص لتمويل عملية الاقتناء التي قام بها، من أجل مبلغ إجمالي قدره: 500.000.738,59 درهم، حيث أن خصائص الحصص مبينة على النحو التالي:

الجدول رقم (19): الإصدار الأول «FPCT CREDILOG I»

حصة R	حصص S	حصص P2	حصص P1	
1	250	1 080	3 650	عدد الحصص
2 000 738,57	100 000	100 000	100 000	القيمة الإسمية. للوحدة (بالدرهم.م)
-	% 6,29	% 7,32	% 6,22	سعر الفائدة (%)
-	مارس 2016	مارس 2016	سبتمبر 2008	تاريخ الاستحقاق
-	فصلي	فصلي	فصلي	معدل الاستهلاك

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 janvier au 12 avril 2009 du FPCT CREDILOG I.

2.1. الإصدار الثاني (23 جوان 2003):

1.2.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص وللإصدار:

بمبادرة مشتركة من القرض العقاري والسياحي «Crédit Immobilier Et Hôtelier (CIH)» بصفته مؤسسة متنازلة، ومؤسسة التدبير المتمثلة في المغرب للتوريق «Maghreb Titrisation (MT)»، تم تأسيس صندوق التوظيف الجماعي للتوريق المسمى: «FPCT CREDILOG II» وفقاً لأحكام القانون رقم 10.98 الصادر في 25 أوت 1999 المتعلق بتسديد الديون الرهنية، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة ملكية مشتركة للأطراف المؤسسة، ينحصر غرضه في تملك الديون الرهنية المتنازل عنها من قبل بنك «CIH» قصد إصدار في دفعة واحدة حصص ممثلة لتلك الديون. تشتمل محفظة الديون التي تم اقتناؤها من قبل «FPCT CREDILOG II» على 9 232 قرض رهني مملوك لبنك «CIH»، حيث تمثل هذه القروض ديون رهنية بسعر فائدة ثابت ممنوحة لأجراء القطاع العام والخاص.

أسس الصندوق بتاريخ 23 جوان 2003، وتشكل أصوله الأولية من الديون الرهنية التي قام باقتنائها في نفس التاريخ الذي أسس فيه. بلغت القيمة الإسمية الأولية للديون: 1.000.000.052,91 درهم أو ما يعادل: \$ 104.445.374,51. تم تسوية اقتناء هذه الديون بتاريخ 23 جوان 2003 بواسطة ناتج إصدار أربع فئات مستقلة من الحصص المتمثلة لتلك الديون، والمبينة كالتالي:¹

¹ Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 mars au 12 juin 2009 du FPCT CREDILOG II.

- ❖ **حصص P1**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 562.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 58.698.297,37.
- ❖ **حصص P2**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 387.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 40.420.357,80.
- ❖ **حصص S**، وهي عبارة عن حصص تابعة (من الدرجة الثانية)، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 50.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 5.222.268,45.
- ❖ **حصة متبقية R**، مكتتبة من طرف المتنازل وداعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 1.000.052,91 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 104.450,89.

2.2.1. خصائص الصندوق عند الإصدار:

يتكون صندوق التوظيف الجماعي للتوريق «FPCT CREDILOG II» من ديون موقرة سليمة بالكامل، أي أنها غير متعثرة ولا مشكوكاً فيها ولا متنازعاً عليها طبقاً لأحكام قانون التوريق. كذلك فإن هذه الديون تعتبر ديون رهنية من الرتبة الأولى تستجيب لمعايير الاختيار المنصوص عليها في المادة 17 من القانون رقم 10.98 لسنة 1999 المتعلق بتوريق الديون الرهنية.

الصندوق «FPCT CREDILOG II» مؤمن ضد مخاطر تعثر المدينين بواسطة:

- الرهونات المرتبطة بالديون؛
 - التراكم التدريجي للأموال الاحتياطية في الجانب الدائن لحساب الاحتياطي؛
 - الحصة المتبقية التي تدعم بالدرجة الأولى مخاطر تعثر المدينين؛
 - التسيقات التقنية التي تقوم بها المؤسسة المتنازلة.
- فيما يتعلق بحاملي حصص الدرجة الأولى فقط، يضاف إلى الضمانات المذكورة أعلاه:
- الحصص التابعة.

3.2.1. خصائص الحصص عند الإصدار:

عند إنشائه، أصدر «FPCT CREDILOG II» أربع فئات مستقلة من الحصص لتمويل عملية الاقتناء التي قام بها، من أجل مبلغ إجمالي قدره: 1.000.000.052,91 درهم، حيث أن خصائص الحصص مبينة على النحو التالي:

الجدول رقم (20): الإصدار الثاني «FPCT CREDILOG II»

حصة R	حصة S	حصة P2	حصة P1	
1	500	3 870	5 620	عدد الحصص
1 000 052,91	100 000	100 000	100 000	القيمة الإسمية. للوحدة (بالدرهم.م)
-	% 6.85	% 6,39	% 5,11	سعر الفائدة (%)
-	سبتمبر 2019	سبتمبر 2019	مارس 2010	تاريخ الاستحقاق
	فصلي	فصلي	فصلي	معدل الاستهلاك

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 décembre 2009 au 12 mars 2010 du FPCT CREDILOG II.

3.1 الإصدار الثالث (22 ديسمبر 2008):

1.3.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص ولإصدار:

بمبادرة مشتركة من القرض العقاري والسياحي «Crédit Immobilier Et Hôtelier (CIH)» بصفته مؤسسة متنازلة، ومؤسسة التدبير المتمثلة في المغرب للتوريق «Maghreb Titrisation (MT)»، تم تأسيس صندوق التوظيف الجماعي للتوريق المسمى: «FPCT CREDILOG III» وفقاً لأحكام القانون رقم 33.06 الصادر في 20 أكتوبر 2008 المتعلق بتسديد الديون، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة ملكية مشتركة للأطراف المؤسسة، ينحصر غرضه في تملك الديون الرهنية المتنازل عنها من قبل بنك «CIH» قصد إصدار في دفعة واحدة سندات ممثلة لتلك الديون. تشتمل محفظة الديون التي تم اقتناؤها من قبل «FPCT CREDILOG III» على 12 717 قرض رهني مملوك لبنك «CIH». هذه القروض تمثل ديون رهنية بسعر فائدة ثابت ممنوحة لأفراد.

أسس الصندوق بتاريخ 22 ديسمبر 2008، وتشكل أصوله الأولية من الديون الرهنية التي قام باقتنائها في نفس التاريخ الذي أسس فيه. بلغت القيمة الإسمية الأولية للديون: 1.500.000.230,78 درهم أو ما يعادل: \$ 193.540.300,67. تم تسوية اقتناء هذه الديون بتاريخ 22 ديسمبر 2008 بواسطة ناتج إصدار أربع فئات مستقلة من السندات الممثلة لتلك الديون، والمبينة كالتالي:¹

❖ **سندات A1**، وهي عبارة عن فئة سندات من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 1.275.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 164.509.230,26.

❖ **سندات A2**، وهي عبارة عن فئة سندات من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 150.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 19.354.027,09.

¹ Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 14 mars au 14 juin 2011 du FPCT CREDILOG III.

❖ **سندات B**، وهي عبارة عن فئة سندات تابعة (من الدرجة الثانية)، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 74.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 9.547.986,70.

❖ **حصة متبقية R**، مكتتبه من طرف المتنازل وداعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 1.000.230,78 درهم مغربي، أو ما يعادل: \$ 129.056,62.

2.3.1. خصائص الصندوق عند الإصدار:

يتكون صندوق التوظيف الجماعي للتوريق «FPCT CREDILOG III» من ديون موروقة سليمة بالكامل، أي أنها غير متعثرة ولا مشكوكاً فيها ولا متنازعاً عليها طبقاً لأحكام قانون التوريق. كذلك فإن هذه الديون تعتبر ديون رهنية من الرتبة الأولى تستجيب لمعايير الاختيار المنصوص عليها في المادة 17 من القانون رقم 33.06 لسنة 2008 المتعلق بتوريق الديون الرهنية.

الصندوق «FPCT CREDILOG III» مؤمن ضد مخاطر تعثر المدينين بواسطة:

- الرهونات المرتبطة بالديون؛
- التراكم التدريجي للأموال الاحتياطية في الجانب الدائن لحساب الاحتياطي؛
- الحصة المتبقية التي تدعم بالدرجة الأولى مخاطر تعثر المدينين؛
- التسيقات التقنية التي تقوم بها المؤسسة المتنازلة.

فيما يتعلق بحاملي سندات الدرجة الأولى فقط، يضاف إلى الضمانات المذكورة أعلاه:

- السندات التابعة.

3.3.1. خصائص السندات عند الإصدار:

عند إنشائه، أصدر «FPCT CREDILOG III» أربع فئات مستقلة من السندات لتمويل عملية الاقتناء التي قام بها، من أجل مبلغ إجمالي قدره: 1.500.000.230,78 درهم، حيث أن خصائص الحصص مبينة على النحو التالي:

الجدول رقم (21): الإصدار الثالث «FPCT CREDILOG III»

حصة R	سندات B	سندات A2	سندات A1	
1	740	1 500	12 750	عدد السندات
1 000 230,78	100 000	100 000	100 000	القيمة الإسمية. للوحدة (بالدرهم م.)
-	% 5,39	% 5,42	% 4,83	سعر الفائدة (%)
-	مارس 2031	مارس 2031	جوان 2020	تاريخ الاستحقاق
	فصلي	فصلي	فصلي	معدل الاستهلاك

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 14 mars au 14 juin 2011 du FPCT CREDILOG III.

4.1. الإصدار الرابع (23 جانفي 2012):

1.4.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص وللإصدار:

بمبادرة مشتركة من البنك الشعبي «Banque Populaire (BP)»، بصفته مؤسسة متنازلة، ومؤسسة التدبير المتمثلة في المغرب للتوريق «Maghreb Titrisation (MT)»، تم تأسيس صندوق التوظيف الجماعي للتوريق المسمى: «FPCT SAKANE» وفقاً لأحكام القانون رقم 33.06 الصادر في 20 أكتوبر 2008 المتعلق بتسديد الديون، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة ملكية مشتركة للأطراف المؤسسة، ينحصر غرضه في تملك الديون الرهنية المتنازل عنها من قبل البنك الشعبي المركزي ووكالاته المحلية قصد إصدار في دفعة واحدة سندات ممثلة لتلك الديون. تشتمل محفظة الديون التي تم اقتناؤها من قبل «FPCT SAKANE» على 3579 قرض رهني مملوك للبنك الشعبي، حيث تمثل هذه القروض ديون رهنية بسعر فائدة ثابت ممنوحة لأفراد بغرض اقتناء وبناء مساكن.

أسس الصندوق بتاريخ 23 جانفي 2012، وتشكل أصوله الأولية من الديون الرهنية التي قام باقتنائها في 30 جانفي 2012. بلغت القيمة الإسمية الأولية للديون: 1.000.001.431,17 درهم أو ما يعادل: 115.895.952,47 \$. تم تسوية اقتناء هذه الديون بتاريخ 30 جانفي 2012 بواسطة ناتج إصدار أربع فئات مستقلة من السندات الممثلة لتلك الديون، والمبينة كالتالي:¹

- ❖ **سندات A**، وهي عبارة عن فئة سندات من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 500.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: 57.947.893,30 \$.
- ❖ **سندات B**، وهي عبارة عن فئة سندات من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 415.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: 48.096.751,44 \$.
- ❖ **سندات S**، وهي عبارة عن فئة سندات خاصة*، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 50.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: 5.794.789,33 \$.
- ❖ **حصص متبقية R**، مكتتبه من طرف المتنازلين المتمثلين في البنك المركزي الشعبي وفروعه المتواجدة في عدد من المدن المغربية، حيث يقدر عدد المتنازلين بـ 11 طرف متنازل، بحيث يقوم كل طرف باكتتاب حصة متبقية واحدة. هذه الحصص داعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 35.001.431,17 درهم مغربي، أو ما يعادل: 4.056.518,40 \$.

¹ Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 16 avril au 16 juillet 2012 du FPCT SAKANE.

* حسب مفهوم القانون 33.06 لسنة 2008، وتحديداً حسبما ورد في البند (ج) من المادة 51، فإن السندات الخاصة هي عبارة عن سندات دين معدة لتحمل المخاطر المالية بالأسبقية على باقي سندات الدين التي يصدرها صندوق التوظيف الجماعي للتسديد، كما تتوفر هذه الخاصية بالنسبة للحصص التي يصدرها هذا الصندوق.

2.4.1. خصائص الصندوق عند الإصدار:

يتكون صندوق التوظيف الجماعي للتوريد «FPCT SAKANE» من ديون موزونة سليمة بالكامل، أي أنها غير متعثرة ولا مشكوكاً فيها ولا متنازعةً عليها طبقاً لأحكام قانون التوريد. كذلك فإن هذه الديون تعتبر ديون رهنية من الرتبة الأولى تستجيب لمعايير الاختيار المنصوص عليها في المادة 17 من القانون رقم 33.06 لسنة 2008 المتعلق بتوريد الديون الرهنية.

الصندوق «FPCT SAKANE» مؤمن ضد مخاطر تعثر المدينين من خلال:¹

- أ. الفرق الموجود ما بين، من جهة، الفوائد المستحقة على المدينين، ومن جهة أخرى، مجموع القسائم واجبة الدفع لحاملي السندات وعمولات مستحقة على الصندوق؛
- ب. تزويد حساب الاحتياطي بمبلغ قدره 20 مليون درهم لتغطية الفرق الناجم عن الفرق الضعيف بين أسعار الفائدة والفارق الزمني ما بين الفوائد المدفوعة من طرف المدينين وسداد تكاليف التسيير والقسائم المستحقة على الصندوق.
- ج. اللجوء عند اللزوم إلى خط السيولة الذي يتيح البنك المركزي الشعبي بصفته بنك موفر للسيولة لأجل تغطية سداد المبالغ المستحقة على الصندوق تحت عنوان تكاليف التسيير والقسائم A والقسائم B والقسائم S. يساوي مبلغ خط السيولة بتاريخ الإصدار الأولي: 22 مليون درهم.
- د. بالنسبة لحاملي السندات A في فترة الاستهلاك المتسارع للدين، من خلال إصدار سندات B وسندات S وحصص متبقية، أين الحقوق في الفائدة وفي الأصل هي تابعة على التوالي للحقوق في الفائدة وفي الأصل للسندات A.
- هـ. بالنسبة لحاملي السندات B في فترة الاستهلاك المتسارع للدين، من خلال إصدار سندات S وحصص متبقية، أين الحقوق في الفائدة وفي الأصل هي تابعة على التوالي للحقوق في الفائدة وفي الأصل للسندات B.
- و. بالنسبة لحاملي السندات S في فترة الاستهلاك المتسارع للدين، من خلال إصدار حصص متبقية، أين الحقوق في الفائدة وفي الأصل هي تابعة على التوالي للحقوق في الفائدة وفي الأصل للسندات S.
- ز. بالنسبة لحملة السندات A في فترة الاستهلاك العادي للدين، من خلال غياب استهلاك السندات S والحصص المتبقية قبل الاستهلاك التام للسندات A؛

¹ Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 16 avril au 16 juillet 2012 du FPCT SAKANE.

- ح. بالنسبة لحملة السندات B في فترة الاستهلاك العادي للدين، من خلال غياب استهلاك السندات S والحصص المتبقية قبل الاستهلاك التام للسندات B؛
- ط. بالنسبة لحملة السندات S في فترة الاستهلاك العادي للدين، من خلال غياب استهلاك الحصص المتبقية قبل الاستهلاك التام للسندات S؛
- ي. بشكل أعم، من خلال الرهونات العقارية وغيرها من الرهونات والضمانات من أي طبيعة المرتبطة بالديون المتنازل عنها؛
- ك. من خلال تصاريح الامتثال للبنك الشعبي وفروعه بصفتهم متنازليين بموجب اتفاقية التنازل؛

3.4.1. خصائص السندات عند الإصدار:

عند إنشائه، أصدر «FPCT SAKANE» أربع فئات مستقلة من السندات لتمويل عملية الاقتناء التي قام بها، من أجل مبلغ إجمالي قدره: 1.500.000.230,78 درهم، حيث أن خصائص الحصص مبيّنة على النحو التالي:

الجدول رقم (22): الإصدار الرابع «FPCT SAKANE»

حصة R	سندات S Séries 1-2012	سندات B Séries 1-2012	سندات A Séries 1-2012	
11	500	4 150	5000	عدد السندات
-	100 000	100 000	100 000	القيمة الإسمية. للوحدة (بالدرهم.م)
35 002 283,23	-	-	-	القيمة الإسمية الإجمالية للحصص
-	% 5,11	% 4,60	% 4,45	سعر الفائدة (%)
-	جانفي 2028	جويلية 2025	جويلية 2023	تاريخ الاستحقاق
	فصلي	فصلي	فصلي	معدل الاستهلاك

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Note d'information du FPCT SAKANE: Titrization de créances hypothécaires détenues par la BCP, pp. 97-98.

مع كل عملية اقتناء جديدة للديون من قبل الصندوق، سيكون بالإمكان إصدار سلاسل سندات جديدة بالقيمة الإسمية من قبل الصندوق.

كل حصة متبقية هي مُصدرة بالقيمة الإسمية بتاريخ الإصدار الأولي، وهي تابعة للسندات وتعتبر "خاصة" بمفهوم القانون.

5.1. الإصدار الخامس (25 أبريل 2014):

1.5.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص وللإصدار:

بمبادرة مشتركة من القرض العقاري والسياحي «Crédit Immobilier Et Hôtelier (CIH)» بصفته مؤسسة متنازلة، ومؤسسة التدبير المتمثلة في المغرب للتوريق «Maghreb Titrisation (MT)» تم تأسيس صندوق التوظيف الجماعي للتوريق المسمى: «FPCT CREDILOG IV» وفقاً لأحكام القانون رقم 119.12 الصادر في 13 مارس 2013 المعدل والمتمم للقانون رقم 33.06 المتعلق بتسديد الديون، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة ملكية مشتركة للأطراف المؤسسة، ينحصر غرضه في تملك الديون الرهنية المتنازلة عنها من قبل بنك «CIH» قصد إصدار في دفعة واحدة سندات ممثلة لتلك الديون. تشمل محفظة الديون التي تم اقتناؤها من قبل «FPCT CREDILOG IV» على 670 14 قرض رهنى مملوك لبنك «CIH». هذه القروض تمثل ديون رهنية بسعر فائدة ثابت ممنوحة لأفراد أساساً من أجل تمويل اقتناء، وبناء، وتوسعة، وتهيئة السكنات.

أسس الصندوق بتاريخ 25 أبريل 2014، وتتشكل أصوله الأولية من الديون الرهنية التي قام باقتنائها في 30 أبريل 2014. بلغت القيمة الإسمية الأولية للديون: 1.200.012.996,18 درهم أو ما يعادل: 139.076.450,12 \$. تم تسوية اقتناء هذه الديون بتاريخ 30 أبريل 2014 بواسطة ناتج إصدار فئتين مستقلتين من الشهادات الممثلة لتلك الديون، والمتمثلة في السندات والحصص المتبقية، المبينة كالتالي:¹

❖ **سندات**، وهي عبارة عن سندات لحاملها، عددها 9600 سند طرحت للاكتتاب العام. تم إصدار هذه السندات من أجل قيمة إسمية إجمالية قدرها: 960.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: 111.259.955,14 \$.

❖ **حصة متبقية R1**، وهي عبارة عن حصة واحدة مكتتبه من طرف المتنازل تم إصدارها بقيمة إسمية تقدر عند تاريخ الإصدار بـ: 140.000.000 درهم مغربي، أو ما يعادل: 16.225.410,12 \$. تعتبر الحصة R1 "حصة خاصة"، بمفهوم القانون، معدة لتحمل المخاطر بالأسبقية على السندات، فهي بذلك تابعة للسندات.

❖ **حصة متبقية R2**، وهي عبارة عن حصة واحدة مكتتبه من طرف المتنازل تم إصدارها بقيمة إسمية تقدر عند تاريخ الإصدار بـ: 100.012.996,18 درهم مغربي، أو ما يعادل: 11.591.084,86 \$. تعتبر الحصة R2 "حصة خاصة"، بمفهوم القانون، معدة لتحمل المخاطر بالأسبقية على السندات، فهي بذلك تابعة للسندات.

¹ Note d'information du FPCT CREDILOG IV: Titrisation de créances hypothécaires détenues par la CIH, p. 1.

2.5.1. خصائص الصندوق عند الإصدار:

يتكون صندوق التوظيف الجماعي للتوريق «FPCT CREDILOG IV» من ديون موقرة سليمة بالكامل، أي أنها غير متعثرة ولا مشكوكاً فيها ولا متنازعاً عليها طبقاً لأحكام قانون التوريق. كذلك فإن هذه الديون تعتبر ديون رهنية من الرتبة الأولى تستجيب لمعايير الاختيار المنصوص عليها في المادة 17 من القانون رقم 33.06 لسنة 2008 المتعلق بتوريق الديون الرهنية.

طبقاً لأحكام المادة 51 من القانون 33.06 لسنة 2008 فإن الصندوق «FPCT CREDILOG IV» مؤمن ضد المخاطر الناجمة عن الديون المتنازل عنها بواسطة الآليات الميينة أسفله:¹

أ. بواسطة الفرق الموجود ما بين، من جهة، الفوائد المستحقة على المدينين، ومن جهة أخرى، مجموع القسائم واجبة الدفع لحاملي السندات وعمولات مستحقة على الصندوق مقدرة بـ 252 مليون درهم وفقاً للافتراضات الأساسية؛

ب. من خلال تزويد القرض العقاري والسياحي لحساب الاحتياطي:

✓ بمبلغ قدره 10 مليون درهم، بمجرد إنشاء الصندوق، لتغطية أي فرق ينجم عن الفرق الضعيف بين أسعار الفائدة والفارق الزمني ما بين الفوائد المدفوعة من طرف المدينين وسداد تكاليف التسيير والقسائم المستحقة على الصندوق.

✓ بواسطة التدفقات التي تبقى بعد تطبيق تحديد الأولويات للمدفوعات.

ج. بالنسبة لحاملي السندات في فترة الاستهلاك المتسارع للدين، من خلال إصدار حصص متبقية، أين الحقوق في الفائدة وفي الأصل هي تابعة على التوالي للحقوق في الفائدة وفي الأصل للسندات.

د. بالنسبة لحملة السندات في فترة الاستهلاك العادي للدين، من خلال إصدار حصص متبقية، أين الحقوق في الفائدة وفي الأصل هي تابعة على التوالي للحقوق في الفائدة وفي الأصل للسندات؛

هـ. بشكل أعم، من خلال الرهونات العقارية وغيرها من الرهونات والضمانات من أي طبيعة المرتبطة بالديون المتنازل عنها؛

و. من خلال تصاريح الامتثال للقرض العقاري والسياحي بصفته متنازل بموجب اتفاقية التنازل؛

ز. من خلال تطبيق تحديد أولويات الدفع في حال فتح فترة الاستهلاك المتسارع للدين تبعاً لوقوع حالة استهلاك متسارع والتي تستمر من دون أن تتم معالجتها؛

ح. من خلال اللجوء، في حال مشكل تقني، إلى التسيبقات التقنية المتاحة من قبل المُحصّل.

¹ Note d'information du FPCT CREDILOG IV, Op. Cit, pp. 94-95.

3.5.1. خصائص السندات عند الإصدار:

عند إنشائه، أصدر «FPCT CREDILOG IV» فئتين مستقلتين من الشهادات لتمويل عملية الاقتناء التي قام بها، من أجل مبلغ إجمالي قدره: 1.200.012.996,18 درهم، حيث أن خصائص الفئتين مبينة على النحو التالي:

الجدول رقم (23): الإصدار الخامس «FPCT CREDILOG IV»

حصة R2	حصة R1	سندات	
1	1	9 600	عدد السندات
100 012 996,18	140 000 000	100 000	القيمة الإسمية. للوحدة (بالدرهم.م)
-	-	% 4,42	سعر الفائدة (%)
10 أبريل 2024	10 أبريل 2024	10 أبريل 2022	تاريخ الاستحقاق
فصلي	فصلي	فصلي	معدل الاستهلاك

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Note d'information du FPCT CREDILOG IV: Titrisation de créances hypothécaires détenues par la CIH, pp. 75-82.

2. الأطراف المتدخلة في عملية التوريق:

يمكن تقسيم الأطراف المتدخلة في الإصدارات الخمس السابقة إلى قسمين وفقاً للمؤسسة المبادرة باعتبارها الطرف الرئيسي المؤسس لصناديق التوظيف الجماعي للتسييد.

1.2. الأطراف المتدخلة في عمليات التوريق للصناديق «FPCT CREDILOGs (I/II/III/IV)»:

المؤسسة المبادرة «Originator»: وتتمثل في القرض العقاري والسياحي «CIH» الذي هو عبارة عن مؤسسة بنكية تابعة لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير، طبيعتها القانونية شركة مجهولة الاسم (SA) ذات مجلس إدارة من أشخاص القانون الخاص، مقرها الاجتماعي في الدار البيضاء بالمغرب. تتنازل المؤسسة المحيلة للصندوق عن الديون التي تمتلكها على المدينين، طبقاً للشروط المنصوص عليها في اتفاقية التنازل. مؤسسة التدبير «Management Company»: وتتمثل في المغرب للتوريق «Maghreb Titrisation»، شركة خفية الاسم معتمدة بصفقتها مؤسسة مسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتوريق «FPCT» بتاريخ 2 جانفي 2002، مقرها الاجتماعي الدار البيضاء بالمغرب.

مؤسسة الإيداع «Custodian Company»: وفقاً لأحكام المادة 3 من القانون 119.12 لسنة 2013 قامت مؤسسة التدبير «Maghreb Titrisation» بتعيين القرض العقاري والسياحي «CIH» كمؤسسة إيداع، حيث تتولى هذه الأخيرة وفقاً للمادة 49 مسؤولية حفظ أصول الصناديق المذكورة والمحافظة عليها وعلى مستندات التنازل وكل وثيقة أخرى تضمن صحة الأصول وما يتبعها من حقوق وضمائمات عند الاقتضاء.

مرتب الإصدار «Arranger»: ويتمثل في الشركة «Maghreb Titrisation»، التي تجمع ما بين مرتب الإصدارات وتسيير الصناديق «FPCT CREDILOGs (I/II/III/IV)». وهي المؤسسة المسؤولة عن تركيب هياكل عمليات التوريق، ساهمت بالاشتراك مع المؤسسة المبادرة في إنجاز جميع مراحل عمليات التوريق. المَحْصَل «Recover»: ويتمثل في القرض العقاري والسياحي «CIH»، وفقاً لأحكام المادة 27 من القانون رقم 33.06 تستمر المؤسسة المبادرة تحت مراقبة مؤسسة التدبير في القيام لفائدة صندوق التوظيف الجماعي للتسديد بتحصيل التدفقات الناتجة عن الديون المتنازل عنها والعمل بالضمانات أو الضمانات التابعة الأخرى عند الاقتضاء ورفع اليد عنها وتنفيذها، وذلك وفق الشروط المحددة في اتفاقية التحصيل المبرمة بين المؤسستين المذكورتين.

اتحاد ضامني الاكتتاب* «Underwriting consortium»:

• البنك المدير (للقروض المشتركة)** «Lead Manager»:

- CREDILOG I & II: شركة «CDG CAPITAL».

- CREDILOG III: شركة «CDG CAPITAL».

- CREDILOG IV: القرض العقاري والسياحي «CIH».

• البنك المدير الشريك «Co-Lead Manager»:

- CREDILOG I & II: البنك المغربي للتجارة الخارجية «BMCE».

- CREDILOG III: التجاري وفا بنك «AttijariWafa Bank – AWB» & BMCE CAPITAL أحد فروع البنك المغربي للتجارة الخارجية «BMCE».

- CREDILOG IV: شركة «CDG CAPITAL».

2.2. الأطراف المتدخلة في عملية التوريق الخاصة بالصندوق «FPCT SAKANE»:

المؤسسة المبادرة «Originator»: وتتمثل في البنك الشعبي، الذي يتفرع وفقاً للجهات المتنازلة إلى البنك الشعبي المركزي ووكالاته المحلية «BCP et BPR»، والذي هو عبارة عن مؤسسة بنكية طبيعتها القانونية شركة مجهولة الاسم «SA» ذات مجلس إدارة، مقرها الاجتماعي في الدار البيضاء بالمغرب. تتنازل المؤسسات المحيلة للصندوق عن الديون التي تمتلكها على المدينين، طبقاً للشروط المنصوص عليها في اتفاقية التنازل.

* ويطلق عليه بالفرنسية: «Le syndicat de placement».

** ويسمى بالفرنسية: «Chef de File».

مؤسسة التدبير «Management Company»: وتتمثل في المغرب للتوريق «Maghreb Titrisation»، شركة خفية الاسم معتمدة بصفقتها مؤسسة مسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتوريق «FPCT» بتاريخ 2 جانفي 2002، مقرها الاجتماعي الدار البيضاء بالمغرب.

مؤسسة الإيداع «Custodian Company»: وفقاً لأحكام المادة 3 من القانون 119.12 لسنة 2013 قامت مؤسسة التدبير «Maghreb Titrisation» بتعيين البنك الشعبي المركزي «BCP» كمؤسسة إيداع، حيث تتولى هذه الأخيرة وفقاً للمادة 49 مسؤولية حفظ أصول الصناديق المذكورة والمحافظة عليها وعلى مستندات التنازل وكل وثيقة أخرى تضمن صحة الأصول وما يتبعها من حقوق وضمانات عند الاقتضاء.

مرتب الإصدار «Arranger»: ويتمثل في الشركة «Maghreb Titrisation»، التي تجمع ما بين مرتب الإصدارات وتسيير الصندوق «FPCT SAKANE». وهي المؤسسة المسؤولة عن تركيب هيكل عملية التوريق، ساهمت بالاشتراك مع المؤسسة المبادرة في إنجاز جميع مراحل عملية التوريق.

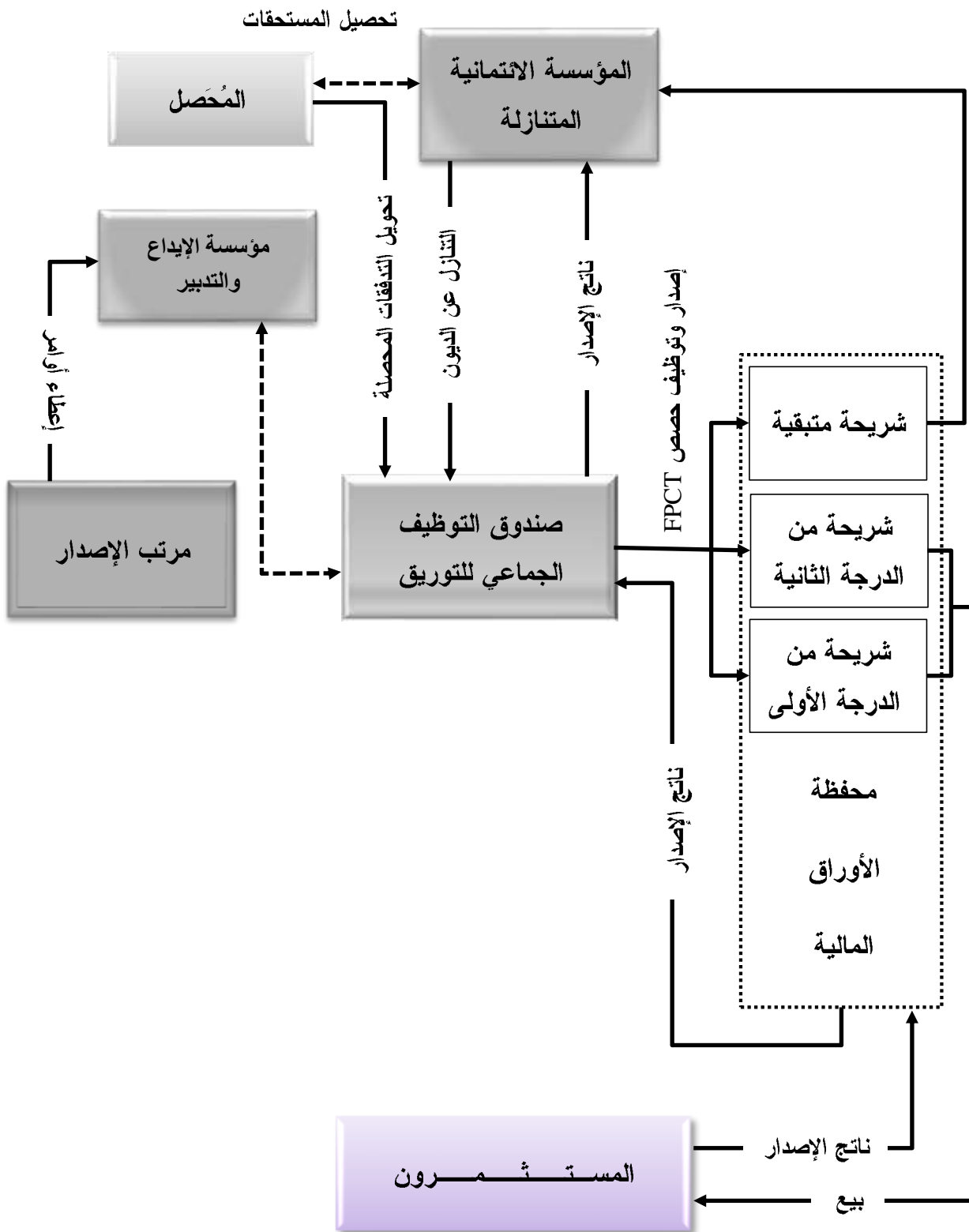
المُحَصَّل «Recover»: ويتمثل في البنك الشعبي المركزي ووكالاته المحلية «BCP et BPR»، فوفقاً لأحكام المادة 27 من القانون رقم 33.06 تستمر المؤسسة المبادرة تحت مراقبة مؤسسة التدبير في القيام لفائدة صندوق التوظيف الجماعي للتسديد بتحصيل التدفقات الناتجة عن الديون المتنازل عنها والعمل بالضمانات أو الضمانات التابعة الأخرى عند الاقتضاء ورفع اليد عنها وتنفيذها، وذلك وفق الشروط المحددة في اتفاقية التحصيل المبرمة بين المؤسستين المذكورتين.

اتحاد ضامني الاكتتاب «Underwriting consortium»:

- البنك المدير (للقروض المشتركة) «Lead Manager»: البنك الشعبي «Banque Populaire».
- البنك المدير الشريك «Co-Lead Manager»: شركة «CDG CAPITAL».

3. مخطط عملية التوريق:

الشكل رقم (46): مخطط عملية التوريق في المغرب



المصدر: من إعداد الباحث

المطلب الثالث: التمويل الرهن العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة مصر

يتسم القطاع المصرفي في مصر برسوخه وأنه ذو سجل حافل وطويل، إضافة إلى تمتعه بمستويات عالية من السيولة. للبنوك العمومية شبكة من الفروع تُعد أكثر توازناً على الرغم من تواجدها بصورة أكبر في المناطق الحضرية. أما بالنسبة للوساطة المالية من قبل النظام المصرفي فإنها تعتبر ضعيفة وفقاً للمعايير الدولية: المدخرات مرتفعة نسبياً وبينما تقوم البنوك بجمع إيداعات كبيرة إلا أن حجم الإقراض يعد متواضعاً من الناحية النسبية، ففي نهاية أبريل 2015 كانت نسبة القروض إلى الودائع 41,6% مقابل 41,3% في السنة الماضية.¹

ما يميز التمويل الرهن العقاري في تاريخ مصر الحديث هو امتداده لهيكل نظام الحماية الاجتماعية، خاصة في حقبة التخطيط المركزي (1952-1990)، وذلك من حيث انتهاج تحقيق مستوى عالٍ من العمالة والرعاية والميل إلى تقديم إعانات كبيرة. أمنت الدولة في ظل هذا النظام الاجتماعي خطوط تمويل منخفضة التكاليف لتوفير الائتمان الرهن العقاري، مستعينةً في ذلك بالوسطاء الماليين العموميين الذين حرصوا على تلبية احتياجات الأسر من ذوي الدخل المنخفض والمتوسط، غير أن التمويل الرهن العقاري في مصر واجه تحديات كبيرة عندما بدأ الانتقال الاقتصادي في أواخر التسعينيات.

بدأ نشاط الوسطاء الماليين غير الحكوميين يزدهر شيئاً فشيئاً بعد إلزام جميع الوسطاء الماليين، حكوميين وغير حكوميين، بالتنافس في السوق على خطوط التمويل منخفض التكاليف، وكانت القاعدة الجديدة داخل الحكومة أنه ليس بإمكان الدولة ضمان مستوى معين من إعانات الرهن العقاري وإنقاذ كل الوسطاء الماليين ضعيفي الأداء بضخ المزيد من الأموال العامة، أي بعبارة أخرى لم يعد هناك مجال للاعتماد على إعانة الدولة والدعم المالي من أجل البقاء.

وبالتالي كانت هناك حاجة ماسة إلى إعادة تشكيل سوق الرهن العقاري قصد تحسين دور الوسيط المالي وكفاءة الوكلاء المشاركين، خاصة المؤسسات غير الحكومية. وفي سنة 2001 صدر قانون جديد لتنظيم التمويل الرهن العقاري في مصر (القانون رقم 184 المتعلق بالتمويل العقاري)، حيث اعتبر هذا القانون بمثابة وسيلة تصدي للتحديات التي يشهدها سوق الإسكان من حيث زيادة فرص الحصول على التمويل وتيسير تكاليفه، وجاء في طيات هذا القانون (المادة 35) إنشاء صندوق لضمان ودعم نشاط التمويل العقاري (الذي تم إنشاؤه فعلياً سنة 2003) لتمكين فئات الدخل المنخفض من الحصول على مساكن عن طريق تحمل الصندوق لجانب من قيمة القسط بما يكفل النزول بعبء التمويل إلى الحدود التي تتناسب مع

¹ Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF). Op. Cit, pp. 81-82.

دخولهم¹. وعلى الرغم من إقرار هذا القانون ظل تطور حجم التمويل الرهني العقاري محدوداً، إلا أن التطور الأساسي المهم تمثل في التوسع في شبكة الوساطة المالية للرهن العقاري من خلال إنشاء مؤسسات وساطة مالية غير مصرفية متخصصة في الإقراض الرهني العقاري². ووفقاً لتقرير الربع الثاني لسنة 2014 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر، يقدر عدد مقرضي الرهن العقاري بثلاثة عشر (13) مؤسسة مالية ومصرفية، بما في ذلك الشركة المصرية لإعادة التمويل العقاري «Egyptian Mortgage Refinance Company (EMRC)»، تعمل على تقديم مختلف أنواع التمويل المرتبطة بشراء أو بناء أو ترميم أو تحسين المساكن والوحدات الإدارية والمنشآت الخدمية ومباني المحال المخصصة للنشاط التجاري، إلا أن السكن يمثل الاهتمام الأكبر في النشاط التمويلي العقاري لهذه المؤسسات إذ بلغت نسبته حسب نفس التقرير 96,1% من إجمالي التمويل³.

أولاً: الإطار التنظيمي والقانوني للتوريق

حدد المشرع المصري في القانون رقم 95 لسنة 1992، بالتحديد في المادة 27، أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ولأن هذا القانون يتمتع بمرونة تسمح بإضافة ما قد يستجد في الأسواق المالية بقرار من الوزير المختص أو من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية حسب الأحوال دون الحاجة إلى إجراء تعديل في ذات القانون وإجراءاته التشريعية، تم استحداث أنشطة جديدة لم تكن واردة في القانون رقم 95 ولائحته التنفيذية، وذلك في ضوء ما طرأ على الاقتصاد المصري من متغيرات. ومن بين هذه الأنشطة المستحدثة نشاط توريق الحقوق المالية الذي أُضيف، بموجب القرار الوزاري رقم 697 لسنة 2001، إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. كما تناولت المادة 11 من القانون رقم 148 لسنة 2001، المتعلق بإصدار قانون التمويل العقاري، موضوع التوريق من زاوية إحالة الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل إلى إحدى الجهات التي تباشر نشاط التوريق. وبموجب القرار الوزاري رقم 46 لسنة 2004، تم إضافة باب جديد إلى اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ليُسمح بالقيام بنشاط التوريق قصد تنشيط السوق الثانوي. وتم تطوير نموذج الشروط الأساسية للتمويل العقاري ونماذج اتفاقات التمويل العقاري الموحدة تيسيراً للقيام بعمليات التوريق.

¹ المادة 35، القانون رقم 148 لسنة 2001 بإصدار قانون التمويل العقاري، الجريدة الرسمية للجمهورية المصرية، العدد 25 (مكرر) المؤرخ في 2001/06/24.

² El Kafrawy, Abdel Hamid. (2012) **Housing policy and finance in Egypt: extending the reach of mortgage credit**. Ph.D. thesis submitted to the School of Social & Political Sciences, College of Social Sciences, University of Glasgow, pp. 49-51. Available at: <http://theses.gla.ac.uk/3299/>.

³ الإدارة المركزية للبحوث والدراسات، الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير الأداء ربع السنوي عن نشاط التمويل العقاري، الربع الثاني (إبريل - يونيو) 2014، ص ص 5-7. (www.efsa.gov.eg)

1. شركة التوريق «Securitization Company»:

1.1. تعريف شركة التوريق:

يعرف المشرع المصري شركة التوريق على أنها شركة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، يقتصر غرضها على ممارسة نشاط التوريق دون غيره، بحيث تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها.¹

وتأخذ شركة التوريق الشكل القانوني لشركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم وفقاً لشروط الترخيص للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

من خلال التعريف أعلاه يتبين بأن شركة التوريق عبارة عن كيان ذو غرض خاص «SPE» يتدخل كطرف رئيسي في عملية التوريق، تتشكل أصوله من الحقوق والمستحقات والضمانات المحالة (المتنازل عنها) من البنوك والمؤسسات الأخرى، المسماة بمحفظة التوريق، وتتشكل خصومه من سندات التوريق التي يقوم بإصدارها بما يقابل محفظة التوريق.

تجدر الإشارة إلى أن المشرع المصري يجيز لشركات المساهمة من غير شركات التوريق القيام بإصدار سندات توريق، ولكن بضمان محفظة مستقلة من حقوقها المالية وليس بضمان محفظة توريق محالة، وذلك بعد التقدم بطلب إلى الهيئة العامة للرقابة المالية والحصول على موافقتها في هذا الشأن.

2.1. عمل شركة التوريق:

كما جاء في التعريف أعلاه يتمثل الغرض الوحيد والحصري لشركات التوريق في مزاولة نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من ديون آجلة الدفع بالضمانات المرتبطة بها. أي أن شركة التوريق تقوم بإصدار سندات بما يمثل تلك الديون المحالة إليها.

تتم عملية التنازل عن الديون الآجلة، أو ما يعرف بمحفظة التوريق، بموجب اتفاق نهائي بين المؤسسة المتنازلة (المحيلة) والمؤسسة المقتنية المتمثلة في شركة التوريق (المحال إليها) وفقاً لنموذج معين تعده الهيئة (الهيئة العامة للرقابة المالية)، بحيث تكون عملية التنازل هذه نافذة وناجزة وغير معلقة على شرط

¹ الفصل الثالث لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 المضاف طبقاً للقانون رقم 143 لسنة 2004، الجريدة الرسمية للجمهورية المصرية، العدد 25 تابع أ في 2004/06/17. والباب العاشر للائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 المضاف طبقاً لقرار وزير الاستثمار رقم 46 لسنة 2004، الوقائع المصرية، العدد 260 تابع في 2004/11/18.

وناقلة لجميع الديون (الحقوق والمستحقات) والضمانات المحالة، وأن تكون المؤسسة المتنازلة ضامنة لوجودها وقت التنازل، ولا تكون مسؤولة عن الوفاء بأي منها بعد إتمام التنازل إلى شركة التوريق، مع إخطار الهيئة بذلك ونشر ملخص التنازل في جريدتين طبقاً لما هو منصوص عليه في القانون رقم 95 لسوق رأس المال. ولا يجوز بغير ترخيص من مجلس إدارة الهيئة أن يحال إلى شركة التوريق أكثر من محفظة توريق واحدة، أو أن تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات.

وتتولى المؤسسة المتنازلة، إذا ما تم الاتفاق على ذلك، تحصيل الديون المتنازل عنها ومباشرة حقوق شركة التوريق في مواجهة المدينين لصالح حملة السندات التي تصدرها شركة التوريق بصفتها نائباً عنها. أما إذا تم الاتفاق على غير ذلك، فإنه يتعين على المؤسسة المتنازلة إخطار المدينين الملتزمين بالديون والضمانات المحالة بالاتفاق المبرم بين المؤسسة المتنازلة وشركة التوريق. وتكون الإحالة نافذة ومنتجة لأثرها في جميع الأحوال دون اشتراط موافقة المدين أو إخطاره بها.¹

"وفي حالة الاتفاق على أن التنازل لن يكون نافذاً وناجزاً إلا بعد تغطية الاكتتاب في السندات بالكامل، وعدم تمام هذه التغطية حتى تاريخ قفل باب الاكتتاب، يتعين إخطار الهيئة بذلك في يوم العمل التالي على الأكثر ورد المبالغ التي تم سدادها للاكتتاب خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل من ذلك التاريخ".²

3.1. السندات المصدرة من قبل شركة التوريق:

جاء في تعريف شركة التوريق بأن هذه الأخيرة تقوم بمزاولة نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها، حيث تُعد شركة التوريق وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. ويحظر على شركة التوريق وفقاً لللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال إصدار أية سندات أو صكوك تمويل بخلاف سندات التوريق المنصوص عليها أعلاه إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة.

كما تنص اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 بعدم جواز زيادة القيمة الإسمية لسندات التوريق على القيمة الحالية للمحفظة والعائد عليها محسوبة على أساس معدل خصم يساوي سعر العائد على سندات التوريق. ويكون الوفاء بالقيمة الإسمية للسندات التي تصدرها شركة التوريق والعائد عليها من حصيلة محفظة التوريق، ويجوز أن يكون الوفاء مضموناً بضمانات أخرى اتفافية يتم الوفاء منها بالإضافة إلى تلك الحصيلة.

¹ المادة 41 مكرر والمادة 41 مكرراً 1، قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

² المادة 305، اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

2. الشركة المحيلة (المتنازلة):

هي في العادة عبارة عن مؤسسة ائتمانية، تُعدُّ الجهة المنشئة لمحفظه التوريق «Originator»، باعتبار المقرض الأصلي أو صاحب والبائع الأول للأصول، حيث تقوم الشركة المحيلة بالتنازل عن محفظه التوريق لفائدة شركة التوريق وتحصل على مقابلها نقداً. كما تتولى الشركة المحيلة، إذا ما تم الاتفاق على ذلك، تحصيل الحقوق والمستحقات المتنازل عنها ومباشرة حقوق شركة التوريق في مواجهة المدينين لصالح حملة السندات التي تصدرها شركة التوريق نيابةً عنها.

3. أمين الحفظ «The Custodian»:

هو أحد البنوك أو الشركات (التي تتعامل بنظام الشراء بالهامش) والمرخص لها من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية والحاصلة على دورة تدريبية من قبل شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي لفتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية.

تلتزم شركة التوريق بإيداع المستندات الدالة على إحالة محفظه التوريق والمبالغ التي يتم تحصيلها بعد خصم مستحقات شركة التوريق ومصاريف عملية التوريق، وذلك لحساب حملة السندات لدى أمين الحفظ مرخص له وفقاً لأحكام قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، غير أنه لا يجوز لأمين الحفظ استخدام تلك المبالغ المحصلة، الناشئة عن محفظه التوريق، لغير سداد مستحقات حملة سندات التوريق. وعلى أمين الحفظ إخطار المحيل والجهات الضامنة للسداد إن وجدت وحملة السندات فور حدوث ما يمكن أن يعوق أو يعطل سداد مستحقاتهم في المواعيد المقررة لها.

ويتعين على أمين الحفظ بعد حصوله على موافقة شركة التوريق، استثمار فائض المبالغ المودعة لديه في أدون للخزانة أو في ودائع لدى البنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري، أو أن يعهد بذلك إلى إحدى شركات إدارة محافظ الأوراق المالية متى سمحت نشرة الاكتتاب في سندات التوريق بذلك. ولا يكون إنهاء الاتفاق المبرم بين شركة التوريق وأمين الحفظ أو تعديل شروطه نافذاً ومرتبياً لآثاره إلا بعد حصول موافقة الهيئة.¹

¹ المادة 310، اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق، المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم 139 لسنة 2006، الوقائع المصرية، العدد 93 المؤرخ في 2006/04/29.

وعلى أمين الحفظ مسك حسابات مستقلة لكل عملية توريق، بحيث لا يجوز له الخلط أو الدمج أو المزج بين حساباته الخاصة وبين حسابات عمليات التوريق أو بين بعضها البعض أو أية حسابات أخرى.¹

4. الأطراف الأخرى المتدخلة في عملية التوريق:

بالإضافة إلى الأطراف الرئيسية المشتركة في عملية التوريق، تقوم أطراف أخرى بأدوار مساعدة في تنفيذ عملية التوريق.

1.4. شركة تغطية وترويج الاكتتاب في سندات التوريق/ مدير ومستشار الإصدار «Underwriter»:

تعد شركة تغطية وترويج الاكتتاب من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً لقانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992. يعتبر عمل مدير الإصدار في التمويل المنظم مشابه لعمل مدير الإصدار في الطرق الأخرى لإصدار الأوراق المالية، حيث يقوم مديرو إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول بنفس الأدوار التقليدية لمرتب الإصدار «Arranger» من تمثيل للجهة المصدرة (هنا الكيان ذو الغرض الخاص). تتمثل المهمة الرئيسية لمدير الإصدار في تحليل طلب المستثمر، وتصميم شرائح الأوراق المالية وفقاً لذلك، فالعمل مباشرة مع وكالات التصنيف سيساعد مدير الإصدار في تصميم هيكل الشرائح للكيان ذو الغرض الخاص من أجل استيعاب تفضيلات المخاطر المرغوبة من قبل المستثمرين.

وتماشياً مع الممارسات التقليدية فيما يتعلق بالعرض النقدي لشراء الأوراق المالية المتداولة، سيشتري مديرو إصدار السندات المضمونة بأصول مقابل خصم مبلغ محدد من العرض قبل إعادة بيعها للمستثمرين. كما تعمل شركة تغطية وترويج الاكتتاب على التنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التوريق والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.

2.4. الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة التوريق «Servicer»:

وهي الجهة التي يقع على عاتقها مهمة تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي تم إحالتها إلى شركة التوريق، التي اصطلح على تسميتها بمحفظة التوريق، وتحصيل العائد عليها. في الأغلب، تكون الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة التوريق المؤسسة المحيلة نفسها، كما أشرنا سلفاً، إذا تم الاتفاق على ذلك مع شركة التوريق، أما في حالة عدم الاتفاق فيتم تحديد الجهة التي ستقوم بتحصيل المبالغ المستحقة عن الحقوق المحالة، وتحديد الواجبات والالتزامات الملقاة على عاتق تلك الجهة وفقاً للاتفاق المبرم بينها وبين شركة التوريق.

¹ المادة 310، اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

3.4. شركة التصنيف الائتماني «Credit rating Agency»:

وهي وكالات عالمية متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تتطوي عليها، حيث يهدف التصنيف الائتماني إلى تحديد قدرة الشركة المصدرة للسندات على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة السندات.

4.4. أطراف أخرى:

وتتمثل في المستشار القانوني والمستشار المحاسبي ومراقبي الحسابات، أما السلطة الرقابية فتؤول إلى الهيئة العامة للرقابة المالية.

ثانياً: الآليات العامة لتوريق الديون الرهنية العقارية السكنية

تتم عملية التوريق في مصر إما عن طريق مؤسسة متخصصة في التوريق تسمى بشركة التوريق، التي تعتبر بمثابة كيان ذو غرض خاص «SPE»، حيث تحال إليها محفظة من الحقوق المالية بواسطة الجهة أو الشركة المنشئة لهذه المحفظة وتقوم شركة التوريق بإصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها، ويتولى المحيل تحصيل الحقوق والمستحقات المحالة ومباشرة حقوق شركة التوريق في مواجهة المدينين لصالح حملة السندات التي تصدرها شركة التوريق بصفته نائباً عنها، ويتم إيداع كافة المستندات والضمانات والمبالغ التي يتم تحصيلها لحساب حملة السندات لدى أمين حفظ وتكون ملكاً لهم ولا تدخل في الذمة المالية لشركة التوريق. وإما أن تتم عملية التوريق من دون الكيان ذو الغرض الخاص المتمثل في شركة التوريق، وذلك من خلال الجهة أو الشركة المنشئة للمحفظة ذاتها، حيث يجيز المشرع المصري، كما سبق وأن ذكرنا، لشركات المساهمة القيام بإصدار سندات توريق ولكن بضمان محفظة مستقلة من حقوقها المالية وليس بضمان محفظة توريق محالة.

1. تنفيذ عمليات التوريق:

بعد إجراء مسح شامل لجميع الجهات والمؤسسات المخول لها القيام بتوريق الديون المحالة إليها وللجهات والمؤسسات المخول لها توريق محفظة مستقلة من حقوقها المالية توصلنا إلى مجموعة من النتائج، سواء فيما يخص جهات ومؤسسات التوريق أو فيما يخص إصدارات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية، نبرزها في النقاط التالية:

1.1. جهات ومؤسسات التوريق:

وفقاً للهيئة العامة للرقابة المالية، باعتبارها الجهة المسؤولة عن منح التراخيص لجميع للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، فإن الشركات المرخص لها مزاولة نشاط التوريق، سواء ككيان مخصص

لهذا الغرض أو كشركة مساهمة من غير شركات التوريق تخضع لأحكام المادة 41 مكرراً 8 من القانون 95 لسنة 1992، تمثلت خلال الفترة محل الدراسة (من سنة 2005 إلى غاية سنة 2014) في الشركات التالية:

- **الشركة المصرية لإعادة التمويل العقاري «EMRC»:** وهي مؤسسة مالية متخصصة بمثابة كيان ذو غرض خاص «SPV»، تأسست في جانفي 2006 برأسمال قدره 212 مليون جنيه مصري بهدف توفير التمويل طويل الأجل لشركات التمويل العقاري والبنوك العاملة في المجال بضمان محافظهم العقارية ووفقاً للضوابط المحددة. تعتمد «EMRC» في إعادة تمويلها للقروض الرهنية العقارية، كمرحلة أولى، على القروض طويلة الأجل التي تقوم باقتراضها من المؤسسات الاستثمارية وعلى المساهمات في رأس المال من المستثمرين المساهمين فيها. وكمرحلة لاحقة، ستعتمد على حصيلة إصداراتها من السندات في سوق رأس المال عبر توريق محافظ القروض العقارية المحالة إليها، حيث ستكون سندات التوريق بمثابة المصدر الرئيسي للتمويل بالنسبة لـ «EMRC».
- **شركة ثروة للتوريق «Sarwa Securitization Company»:** وهي عبارة عن كيان ذو غرض خاص «SPV» تأسست في شهر نوفمبر 2005. كانت سابقاً تعرف باسم شركة كونتكت للتوريق «Contact Securitization Company»، وبعد استحواذ "شركة ثروة كابيتال منجمنت" Tharwa «Capital Management LLC-FZ» سنة 2013 على 100% من أسهم "شركة كونتكت" لتقسيم السيارات، تغير اسمها في فبراير 2014 إلى شركة ثروة للتوريق وأصبحت بذلك أحد الشركات المنفردة عن الشركة القابضة "ثروة كابيتال".
- **الشركة المصرية للتوريق «Egyptian Securitization Company (ESC)»:** وهي عبارة عن كيان ذو غرض خاص «SPV» تأسست في شهر ديسمبر 2007، مملوكة بالكامل للمؤسسة المالية "كور بليز" «CORPLEASE» العاملة في مجال التأجير التمويلي في مصر منذ سنة 2004.
- **شركة الرحاب للتوريق «Al Rehab Securitization Company»:** وهي عبارة عن كيان ذو غرض خاص «SPV» تأسست في شهر أبريل 2008، مملوكة بالكامل لمجموعة طلعت مصطفى القابضة العاملة في مجال التطوير العقاري في مصر والشرق الأوسط.
- **شركة الإسكان للتوريق «Al-Iskane for Securitization Company»:** وهي عبارة عن كيان ذو غرض خاص «SPV» تأسست في شهر مارس 2009، مملوكة بالتساوي من قبل أربع شركات إسكان تابعة للشركة القومية للتشييد والبناء، والمتمثلة في شركات: مصر الجديدة للإسكان والتعمير، والمعادي للتنمية والتعمير، والنصر للإسكان والتعمير، والمعصرة للتعمير والتنمية السياحية. تم

تصفيه شركة "الإسكان للتوريق" بعد ثلاث سنوات من تأسيسها من دون القيام بأي إصدار، وذلك لانعدام الجدوى الاقتصادية.

- شركة التعمير للتوريق «El Taamir for Securitization Company (TSC)»: وهي عبارة عن كيان ذو غرض خاص «SPV» تأسست في شهر أبريل 2009. تعمل شركة التعمير للتوريق كشركة تابعة لهيئة المجتمعات العمرانية الجديدة التابعة لوزارة الإسكان والمرافق والمجمعات العمرانية.
- شركة التوفيق للتوريق «Al-Tawfeek for Securitization Company»: وهي عبارة عن كيان ذو غرض خاص «SPV» تأسست في شهر جوان 2010. تعمل شركة التوفيق للتوريق كمنشأة تابعة لشركة التوفيق للتأجير التمويلي إحدى روافد مجموعة دلة البركة العاملة في مجال الخدمات المصرفية الإسلامية العالمية.
- البنك العقاري المصري العربي «Egyptian Arab Land Bank»: هو بنك مصري تأسس كشركة مساهمة عمومية بتاريخ 15 فبراير عام 1880 تحت اسم البنك العقاري المصري الذي تم دمج مع البنك العقاري العربي بقرار من مجلس الوزراء المصري بتاريخ 13 جوان 1999، وتقرر تغيير اسم البنك العقاري العربي ليصبح "البنك العقاري المصري العربي" اعتباراً من أول جانفي سنة 2000. ويعتبر البنك العقاري المصري العربي من أقدم وأهم البنوك العاملة في مجال التمويل العقاري.

2.1. إصدارات التوريق:

وفقاً للبيانات المتاحة التي قمنا باستقائها من شركة ميريس* «MERIS» (الشرق الأوسط للتصنيف الائتماني وخدمة المستثمرين)، نقوم بعرض إصدارات التوريق التي تمت في مصر خلال فترة الدراسة (2005-2014) وفقاً لجهة الإصدار وحسب الترتيب السابق المتبع في عرض جهات ومؤسسات التوريق.

1.2.1. إصدارات الشركة المصرية لإعادة التمويل العقاري «EMRC»:

لم تقم الشركة «EMRC» منذ نشأتها سنة 2006 وإلى غاية يومنا هذا بأي عملية إصدار، على الرغم من استحوادها على نسبة 20% (بقيمة 500 مليون جنيه) من إجمالي محافظ شركات التمويل العقاري القائمة في السوق والتي يبلغ إجماليها 2.5 مليار جنيه، وذلك وفقاً لتصريح رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب للشركة المصرية لإعادة التمويل العقاري "لبنى هلال" (أحمد حسن، جريدة اليوم السابع بتاريخ 12

* شركة ميريس «Middle East Rating & Investor Services (MERIS)»، مقرها الرئيسي في القاهرة، تأسست في شهر أوت 2003 كمشروع مشترك بين مؤسسة «FinBi» (الاستشارات المالية والمصرفية الدولية) ومؤسسة «Mody's Investors service» (موديز لخدمات المستثمرين) من أجل توفير خدمات التصنيف الائتماني في مصر ودول أخرى في المنطقة.

مايو 2015). هذا يفسر اعتماد الشركة في تمويلها لمحافظ القروض العقارية، بصفة كلية، على القروض طويلة الأجل التي تقوم باقتراضها من المؤسسات الاستثمارية وعلى المساهمات في رأس المال من المستثمرين المساهمين فيها.

2.2.1. إصدارات شركة ثروة للتوريق «Sarwa Securitization Company»:

الجدول رقم (24): الإصدار الأول 2005 – 2010 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
31 أكتوبر 2005	تاريخ التنازل عن الديون
Contact Car Trading (CCT) & Bavarian-Contact Car Trading (BCCT).	الشركات المحيلة «Originators»
1549 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركتين المتنازلتين: شركة CCT (93% من العقود) وشركة BCCT (7% من العقود).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
فئة سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»	الفئات المصدرة
140.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 24.226.343,26	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
11%	سعر الفائدة
ديسمبر 2010	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
AA	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: (CSC) MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. - First Issue 2005-2010, Performance Overview, May 2008, pp. 1-3.

الجدول رقم (25): الإصدار الثاني 2006 – 2011 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
30 سبتمبر 2006	تاريخ التنازل عن الديون
Contact Auto Credit (CAC) & Bavarian-Contact Car Trading (BCCT)	الشركات المحيلة «Originators»
1859 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركتين المتنازلتين: شركة CAC (79% من العقود) وشركة BCCT (21% من العقود).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
فئة سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»	الفئات المصدرة
159.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 27.733.364,34	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
10,75%	سعر الفائدة
ديسمبر 2011	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
AA	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Second Issue 2006-2011, Performance Overview, March 2011, pp. 1-2.

الجدول رقم (26): الإصدار الثالث 2007 – 2012 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
15 أكتوبر 2007	تاريخ التنازل عن الديون
Contact Car Trading (CCT) & Bavarian-Contact Car Trading (BCCT).	الشركات المحيلة «Originators»
3070 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركتين المتنازلتين: شركة CCT (81% من العقود) وشركة BCCT (19% من العقود).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
فئة سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»	الفئات المصدرة
275.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 48.798.376,94	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
9,50%	سعر الفائدة
ديسمبر 2012	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
AA	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Third Issue 2007-2012, Performance Overview, March 2009, pp. 1-2.

الجدول رقم (27): الإصدار الرابع 2008 – 2013 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
23 أكتوبر 2008	تاريخ التنازل عن الديون
Contact Auto Credit (CAC) & Bavarian-Contact Car Trading (BCCT)	الشركات المحيلة «Originators»
4913 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركتين المتنازلتين: شركة CAC (85% من العقود) وشركة BCCT (15% من العقود).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
فئة سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»	الفئات المصدرة
392.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 72.158.306,49	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
سعر فائدة البنك المركزي المصري + 0,25%	سعر الفائدة
ديسمبر 2013	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
AA	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) Fourth Issue 2008-2013, Performance Overview, February 2013, pp. 1-2.

الجدول رقم (28): الإصدار الخامس 2009 – 2014 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
4 أكتوبر 2009	تاريخ التنازل عن الديون
Contact Car Trading (CCT), Bavarian-Contact Car Trading (BCCT), Star Auto Credit (SAC), and Contact Egyptian International Motor Auto Credit (CEIM).	الشركات المحيلة «Originators»
5719 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركات المتنازلة: شركة CAC (69% من الرصيد القائم لأصل الدين)، وشركة BCCT (10%)، وشركة SAC (15%)، وشركة CEIM (6%).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
فئة سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»	الفئات المصدرة
495.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 89.276.804,18	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
10,75%	سعر الفائدة
أكتوبر 2014	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
sf: structured finance.	تقييم السند
AA(sf)	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) Fifth Issue 2009-2014, Performance Overview, December 2010, pp. 1-2.

الجدول رقم (29): الإصدار السادس 2010 – 2015 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
29 أبريل 2010	تاريخ التنازل عن الديون
Contact Auto Credit (CAC), Bavarian–Contact Car Trading (BCCT), Star Auto Credit (SAC), and Contact Egyptian International Motor Auto Credit (CEIM)	الشركات المحيلة «Originators»
5554 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركات المتنازلة: شركة CAC (49% من الرصيد القائم لأصل الدين)، وشركة BCCT (8%)، وشركة SAC (22%)، وشركة CEIM (21%).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة وسطى) - C: (شريحة تابعة)	الفئات المصدرة
470.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 83.600.991,13	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
الفئة A: 9,375% - الفئة B: 10,25% - الفئة C: 10,75%.	سعر الفائدة
الفئة A: 2011/07 - الفئة B: 2013/07 - الفئة C: 2015/07.	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
الفئة A: AA+ - الفئة B: AA - الفئة C: A.	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) Sixth Issue 2010-2015, New Issue Report, June 2010, p. 1.

الجدول رقم (30): الإصدار السابع 2010 – 2015 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
30 نوفمبر 2010	تاريخ التنازل عن الديون
Contact Auto Credit (CAC), Bavarian–Contact Car Trading (BCCT), Star Auto Credit (SAC), and Contact Egyptian International Motor Auto Credit (CEIM)	الشركات المحيلة «Originators»
4796 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركات المتنازلة: شركة CAC (49% من الرصيد القائم لأصل الدين)، وشركة BCCT (11%)، وشركة SAC (19%)، وشركة CEIM (21%).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة وسطى) - C: (شريحة تابعة)	الفئات المصدرة
420.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 74.707.268,67	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
الفئة A: 9,00% - الفئة B: 10,25% - الفئة C: 11,00%.	سعر الفائدة
الفئة A: 2012/01 - الفئة B: 2014/01 - الفئة C: 2015/12.	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
الفئة A: AA+ - الفئة B: AA - الفئة C: A.	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) Seventh Issue 2010-2015, New Issue Report, December 2010, p. 1.

الجدول رقم (31): الإصدار الثامن 2011 – 2016 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
تاريخ التنازل عن الديون	30 نوفمبر 2010
الشركات المحيلة «Originators»	Contact Auto Credit (CAC), Bavarian–Contact Car Trading (BCCT), Star Auto Credit (SAC), and Contact Egyptian International Motor Auto Credit (CEIM)
طبيعة الديون المحالة	3763 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركات المتنازلة: شركة CAC (47% من الرصيد القائم لأصل الدين)، وشركة BCCT (10%)، وشركة SAC (22%)، وشركة CEIM (21%).

بيانات الإصدار:	
الفئات المصدرة	A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة وسطى) - C: (شريحة تابعة)
المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار	350.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 62.256.057,23
سعر الفائدة	الفئة A: 11,00% - الفئة B: 11,375% - الفئة C: 11,75%.
تاريخ الاستحقاق	الفئة A: 2012/07 - الفئة B: 2014/07 - الفئة C: 2016/06.
معدل الاستهلاك	شهري
تقييم السند	الفئة A: AA+ - الفئة B: AA - الفئة C: A.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - **Eighth Issue 2011-2016, Performance Overview, October 2013, p. 1.**

الجدول رقم (32): الإصدار التاسع 2012 – 2017 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
تاريخ التنازل عن الديون	30 سبتمبر 2012
الشركات المحيلة «Originators»	Contact Auto Credit (CAC), Bavarian–Contact Car Trading (BCCT), Star Auto Credit (SAC), and Contact Egyptian International Motor Auto Credit (CEIM)
طبيعة الديون المحالة	9859 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركات المتنازلة: شركة CAC (52% من الرصيد القائم لأصل الدين)، وشركة BCCT (13%)، وشركة SAC (16%)، وشركة CEIM (19%).

بيانات الإصدار:	
الفئات المصدرة	A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة وسطى) - C: (شريحة تابعة)
المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار	814.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 134.410.858,55
سعر الفائدة	الفئة A: 11,92% - الفئة B: 12,52% - الفئة C: 13,22%.
تاريخ الاستحقاق	الفئة A: 2013/12 - الفئة B: 2015/12 - الفئة C: 2017/11.
معدل الاستهلاك	شهري
تقييم السند	الفئة A: AA+ - الفئة B: AA - الفئة C: A.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - **9th Issue 2012-2017, New Issue Report, December 2012, p. 1.**

الجدول رقم (33): الإصدار العاشر 2013 - 2018 «Sarwa Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
تاريخ التنازل عن الديون	29 أوت 2013
الشركات المحيلة «Originators»	Contact Auto Credit (CAC), Bavarian-Contact Car Trading (BCCT), Star Auto Credit (SAC), and Contact Egyptian International Motor Auto Credit (CEIM)
طبيعة الديون المحالة	6259 عقد بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها بصفة مشتركة من قبل الشركات المتنازلة: شركة CAC (52% من الرصيد القائم لأصل الدين)، وشركة BCCT (15%)، وشركة SAC (16%)، وشركة CEIM (17%).

بيانات الإصدار:	
الفئات المصدرة	A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة وسطى) - C: (شريحة تابعة)
المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار	629.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 91.553.165,24
سعر الفائدة	الفئة A: 9,68% - الفئة B: 10,28% - الفئة C: 10,98%.
تاريخ الاستحقاق	الفئة A: 2014/12 - الفئة B: 2016/12 - الفئة C: 2018/10.
معدل الاستهلاك	شهري
تقييم السند	الفئة A: AA+ - الفئة B: AA - الفئة C: A.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: -MERIS, Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) 10th Issue 2013-2018, New Issue Report, November 2013, p. 1.

3.2.1. إصدارات الشركة المصرية للتوريق «Egyptian Securitization Company (ESC)»:

الجدول رقم (34): الإصدار الأول 2008 - 2012 «Egyptian Securitization Company (ESC)»

بيانات الديون المحالة:	
تاريخ التنازل عن الديون	15 أكتوبر 2007
الشركات المحيلة «Originators»	Corporate Leasing Company (Corplease)
طبيعة الديون المحالة	مستحقات جارية عن 516 عقود تأجير تمويلية لسيارات وتجهيزات وعقارات (عربات تجارية-31%، مكانات وآلات-22%، تجهيزات مكتبية-20%، سيارات مسافرين-16%، عقارات-12%).

بيانات الإصدار:	
الفئات المصدرة	فئة سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»
المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار	360.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 66.267.832,49
سعر الفائدة	9,75%
تاريخ الاستحقاق	ديسمبر 2012
معدل الاستهلاك	شهري
تقييم السند	AA

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Egyptian Securitization Company (ESC) - 1st Issue 2008-2012, Performance Overview, April 2010, pp. 1-2.

الجدول رقم (35): الإصدار الثاني 2009 – 2014 «Egyptian Securitization Company (ESC)»

بيانات الديون المحالة:	
10 أوت 2009	تاريخ التنازل عن الديون
Corporate Leasing Company (Corplease)	الشركات المحيلة «Originators»
مستحقات جارية عن 563 عقود تأجير تمويلية لسيارات وتجهيزات وعقارات (ماكينات وآلات-39%، سيارات مسافرين-21%، عربات تجارية-20%، عقارات (مباني)-13%، عقارات (أراضي)-3%).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
سندات توريق	الفئات المصدرة
360.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 64.928.584,86	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
ديسمبر 2014	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
A+	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Egyptian Securitization Company (ESC) – 2nd Issue 2009-2014, New Issue Report, November 2009, pp. 1-3.

الجدول رقم (36): الإصدار الثالث 2010 – 2017 «Egyptian Securitization Company (ESC)»

بيانات الديون المحالة:	
1 نوفمبر 2010	تاريخ التنازل عن الديون
Corporate Leasing Company Egypt S.A.E. (NR)	الشركات المحيلة «Originators»
670 مستحقات جارية عن 516 عقود تأجير تمويلية لسيارات وتجهيزات وعقارات (عقارات-55%، عربات تجارية-17%، ماكنات وآلات-16%، سيارات مسافرين-9%، تجهيزات أخرى-2.5%).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة ممتازة) - C: (شريحة وسطى) - C:	الفئات المصدرة
538.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 95.696.453,68	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
الفئة A: 8,75% - الفئة B: 10,00% - الفئة C: 10,25% - الفئة D: 11,00%.	سعر الفائدة
الفئة A: 2012/01/10 - الفئة B: 2013/12/10 - الفئة C: 2015/12/10 - الفئة D: 2017/12/10.	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
الفئة A: AA+ - الفئة B: AA+ - الفئة C: A+ - الفئة D: BBB	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Egyptian Securitization Company (ESC) 3rd Issue 2010-2017, New Issue Report, November 2010, pp. 1-3.

4.2.1. إصدارات شركة الرحاب للتوريق «Al Rehab Securitization Company»:

الجدول رقم (37): الإصدار الأول 2012 – 2016 «Al Rehab Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
31 أكتوبر 2011	تاريخ التنازل عن الديون
Al Mansour Automotive Company (MAC)	الشركات المحيلة «Originators»
5696 عقود بيع سيارات بالتقسيط تم إنشاؤها من قبل شركة Al-Mansour Automotive Company (MAC).	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة تابعة)	الفئات المصدرة
158.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 26.089.576,97	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
الفئة A: 13,27% - الفئة B: 14,28%.	سعر الفائدة
الفئة A: جوان 2013 - الفئة B: ماي 2016.	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
الفئة A: AA - الفئة B: A.	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: - MERIS, Al Rehab Securitization Company - First Issue 2012- 2016, Performance Overview, July 2014, p. 1.

5.2.1. إصدارات شركة الإسكان للتوريق «Al-Iskane for Securitization Company»:

كما سبق وأن أشرنا، فلقد تمت تصفية الشركة بعد ثلاث سنوات من تأسيسها من دون القيام بأي إصدار.

6.2.1. إصدارات شركة التعمير للتوريق «El Taamir for Securitization Company (TSC)»:

الجدول رقم (38): الإصدار الأول 2009 – 2017 «El Taamir for Securitization Company (TSC)»

بيانات الديون المحالة:	
15 ماي 2009	تاريخ التنازل عن الديون
هيئة المجتمعات العمرانية الجديدة التابعة لوزارة الإسكان والمرافق والمجتمعات العمرانية.	الشركات المحيلة «Originators»
مستحقات عقد واحد لبيع أراضي.	طبيعة الديون المحالة

بيانات الإصدار:	
فئة سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»	الفئات المصدرة
4.650.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 838.660.887,75	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
جويلية 2017	تاريخ الاستحقاق
سعر خصم البنك المركزي المصري.	سعر الفائدة
شهري	معدل الاستهلاك
AAA	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, El Taamir for Securitization Company (TSC) – 1st Issue 2009-2017, New Issue Report, May 2009, pp. 1-2.

7.2.1. إصدارات شركة التوفيق للتوريق «Al-Tawfeek for Securitization Company»:

الجدول رقم (39): الإصدار الأول 2010 - 2015 «Al-Tawfeek for Securitization Company»

بيانات الديون المحالة:	
1 جوان 2010	تاريخ التنازل عن الديون
Al-Tawfeek Leasing Company (AT Lease)	الشركات المحيلة «Originators»
مستحقات جارية عن 297 عقود تأجير تمويلية لسيارات وتجهيزات وعقارات من كيانات متوسطة وكبيرة الحجم مقيمة بمصر.	طبيعة الديون المحالة
بيانات الإصدار:	
A: (شريحة ممتازة) - B: (شريحة وسطى) - C: (شريحة تابعة) A (Senior) - B (Subordinated) - C (Subordinated)	الفئات المصدرة
576.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 102.455.682,75	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
الفئة A: 9,00% - الفئة B: 10,00% - الفئة C: 11,25%.	سعر الفائدة
الفئة A: 2011/08/10 - الفئة B: 2013/07/10 - الفئة C: 2015/07/10.	تاريخ الاستحقاق
شهري	معدل الاستهلاك
الفئة A: AA+ - الفئة B: AA - الفئة C: BBB-.	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Al-Tawfeek for Securitization Company (ATS) – 1st Issue 2010-2015, Performance Overview, July 2013, pp. 1-3.

8.2.1. إصدارات البنك العقاري المصري العربي «Egyptian Arab Land Bank (EALB)»:

إصدار سندات مدعومة بسلة تغطية تضم أصول مضمونة من قبل وزارة المالية

الجدول رقم (40): الإصدار الأول 2006 – 2013 «Egyptian Arab Land Bank (EALB)»

بيانات أصول محفظة الضمان:	
تستفيد السندات المصدرة من ضمانات محفظة قروض بنكية تضم 24 قرصاً ممنوحة من طرف EALB لصالح الهيئة العامة لتعاونيات البناء والإسكان «Construction Cooperative Authority (CCA)» (وهي هيئة تابعة لوزارة الإسكان والمرافق والمجمعات العمرانية)، حيث تضمن وزارة المالية سداد أصل القروض الـ 24 والفوائد المستحقة عليها بموجب تفويض لـ EALB بالخصم المباشر من حساب وزارة المالية لدى البنك المركزي في حال تخلف CCA عن سداد الأقساط (لكل من أصل الدين والفوائد).	سلة التغطية (محفظة الضمان)
أبريل 2006	تاريخ إقفال بيان حساب المحفظة
بلغ إجمالي القيمة الحالية لأصل القروض في تاريخ إصدار سندات التوريق: 565.801.456 ج.م أو ما يعادل: \$ 98.689.169,34	المبلغ الإجمالي الأولي لسلة التغطية
الوسط المرجح: 2013	تاريخ الاستحقاق
CBE DR + 1.5%	سعر الفائدة
سنوي	معدل استهلاك الدين
AAA	التصنيف الائتماني للقروض

بيانات الإصدار:	
إصدار سندات توريق داخلي عند درجة "AA".	طبيعة الإصدار
سندات مؤمنة «Covered Bonds» أو سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond».	فئة السندات المصدرة
500.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 87.211.837,55	المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار
ماي 2013	تاريخ الاستحقاق
CBE DR + 0.5%	سعر الفائدة
نصف سنوي	معدل الاستهلاك
AA	تقييم السند

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Egyptian Arab Land Bank Bond Issue Backed by Asset - First Issue 2006-2013, Performance Overview, Cover Pool Guaranteed by the Ministry of Finance July 2008, pp. 1-3.

الجدول رقم (41): الإصدار الثاني 2007 – 2017 «Egyptian Arab Land Bank (EALB)»

بيانات أصول محفظة الضمان:	
سلة التغطية (محفظة الضمان)	تستفيد السندات المصدرة من ضمانات محفظة قروض بنكية تضم 22 قرصاً ممنوحة من طرف EALB لصالح الهيئة العامة لتعاونيات البناء والإسكان «Construction Cooperative Authority (CCA)» (وهي هيئة تابعة لوزارة الإسكان والمرافق والمجمعات العمرانية)، حيث تضمن وزارة المالية سداد أصل القروض الـ 22 والفوائد المستحقة عليها بموجب تفويض لـ EALB بالخصم المباشر من حساب وزارة المالية لدى البنك المركزي في حال تخلف CCA عن سداد الأقساط (لكل من أصل الدين والفوائد).
تاريخ إقفال بيان حساب المحفظة	ماي 2007
المبلغ الإجمالي الأولي لسلة التغطية	بلغ إجمالي القيمة الحالية لأصل القروض في تاريخ إصدار سندات التوريق: 893.205.781 ج.م أو ما يعادل: \$ 158.498.154,12
تاريخ الاستحقاق	الوسط المرجح: أوت 2020
سعر الفائدة	CBE DR + 1.314%
معدل استهلاك الدين	سنوي
التصنيف الائتماني للقروض	AAA

بيانات الإصدار:	
طبيعة الإصدار	إصدار سندات توريق داخلي عند درجة "AA".
فئة السندات المصدرة	سندات مؤمنة «Covered Bonds» أو سندات مدعومة بأصول «Asset-Backed Bond»
المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار	750.000.000,00 ج.م أو ما يعادل: \$ 133.086.482,55
تاريخ الاستحقاق	2017
سعر الفائدة	CBE DR + 1.0%
معدل الاستهلاك	ربع سنوي
تقييم السند	AA

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: MERIS, Egyptian Arab Land Bank Bond Issue Backed by Asset Cover Pool Guaranteed by the Ministry of Finance - Second Issue 2007-2017, Performance Overview, July 2008, pp. 1-3.

2. نتيجة هامة:

بعد فحص وتحليل البيانات المتعلقة بجميع إصدارات التوريق التي تمت في مصر، سواءً بواسطة كيانات الغرض الخاص (المتمثلة في شركات التوريق) أو إصدار سندات التوريق الداخلي (التي تمت من دون «SPes»)، خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2014، تبين لنا بأن جميع الديون التي تم توريقها في دولة مصر لا تتوافق مع نوعية الديون محل الدراسة، إذ نحن بصدد دراسة تأثير توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على السوق الثانوية، أي توريق محافظ القروض الرهنية العقارية الممنوحة للأفراد أو الأسر لأجل أغراض سكنية (اقتناء وبناء وترميم المساكن). ومنه، يتم استبعاد دولة مصر من الدراسة تبعاً لهذا الاعتبار.

المطلب الرابع: التمويل الرهني العقاري القائم على آلية السوق الثانوية - حالة تونس

يعتبر القطاع المالي في تونس على درجة معقولة من التطور، وهو يخضع تنظيمياً لسلطة ورقابة البنك المركزي التونسي. قامت تونس على مدى العقود الأربعة الماضية بتأسيس نظام تمويل إسكان متطور قائم على القروض الرهنية العقارية، يشتمل على عدد كبير من المؤسسات المالية التي تقدم منتجات قروض للإسكان، حيث تضم هذه المؤسسات عشرون (20) بنكاً تجارياً خاصاً بالإضافة إلى ثلاث بنوك عمومية. إلى غاية بداية العشرية السابقة كان بنك الإسكان «Banque de l'Habitat» المملوك للدولة، الذي أنشئ نتيجة تحول الصندوق القومي للادخار السكني «Caisse Nationale d'Epargne Logement» إلى بنك شامل، اللاعب الوحيد في سوق القرض الرهني العقاري.

ولقد سمح تحرير القطاع المصرفي وإزالة الحواجز، إثر صدور القانون عدد 65 لسنة 2001 المتعلق بمؤسسات القرض، لفاعلين جدد بالتموقع بكثافة في هذه السوق، كما تعزى هذه الحركية في الأساس إلى: (i) تدهور أداء الفاعل الرئيسي المتمثل في بنك الإسكان الذي انخفضت حصته السوقية من جمع مدخرات شراء المنازل من أكثر من 80% سنة 2003 إلى أقل من 60% في عام 2014، (ii) جاذبية سوق تمويل الإسكان، فلقد أدت استراتيجية معدلات الفائدة في هذه السوق إلى احتدام المنافسة بين مؤسسات الائتمان التي تطلق في كثير من الأحيان حملات ترويجية كان آخرها الحملة الإعلانية لبنك البركة "مساكن" 2015. عموماً، أصبحت المنتجات المالية في هذه السوق غير متميزة إلى حد كبير، إلا أن شروط الحصول على التمويل الإسكاني توسعت بشكل كبير من خلال إطلاق منتجات متخصصة صممت لمختلف فئات العملاء. في الحين الذي ركز فيه الإقراض المقدم من القطاع الخاص على الأسر من ذوي الدخل المرتفع إلى المتوسط، كانت هناك برامج ادخار لأجل الإسكان منذ سبعينيات القرن الماضي لفائدة أولئك الذين يشغلون وظائف بشكل رسمي، حيث يعتبر بنك الإسكان القائم الحصري على إدارة القروض السكنية المدعومة المسماة «FOPROLOS»، التي سبق الإشارة إليها في المبحث السابق. تتراوح معدلات الفائدة للقروض الرهنية العقارية ما بين 2,5 إلى 5,75 بالمئة لثلاث شرائح مختلفة من ذوي الدخل ذوو الأهلية الائتمانية، وتستهدف الأسر التي تحصل على راتب منتظم ما بين الحد الأدنى للأجور حتى 4,5 مرات الحد الأدنى للأجور (محدد بـ 177 دولار أمريكي في الشهر - ابتداءً من شهر ماي 2014 فصاعداً). هذا يقارن بمتوسط سعر فائدة قدره 7,78% للقروض الرهنية العقارية المتاحة بمعدلات فائدة تجارية، في جويلية 2015.

تخضع القروض السكنية إلى القواعد التنظيمية للبنك المركزي، ووفقاً للتقرير السنوي للبنك المركزي لسنة 2014 فإن القيمة الإجمالية للقروض طويلة الأجل لفائدة مقتني المنازل قد ارتفعت بنسبة 7,3% ما بين 2013 و2014، لتصل إلى 3,80 مليار دولار.

حسب القواعد المعدلة في سنة 2007، تم تحديد نسب القرض إلى القيمة «LTV ratios» إلى أقل من 80% (ولكن إلى غاية 90% في برامج الإقراض الاجتماعية، مثل «FOPROLOS») وأجل أقصاه 25 سنة. قسم من هذا القانون يفرض كذلك متطلبات متعلقة بملاءمة السيولة طويلة الأجل بالنسبة للقروض التي يفوق أجلها 10 سنوات ومتطلب ينص على وجوب ثبات أسعار الفائدة بالنسبة لقروض الإسكان التي يفوق استحقاقها 15 عاماً. هذا المتطلب يعني أن العديد من البنوك تُمول بواسطة السندات التي تقوم بإصدارها مما يجعلها ترفض تقديم قروض تفوق مدتها 15 عاماً.

من حيث السوق الثانوية، وكما أشرنا إلى ذلك سابقاً، لدى تونس بورصة للأوراق المالية «BVMT»، وفي سنة 2001 تم وضع الإطار القانوني للتوريق من أجل تسهيل سبيل الوصول إلى التمويل طويل الأجل لتمويل القروض الرهنية العقارية، إلا أن نشاط التوريق كان جد محدود إذ لم يعرف سوى معاملتين اثنتين (في عامي 2006 و2007 على التوالي بلغتا 80 مليون دولار أمريكي) ومن قبل مؤسسة واحدة تمثلت في بنك تونس العربي الدولي «BIAT». وهناك أيضاً سوق رأس مال بديل للأوراق المالية بالنسبة للشركات التي لا يمكن إدراجها في السوق الرئيسية.¹

أولاً: الإطار التنظيمي والقانوني للتوريق

لأجل تطوير وترقية تقنية التوريق في تونس، رأى المشرع التونسي ضرورة إعداد قانون لتنظيم الهيئات المعنية بتنفيذ عملية التوريق، ف جاء القانون عدد 83 المؤرخ في 24 جويلية 2001 المتعلق بإصدار مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي. هذا القانون، الذي سبق وأن تطرقنا إليه في بداية هذا الفصل، مهد لظهور تقنية التوريق في تونس من خلال إنشاء سياق محدد يتضمن مؤسسة فريدة من نوعها تمثلت في الصندوق المشترك للديون الذي يعد بمثابة محور عملية التوريق.

يتم تأسيس الصندوق المشترك للديون، كما ينص الفصل 43 من نفس القانون، بمبادرة مشتركة من شخصيتان اعتباريتان هما المتصرف والمودع لديه، بحيث تساهم كل من هذه المؤسسات إضافة إلى أطراف فاعلة أخرى في تنفيذ عملية التوريق.

¹ Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF). Op. Cit, pp. 199-202.

1. الصندوق المشترك للديون «Mutual Debt Fund (MDF)»:

1.1. تعريف «MDF»:

وفقاً لأحكام القانون عدد 83 لسنة 2011 المتعلق بمؤسسات التوظيف الجماعي، لا سيما في عنوانه الثاني المتضمن تأسيس الصناديق المشتركة للديون، أعطى المشرع التعريف التالي لـ «MDF»:

"الصندوق المشترك للديون هو ملكية مشتركة موضوعه الوحيد اقتناء ديون سليمة في حوزة البنوك أو مؤسسات أخرى يتم ضبطها بأمر، قصد إصدار حصص تمثل تلك الديون".¹

من خلال التعريف أعلاه يتبين بأن «MDF» هو كيان ذو غرض خاص «SPE» يتدخل كطرف رئيسي في عملية التوريق، تتشكل أصوله من الديون التي يقوم باقتنائها من البنوك والمؤسسات الأخرى، وتتشكل خصومه من السندات التي يقوم بإصدارها بما يقابل تلك الديون.

"لا تكون للصندوق المشترك للديون الشخصية المعنوية ولا يخضع لأحكام مجلة الحقوق العينية الخاصة بالأموال المشاعة وكذلك للأحكام المتعلقة بشركات المحاصة".²

يجدر أن نميز هنا «MDF» عن باقي الكيانات القانونية الأخرى المُصدرة لخصص قابلة للتداول. ولأن «MDF» يمثل إنشاء قانوني متمم بأنه فريد من نوعه، فإنه بإمكانه إصدار قيم منقولة في حين أنه ليس سوى ملكية مشتركة من دون شخصية اعتبارية.

2.1. عمل «MDF»:

بموجب الفصل 43 من القانون عدد 83 لسنة 2011، "يتم تأسيس الصندوق المشترك للديون بمبادرة مشتركة من المتصرف والمودع لديه..". وكما أشرنا أعلاه فإن المهمة الوحيدة التي أنشئ لأجلها «MDF» هي اقتناء ديون وإصدار حصص تمثل تلك الديون. في الواقع، تضمن شركة التصرف الإدارة اليومية لشؤون الصندوق وتسهر على حسن سيره، كما تمثله في علاقاته مع الغير³، وهي مسؤولة عن توفير كافة المعلومات الضرورية لحاملي حصص الصندوق فيما يتعلق بالتصرف المنجز⁴. وبالإضافة إلى ذلك، تراقب شركة التصرف تحصيل ديون الصندوق، بينما يتولى المودع لديه حفظ أصول الصندوق والتأكد من شرعية القرارات المتخذة من قبل شركة التصرف فيما يتعلق بـ «MDF»، وكما يشير اسمه تودع لديه الديون التي

¹ الفصل 35، قانون عدد 83 لسنة 2011 المؤرخ في 24 جويلية 2011، مرجع سابق، ص. 2326.

² الفصل 36، المرجع السابق.

³ الفصل 44، المرجع السابق، ص. 2327.

⁴ الفصل 25، ملحق لقرار وزير المالية المؤرخ في 31 جانفي 2002 المتعلق بالتأشير على ترتيب هيئة السوق المالية المتعلق بالصناديق المشتركة للديون وشركات التصرف فيها، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 12 المؤرخ في 8 فيفري 2002، ص. 369.

تم اقتناؤها من قبل الصندوق، ولا يكون اقتناء هذه الديون نافذاً إلا بتسليم كشف من قبل المؤسسة المتنازلة للصندوق، حيث يحتوي هذا الكشف على البيانات التالية:¹

- أ. التسمية "عقد إحالة ديون"؛
- ب. التنصيص على أن العقد خاضع لمقتضيات هذه المجلة؛
- ج. تعريف المحال إليه (المقتني)؛
- د. تحديد الديون المحالة (المتنازل عنها) ببيان مبالغها والمدينين وتاريخ الاستحقاق النهائي.

ويسري مفعول الإحالة بين الأطراف ونفاذ الحق للغير ابتداءً من التاريخ المنصوص عليه بالكشف عند تسليمه. وينتج عن تسليم الكشف قانوناً، تحويل الضمانات التابعة لكل دين إلى «MDF» والنفاذ للغير من دون اللجوء إلى إجراءات أخرى.

وبدءاً من تاريخ التنازل يصبح الصندوق دائن للمدينين المتنازلين، وبالتالي يحق له المطالبة بدفع المبالغ المستحقة من المدينين بعنوان الديون المتنازل عنها.

3.1. الحصص المصدرة من قبل «MDF»:

وفقاً للفصل 37 من القانون عدد 83 لسنة 2011، فإن الحصص المصدرة من قبل «MDF» هي عبارة عن أوراق مالية بحيث يتم إصدار هذه الحصص دفعةً واحدة، على أن يُضبط المبلغ الأدنى للحصة المصدرة بواسطة أمر من قبل «MDF» عند تأسيسه.

2. شركة التصرف «The Management Company»:

وهي التي تشترك في مبادرة إنشاء الصندوق المشترك للديون، والقائمة على إدارة هذا الأخير.

1.2. الشكل القانوني لشركة التصرف:

لشركة التصرف شكل قانوني خاص بالنظر إلى الدور الذي تقوم به في إدارة الصندوق. ووفقاً للقانون عدد 83 لسنة 2001، لا سيما الفصل 44 منه، فإن الطبيعة القانونية للمتصرف هي شركة خفية الاسم يتمثل موضوعها الوحيد في التصرف (إدارة) في «MDF».

يجب على شركة التصرف أن توفر الضمانات الكافية فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها المادية والبشرية التي تعتبر من المتطلبات المفروضة من قبل هيئة السوق المالية. في الواقع، "لا يمكن أن يقل رأس مال شركات التصرف في الصناديق المشتركة للديون عند التأسيس عن مائة ألف دينار. كما يجب على شركات

¹ الفصل 38، قانون عدد 83 لسنة 2001 المؤرخ في 24 جويلية 2001، مرجع سابق، ص. 2326.

التصرف أن تثبت في أي وقت أن رأسمالها لا يقل عن 0,5% من مجموع الموجودات التي عُهد لها بالتصرف فيها، ويتوقف العمل بهذه النسبة إذا بلغ رأس المال خمسمائة ألف دينار.¹

2.2. الأدوار المنوطة بشركة التصرف:

تضطلع شركة التصرف بتنفيذ مجموعة من المهام، فهي تقوم بإبرام العقود الضرورية لاستمرار بقاء الصندوق والسهر على حسن تنفيذها، وكذا حسن تنفيذ النظام الداخلي للصندوق. كما تقوم بتجديد أو فسخ العقود في ظل احترام التشريع ساري المفعول وأحكام النظام الداخلي للصندوق. تقوم شركة التصرف بتعيين محافظ حسابات للصندوق عبر مجلس إدارتها، أو تمديد عهده أو استبداله عند الاقتضاء.

تعمل شركة التصرف كذلك على اقتناء الديون من خلال ممارسة جميع الحقوق المرتبطة أو الملحقّة بهذه الديون، حيث تقوم بحساب المبالغ المستحقة لحاملي الحصص والقيام بتوزيعها. كما تعطي شركة التصرف للمودع لديه التعليمات اللازمة لدفع أي مبلغ مستحق من طرف الصندوق طبقاً لأحكام القانون والقانون الداخلي.

بالإضافة إلى المهام المسردة أعلاه، تقوم شركة التصرف بإعداد مجمل الوثائق اللازمة لتوفير كافة المعلومات بالنسبة لحاملي الحصص أو الغير. حيث "يُعدّ المتصرف في الصندوق المشترك للديون في أجل ستة أسابيع ابتداءً من نهاية كل ستة أشهر جرداً لموجودات الصندوق المشترك للديون تحت مراقبة المودع لديه".²

3. شركة المودع لديه «The Custodian Company»:

وهي التي تشترك في مبادرة إنشاء الصندوق المشترك للديون، والمودع لديها أصول هذا الأخير.

1.3. الشكل القانوني لشركة المودع لديه:

كما يشير اسمها، فهي المودع لديها ما تم اقتناؤه من ديون من قبل الصندوق المشترك للديون بالإضافة إلى أمواله الجاهزة (أموال خزينته). في الواقع، ينص الفصل 44 من القانون 83 لسنة 2001 على أن المودع لديه يمكن أن يكون بنكاً على معنى القانون المتعلق بمؤسسات القرض أو من الأشخاص المعنويين الذين يوجد مقرهم الاجتماعي بالجمهورية التونسية والمسجلين بقائمة تضبط بقرار من وزير المالية.

¹ الفصل 44، قانون عدد 83 لسنة 2001 المؤرخ في 24 جويلية 2001، مرجع سابق، ص. 2327.

² الفصل 46، المرجع السابق.

2.3. الأدوار المنوطة بشركة المودع لديه:

عموماً، المودع لديه هو عبارة عن مؤسسة ائتمانية يقع على عاتقها حفظ الديون والأموال الجاهزة للصندوق. وينص الفصل 44 من القانون 83 لسنة 2001 على أن المودع لديه قد يكون هو المتنازل (المحيل)، وإضافةً إلى الدور الرئيسي الذي يقوم به المودع لديه والمتمثل في الحفظ، فإنه يتولى التأكد من مطابقة القرارات التي تتخذها شركة التصرف للقوانين والتراتب الجاري بها العمل وللنظام الداخلي. يتولى المودع لديه أيضاً حفظ كشوف التنازل عن الديون وكذا العقود الخاصة بالضمانات المرتبطة بها. كما يقوم بتنفيذ أوامر شركة التصرف فيما يتعلق بشراء وبيع الأوراق المالية كجزء من إدارة خزينة الصندوق.

تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن ممارسة وظيفة حفظ الأصول إلا من طرف مودع لديه وحيد. وعلى هذا الأساس يجب على هذا الأخير أن يفتح باسم «MDF» حساباً نقدياً وحساباً للسندات، لما يقع على عاتقه من واجب حفظ الأصول المسلمة له من قبل «MDF»، ويجب عليه بذلك بذل كل العناية لحفظ تلك الأصول. يقع على عاتق المودع لديه التثبت من التطابق بين الأموال المحفوظة والسندات المسجلة في حسابات حاملي الحصص. يبقى المودع لديه مسؤولاً تجاه الصندوق فيما يتعلق بإرجاع مجمل المبالغ والأوراق المالية التي سلمت له.¹

4. المؤسسة المحيلة (المتنازلة) «The Originator Credit Institution (Transferor)»:

وهي عموماً عبارة عن مؤسسة ائتمانية مالكة للديون التي ستتنازل عنها لفائدة «MDF». تتم عملية التنازل هذه عبر تسليم كشف يترتب عليه بحكم القانون نقل الحق الضماني الذي يكفل تلك الديون. ويتم إعلام المدين بهذا التنازل بواسطة رسالة بسيطة ولا يمكن بأي حال من الأحوال الاعتراض على ذلك. تواصل المؤسسة المحيلة تحصيل الديون المحالة إلى «MDF» وفق شروط تضبط بمقتضى اتفاقية تبرم مع المتصرف في «MDF»، غير أنه يمكن تكليف بنك يكون غير المؤسسة المحيلة بتحصيل كل الديون المحالة أو جزء منها مع إعلام المدينين بذلك، كي لا يقوموا بالوفاء لدى المؤسسة المحيلة.

5. الأطراف الأخرى المتدخلة في عملية التوريق:

بالإضافة إلى الأطراف الرئيسية التي تم عرضها أعلاه، هناك أطراف متدخلة أخرى تلعب أدوار مختلفة في تنفيذ عملية التوريق:

¹ الفصل 53 والفصل 54 والفصل 55، ملحق لقرار وزير المالية المؤرخ في 31 جانفي 2002، مرجع سابق، ص. 373.

1.5. مرتب الإصدار «The Arranger»:

يكون المرتب في العادة بنك استثماري أو شركة أوراق مالية متخصصة ممثلةً في فريق من المتخصصين في الهندسة المالية. يستجدي المرتب المتنازلين المحتملين بصفته مقدماً للخدمات، متصوراً هيكلاً لعملية توريق بأكملها بغية تحقيق أهداف المتنازل على أن تكون فوائد مشترو الحصص جلية بشكل كافٍ كي يلقى منتج التوريق طلباً فعالاً. إضافةً إلى ذلك، يتولى المرتب، في أغلب الأحيان، التوزيع في شراكة أو في مشروع مشترك «Syndication of Shares» أو القيام بتوظيف خاص للحصص المصدرة.¹

2.5. محافظ الحسابات:

ينص الفصل 46 من القانون عدد 83 لسنة 2001 على أن تعيين محافظ الحسابات يتم من قبل مجلس إدارة المتصرف في «MDF» أو هيئة الإدارة الجماعية، حيث يعين محافظ الحسابات، وفقاً للفصل 51 من نفس القانون، من بين الخبراء المحاسبين المرسمين بجدول الخبراء المحاسبين للبلاد التونسية لمدة ثلاث سنوات.

"يتعين على محافظ الحسابات لفت نظر مسيري المتصرف في الصندوق المشترك للديون إلى ما يقف عليه من الأمور المخلة بالتراتب أو أشياء غير صحيحة خلال تأدية مهامه".²

ووفقاً لأحكام الفصل 51 من القانون عدد 83 لسنة 2001، يجب على محافظي حسابات مؤسسات التوظيف الجماعي ما يلي:

- أن يعلموا هيئة السوق المالية فوراً بكل عمل من شأنه أن يشكل خطراً على مصالح مؤسسات التوظيف الجماعي والمساهمين وحاملي الحصص؛
- أن يسلموا لهيئة السوق المالية خلال الستة أشهر الموالية لختم كل سنة مالية تقريراً عن المراقبة التي قاموا بها؛
- أن يوجهوا لهيئة السوق المالية نسخة من تقريرهم المخصص حسب الحالة للجلسة العامة لمؤسسة التوظيف الجماعي الخاضعة لمراقبتهم أو للمتصرف فيها.

3.5. وكالة التصنيف:

تقوم وكالات التصنيف بدور أساسي في إطار عملية التوريق، حيث ينص الفصل 40 من القانون عدد 83 لسنة 2001 على أنه "تتولى مؤسسة مختصة في التقييم مسجلة بقائمة يضبطها قرار من وزير

¹ Leroux, François. LA TITRISATION. Note pédagogique MIC n° 16. Available at: <http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf>.

² الفصل 46، قانون عدد 83 لسنة 2001 المؤرخ في 24 جويلية 2001، مرجع سابق، ص. 2327.

المالية بعد أخذ رأي هيئة السوق المالية تقييم خاصيات الحصص التي سيتم إصدارها من قبل الصندوق المشترك للديون والديون التي يعترزم هذا الأخير اقتناءها وكذلك تقدير المخاطر المتصلة بتلك الديون".

وتضمن نتائج التقدير والتقييم بوثيقة تلحق بنشرة الإصدار وتسلم للمكتتبين في الحصة. وتتولى مؤسسة التصنيف كذلك متابعة مستوى الضمانات الذي توفره الحصص المصدرة، بحيث يتعين إعلام العموم بصفة منتظمة بنتائج هذه المتابعة.¹

4.5. هيئات المراقبة:

وتتمثل في هيئة السوق المالية، التي سبق وأن تطرقنا إليها بالتفصيل في هذا الفصل، بالإضافة إلى البنك المركزي التونسي، حيث تجدر الإشارة إلى أن مؤسسات التوظيف الجماعي والمودع لديهم والمتصرفون ومسيروهم والعاملون تحت إمرتهم يخضعون إلى مراقبة هيئة السوق المالية، وذلك للتثبت من مطابقة نشاط هذه المؤسسات للأحكام القانونية والتراتب الجاري بها العمل. كما يجب على هذه المؤسسات، المشار إليها أعلاه، تمكين البنك المركزي التونسي من المعلومات اللازمة لإعداد الإحصائيات النقدية.²

ثانياً: الآليات العامة لتوريق الديون الرهنية العقارية السكنية

في تونس، تقوم المؤسسة الائتمانية المعنية (المؤسسة المتنازلة) بالتنازل عن حصة ديون لفائدة هيئة متخصصة تتمثل في الصندوق المشترك للديون «MDF» (بالفرنسية «FCC» «Fonds commun de créance») الذي تحكمه مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي. ولأجل تمويل اقتناء هذه الديون، يقوم «MDF» «FCC» بإصدار للمستثمرين حصص ممثلة لتلك الديون. ويتم جمع التدفقات المتولدة عن الديون من فوائد وأصل الدين من قبل تنظيم مكلف بتحصيل الديون، ويعاد دفعها إلى «MDF» من قبل هذا المَحصل. هذه المبالغ المدفوعة كذلك يتم تخصيصها للفوائد التعويضية والحصص.

1. تنفيذ عمليات التوريق:

كان نشاط التوريق في تونس محدوداً للغاية، حيث لم تشهد السوق الثانوية سوى معاملتين بقيمة إجمالية تقارب 80 مليون \$³، تمتا في سنتي 2006 و 2007 على التوالي من قبل مؤسسة واحدة، هي بنك تونس العربي الدولي «BIAT».

¹ الفصل 40، قانون عدد 83 لسنة 2001 المؤرخ في 24 جويلية 2001، مرجع سابق، ص. 2326.

² الفصل 53، المرجع السابق، ص. 2328.

³ Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF). Op. Cit, p. 200.

1.1. الإصدار الأول (22 ماي 2006):

1.1.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص ولإصدار:

بمبادرة مشتركة من شركة التصرف في الصناديق المشتركة للديون، المتمثلة في شركة تونس للتوريق «TUNISIE TITRISATION» أحد فروع بنك تونس العربي الدولي «BIAT»، وبنك تونس العربي الدولي «BIAT» بصفته مودع لديه ومنتازل، تم تأسيس الصندوق المشترك للديون المسمى: «FCC BIAT- CREDIMMO 1» وفقاً لأحكام القانون رقم 83 لسنة 2001، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة ملكية مشتركة للأطراف المؤسسة، ويتمثل غرضه الوحيد والحصري في اقتناء الديون الرهنية المنتازل عنها من قبل بنك BIAT قصد إصدار في دفعة واحدة حصص ممثلة لتلك الديون. تتمثل محفظة الديون التي تم اقتناؤها من قبل «FCC BIAT- CREDIMMO 1» في القروض الرهنية العقارية الممنوحة للأفراد من قبل بنك «BIAT».

يخضع الصندوق «FCC BIAT- CREDIMMO 1» لأحكام المادة 35 وما يليها من المواد الواردة في مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي الصادرة بموجب القانون عدد 83 لسنة 2001، ولأحكام النظام الداخلي للصندوق، مع الإشارة إلى أن الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية. أُسسَ الصندوق بتاريخ 22 ماي 2006، وتتشكل أصوله الأولية من الديون الرهنية التي قام باقتنائها في نفس التاريخ الذي أُسسَ فيه.

بتاريخ 22 ماي 2006، قام الصندوق بإصدار أربع فئات مستقلة من الحصص الممثلة لتلك الديون:¹

❖ **الحصص P1**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 36.000.000 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 27.046.825.

❖ **الحصص P2**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 10.000.000 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 7.513.007.

❖ **الحصص S**، وهي عبارة عن حصص تابعة (من الدرجة الثانية) للحصص P1 وللحصص P2، داعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 2.500.000 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 1.878.253.

❖ **الحصة المتبقية R**، مكتتبه من طرف المنتازل وداعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 1.518.711,211 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 1.141.008,780

¹ Banque BIAT, fonds commun de créances hypothécaires consenties à des particuliers cédées et gérées par la BIAT : FCC BIAT-CREDIMMO1, Prospectus d'émission Mai 2006, pp. 5-6.

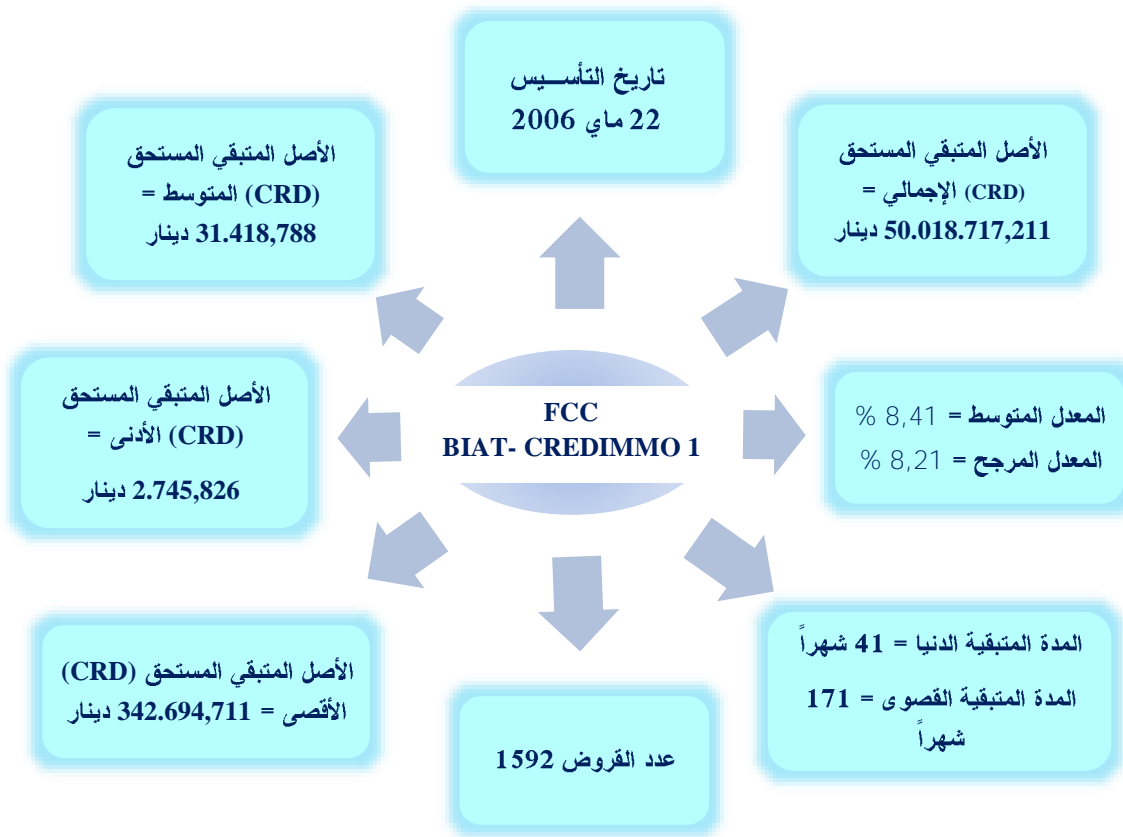
يتم تربيته بتاريخ تكوين الصندوق على أساس الفرق الإيجابي ما بين أصل القرض المتبقي المستحق «CRD» للديون في هذا التاريخ ومجموع القيم الإسمية للحصص ذات الأولوية والحصص S.

إذاً المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار يساوي 50.018.711,211 دينار تونسي أو ما يعادل \$ 37.565.034. الصندوق معتمد من طرف هيئة السوق المالية بتاريخ 10 مارس 2006 تحت رقم 2006-05.

2.1.1. خصائص الصندوق عند الإصدار:

يتكون الصندوق المشترك للديون «FCC BIAT- CREDIMMO 1» من ديون موزعة سليمة بالكامل، أي أنها غير متعثرة ولا مشكوكاً فيها ولا متنازعةً عليها طبقاً للتشريع البنكي المعمول به. كذلك فإن هذه الديون تستجيب لمعايير الاختيار المنصوص عليها في المادة 35 من مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي، للمادة 6 من النظام الداخلي للصندوق المشترك للديون، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (47): خصائص الصندوق المشترك للديون «FCC BIAT- CREDIMMO 1» عند الإصدار



Source: Tunisie Titrisation, Compte rendu d'activité annuel au 31 décembre 2006 du fonds commun de créances FCC BIAT-CREDIMMO I, BO N° 2850 du jeudi 17 mai 2007, p. 1.

3.1.1. خصائص الحصص عند الإصدار:

عند إنشائه، أصدر «FCC BIAT- CREDIMMO 1» أربع فئات مستقلة من الحصص لتمويل عملية الاقتناء التي قام بها، من أجل مبلغ إجمالي قدره: 50 019 ألف دينار تونسي، حيث أن خصائص الحصص مبيّنة على النحو التالي:

الجدول رقم (42): خصائص حصص «FCC BIAT- CREDIMMO 1»

الحصة R	الحصص S	الحصص P2	الحصص P1	
1	2 500	10 000	36 000	عدد الحصص
1 018 711,211	1000	1000	1000	القيمة الاسمية. للوحدة (بالدينار.ت)
-	TMM + 2.2%	TMM + 1.2%	TMM + 0.5%	سعر الفائدة + TMM*
سبتمبر 2020	أكتوبر 2016	أكتوبر 2016	جانفي 2012	تاريخ الاستحقاق
	فصلي	فصلي	فصلي	معدل الاستهلاك
-	A3.tn	Aaa.tn	Aaa.tn	تقييم الحصص

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Tunisie Titrisation, Compte rendu d'activité annuel au 31 décembre 2006 du fonds commun de créances FCC BIAT-CREDIMMO I, BO N° 2850 du jeudi 17 mai 2007, p. 1.

2.1. الإصدار الثاني (28 ماي 2007):

1.2.1. تقديم للكيان ذو الغرض الخاص وللإصدار:

بمبادرة مشتركة من شركة التصرف في الصناديق المشتركة للديون، المتمثلة في شركة تونس للتوريق «TUNISIE TITRISATION» أحد فروع بنك تونس العربي الدولي «BIAT»، وبنك تونس العربي الدولي «BIAT» بصفته مودع لديه ومنتازل، تم تأسيس الصندوق المشترك للديون المسمى: «FCC BIAT- CREDIMMO 2» وفقاً لأحكام القانون رقم 83 لسنة 2001، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة ملكية مشتركة للأطراف المؤسسة، ويتمثل غرضه الوحيد والحصري في اقتناء الديون الرهنية المنتازل عنها من قبل بنك «BIAT» قصد إصدار في دفعة واحدة حصص ممثلة لتلك الديون. تتمثل محفظة الديون التي تم اقتناؤها من قبل «FCC BIAT- CREDIMMO 2» في القروض الممنوحة للأفراد من قبل بنك «BIAT» لأغراض اقتناء وبناء مساكن.

يخضع الصندوق «FCC BIAT- CREDIMMO 2» لأحكام المادة 35 وما يليها من المواد الواردة في مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي الصادرة بموجب القانون عدد 83 لسنة 2001، ولأحكام النظام الداخلي للصندوق، مع الإشارة إلى أن الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية.

* «Taux du marché monétaire (TMM)» سعر الفائدة للسوق النقدي.

أسس الصندوق بتاريخ 28 ماي 2007، وتتشكل أصوله الأولية من الديون الرهنية التي قام باقتنائها في نفس التاريخ الذي أسس فيه.

بتاريخ 28 ماي 2007، قام الصندوق بإصدار خمس فئات مستقلة من الحصص الممثلة لتلك الديون:¹

❖ **الحصص P1**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 30.000.000 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 23.412.655.

❖ **الحصص P2**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 10.500.000 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 8.194.429.

❖ **الحصص P3**، وهي عبارة عن حصص من الدرجة الأولى، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 4.000.000 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 3.121.687.

❖ **الحصص S**، وهي عبارة عن حصص تابعة (من الدرجة الثانية) للحصص P1 وللحصص P2 وللحصص P3، داعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 4.000.000 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 3.121.687.

❖ **الحصة المتبقية R**، مكتتبة من طرف المتنازل وداعمة بالدرجة الأولى لمخاطر تعثر المدينين، من أجل مبلغ إجمالي أولي قدره: 1.503.289,903 دينار تونسي، أو ما يعادل: \$ 1.173.200,239. يتم تثبيته بتاريخ تكوين الصندوق على أساس الفرق الإيجابي ما بين أصل القرض المتبقي المستحق للديون في هذا التاريخ ومجموع القيم الإسمية للحصص ذات الأولوية والحصص S.

إذاً المبلغ الإجمالي الأولي للإصدار يساوي على الأقل 50.003.289,903 دينار تونسي أو ما يعادل \$ 39.023.658,412. الصندوق معتمد من طرف هيئة السوق المالية بتاريخ 4 أبريل 2007 تحت رقم 03-2007.

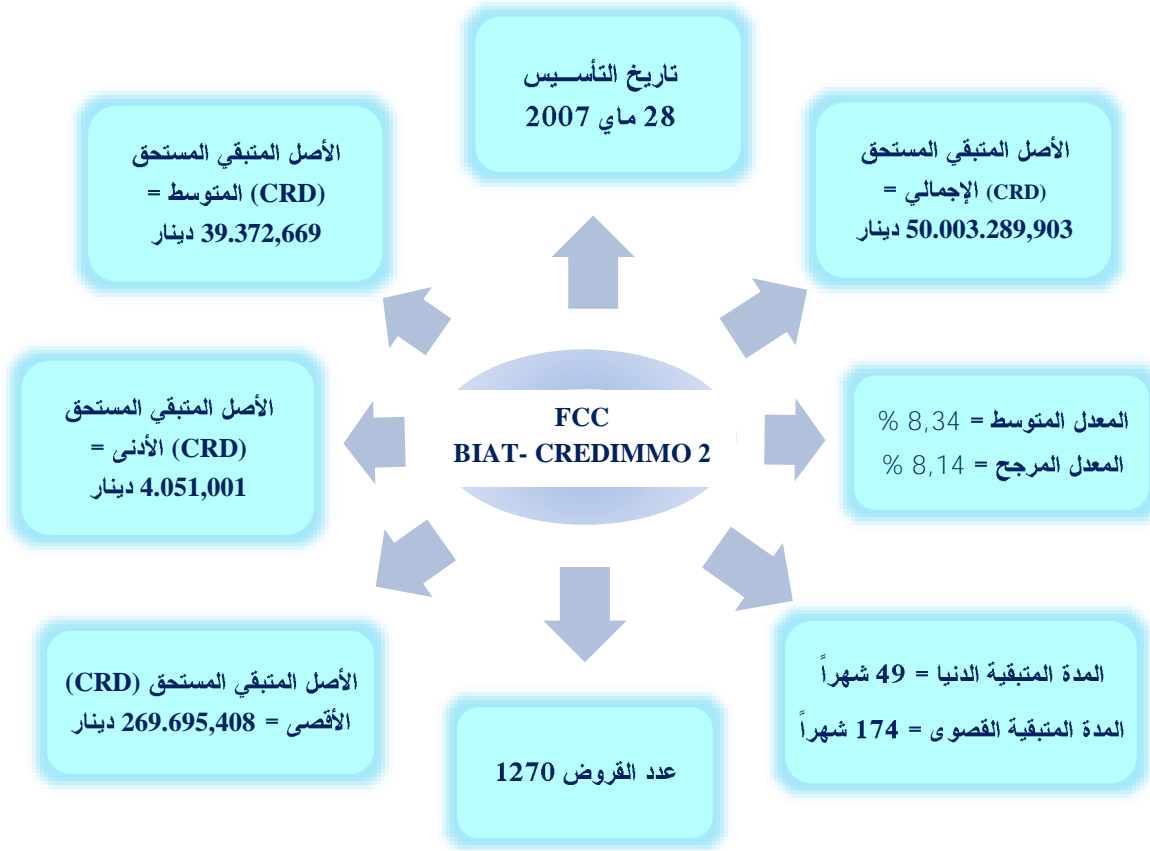
2.2.1. خصائص الصندوق عند الإصدار:

يتكون الصندوق المشترك للديون «FCC BIAT- CREDIMMO 2» من ديون موزونة سليمة بالكامل، أي أنها غير متعثرة ولا مشكوكاً فيها ولا متنازعةً عليها طبقاً للتشريع البنكي المعمول به. كذلك فإن هذه

¹ ZAHAF, Mahmoud. (2007) *Compte rendu d'activité semestriel au 30 juin 2007 du fonds commun de créances FCC BIAT CREDIMMO 2*. Rapport du commissaire aux comptes. B.O N°2914 du vendredi 17 août 2007, pp. 21-22.

الديون تستجيب لمعايير الاختيار المنصوص عليها في المادة 35 من مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي، للمادة 6 من النظام الداخلي للصندوق المشترك للديون، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (48): خصائص الصندوق المشترك للديون «FCC BIAT- CREDIMMO 2» عند الإصدار



ZAHAF, Mahmoud. (2007) **Compte rendu d'activité semestriel au 30 juin 2007 du fonds commun de créances FCC BIAT CREDIMMO 2**. Rapport du commissaire aux comptes. B.O N°2914 du vendredi 17 août 2007, p. 21.

3.2.1. خصائص الحصص عند الإصدار:

عند إنشائه، أصدر «FCC BIAT- CREDIMMO 2» خمس فئات من الحصص لتمويل عملية الاقتناء التي قام بها، من أجل مبلغ إجمالي قدره: 50 003 ألف دينار تونسي، حيث أن خصائص الحصص مبينة على النحو التالي:

الجدول رقم (43): خصائص حصص «FCC BIAT- CREDIMMO 2»

الحصة R	الحصص S	الحصص P3	الحصص P2	الحصص P1	
1	4 000	4 000	10 500	30 000	عدد الحصص
1 503 289,903	1000	1000	1000	1000	القيمة الإسمية. للوحدة (د.ت)
-	TMM + 2.0%	TMM + 1.7%	TMM + 1.0%	TMM + 0.5%	سعر الفائدة + TMM
جانفي 2022	أبريل 2020	أبريل 2020	جويلية 2016	جويلية 2013	تاريخ الاستحقاق
	فصلي	فصلي	فصلي	فصلي	معدل الاستهلاك
-	A3.tn	Aaa.tn	Aaa.tn	Aaa.tn	تقييم الحصص

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: Rapport d'activité semestriel au 30 juin 2009 du fonds commun de du jeudi 27 août 2009, pp. 2. 9créances FCC BIAT CREDIMMO 2, BO N° 341

2. الأطراف المتدخلة في عملية التوريق بالنسبة للإصدارين:

المؤسسة المُحيَلة «Originator»: وتتمثل في بنك تونس العربي الدولي «BIAT» الذي هو عبارة عن مؤسسة ائتمانية طبيعتها القانونية شركة خفية الاسم (SA)، مقرها الاجتماعي العاصمة تونس. تتنازل المؤسسة المحيلة للصندوق عن الديون التي تمتلكها على المدينين، طبقاً للشروط المنصوص عليها في اتفاقية التنازل والتسيير.

مرتب الإصدار «Arranger»: ويتمثل في الشركة «Maghreb Titrisation»، مقرها الاجتماعي الدار البيضاء بالمغرب. وهي المؤسسة المسؤولة عن تركيب هيكل العملية، ساهمت بالاشتراك مع المؤسسين في إنجاز جميع مراحل عملية التوريق.

شركة التصرف «Management Company»: هي شركة «Tunisie Titrisation»، شركة خفية الاسم، معتمدة بصفقتها شركة تسيير الصناديق المشتركة للديون بتاريخ 3 أكتوبر 2005، مقرها الاجتماعي العاصمة تونس.

شركة المودع لديه «Custodian Company»: وتتمثل في بنك تونس العربي الدولي «BIAT».

المُحَصَّل «Recover»: ويتمثل في بنك تونس العربي الدولي «BIAT». يكمن دور المحصل في التسيير وتحصيل الديون.

المؤسسة الماسكة لحساب الاحتياطي: وتتمثل في بنك تونس العربي الدولي «BIAT». تقوم المؤسسة الماسكة لحساب الاحتياطي بفتح في دفاترها، باسم الصندوق، حساب مخصص لاستقبال المبلغ المدفوعة وفقاً لفقرة الأموال الاحتياطية أدناه. وهو مخول للقيام بتحريك حساب الاحتياطي فقط بأمر من المودع لديه. "في حال قيام وكالة التصنيف بإنزال التصنيف المالي للالتزامات قصيرة الأجل الخاصة بالمؤسسة الماسكة إلى أقل من P-2، تقوم شركة التصرف في أقرب الآجال بإحلال محل المؤسسة الماسكة مؤسسة ائتمانية

مخولة تحوز على تصنيف مالي من وكالة تصنيف لالتزاماتها قصيرة الأجل أعلى من P-2 أو أي تصنيف معادل".

اتحاد ضامني الاكتتاب «Underwriting consortium»:

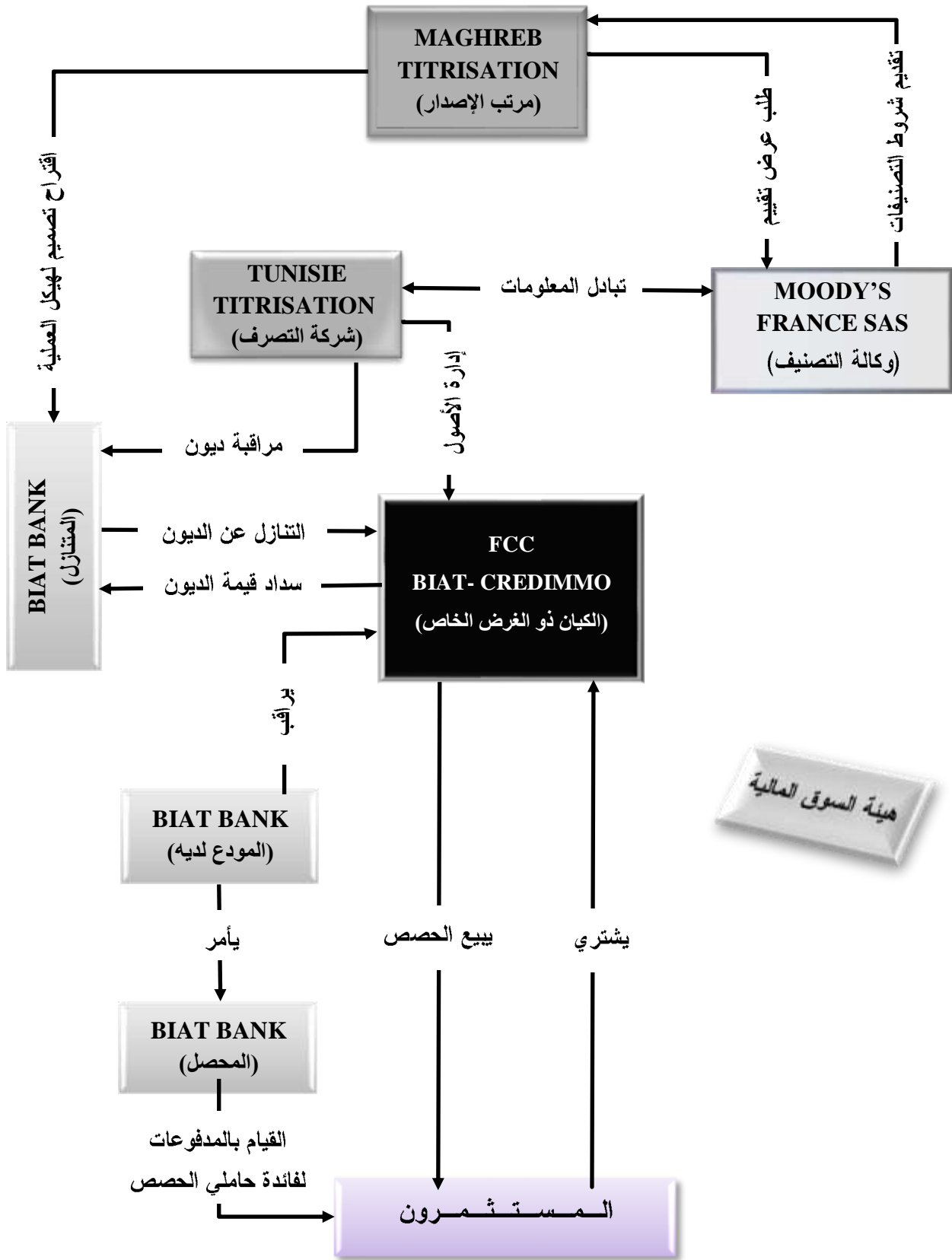
- البنك المدير (للقروض المشتركة) «Lead Manager»: بنك تونس العربي الدولي «BIAT».
 - البنك المدير الشريك «Co-Lead Manager»: «La Financière de Placement et de Gestion»، وهي عبارة عن وسيط في البورصة.
- محافظ الحسابات: السيد محمود زحاف.

وكالة التصنيف: «MOODY'S FRANCE SAS» الكائن مقرها بالعاصمة الفرنسية باريس. طبقاً لأحكام المادة 40 من مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي، تم تأهيل وكالة التصنيف بقرار من وزير المالية بتاريخ 24 أبريل 2003.

المستشار القانوني: هو المكتب الدولي الفرنسي لمحامي الأعمال «GIDE LOYRETTE NOUEL» المتخصص في قانون الأعمال.

3. مخطط عملية التوريق:

الشكل رقم (49): مخطط عملية التوريق في تونس



المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الرابع: أثر توريق الديون الرهنية على أداء الأسواق الثانوية في منطقة شمال إفريقيا

يعتبر التوريق أحد التطورات المالية الأكثر أهمية في التاريخ الحديث، لما له من تأثير كبير على الأسواق المالية، وخصوصاً على أسواق الرهن العقاري، حيث يعزى لتقنية التوريق العديد من المزايا التي توفرها للمقرضين والمقرضين والمستثمرين الآخرين. إن تقنيات الهندسة المالية المستخدمة من قبل البنوك الاستثمارية تسمح اليوم للسندات بأن تُنشأ من أي نوع من أنواع التدفق النقدي، ومن أبرز هذه الأنواع تلك الناجمة عن الحجم المرتفع للقروض مثل القروض الرهنية العقارية السكنية. ففي التوريق يتم تعبئة الأصول المتمثلة في القروض سويةً، وتستخدم مدفوعات الفائدة الخاصة بها في خدمة السندات الجديدة المصدرة. لقد تم تطوير تقنية التمويل المتمثلة في التوريق لمعالجة عدم كفاية رأس المال الرهني العقاري، ثم تكيفها وتوسيع نطاقها من طرف المشاركين في الأسواق الخاصة لتسهيل أنواع عديدة من الاقتراض الاستهلاكي والتجاري.

سنتناول في هذا المبحث بالدراسة والتحليل والمقارنة أثر توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على أداء الأسواق الثانوية لبلدان شمال إفريقيا، حيث ستصب دراستنا بدايةً على محاولة التقدير تجريبياً لأثر التوريق على خفض تكلفة القروض السكنية الموجهة للأسر، بعد ذلك سيتم التطرق إلى آثار نشاط السوق الثانوية، خصوصاً آثار توريق الديون الرهنية على حجم القروض الممنوحة في ظل ظروف الاقتصاد الكلي. كما سنتناول أثر توريق الديون الرهنية على تشتت المخاطر مع الأخذ بعين الاعتبار وضعيات خارج الميزانية للبنوك، وأخيراً سيتم التعرض إلى أثر التوريق على سيولة واستقرار السوق الثانوية.

كنا قد تطرقنا في المبحث السابق إلى إصدارات التوريق التي تمت في كل بلد من بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، وذلك إلى غاية سنة 2014، ولقد تم استثناء دولة مصر من الدراسة لعدم قيام هذه الأخيرة بتوريق أصول تتوافق مع طبيعة الأصول محل الدراسة، فجل الأصول التي تم توريقها في هذا البلد لا يمكن تصنيفها بأي حال من الأحوال على أنها ديون رهنية عقارية سكنية حتى وإن صُنّف البعض منها على أنها ديون عقارية.

المطلب الأول: أثر التوريق على تكلفة الائتمان

يعتبر التوريق جزء حيوي من العمل المصرفي الحديث، حيث يعتبر الدافع الرئيسي للبنوك من إصدار السندات المدعومة بأصول هو استخدامها كأداة للتمويل. هناك مجموعة كبيرة من الأعمال العلمية، خصوصاً

في أعقاب الأزمة المالية الأخيرة، علقت على التكاليف الاقتصادية للتوريق، ومن أبرزها خفض الحوافز للبنوك لفحص ومراقبة عملائها، والفوائد الاقتصادية للتوريق نسبت في الأساس إلى الزيادة الممكنة في الإقراض. لكن المفاضلة بين التكاليف والفوائد هي كذلك من المسائل الخلافية المثرة للجدل بين واضعي السياسات أنفسهم.

سنتناول بالدراسة في هذا المطلب وبشكل تطبيقي تقدير أثر التوريق على تكلفة الائتمان بالنسبة للأفراد والأسر، وذلك في كل من الجزائر وتونس والمغرب. سنقدر مدى انعكاس التكاليف الموفرة من التوريق على تخفيض تكلفة الائتمان بالنسبة للأفراد والأسر، حيث سيتم بحث أثر توريق الديون الرهنية العقارية على تكلفة الائتمان بالنسبة للقروض الرهنية العقارية السكنية التي هي عبارة عن قروض رهنية عقارية مطابقة تقليدية.

أولاً: وصف البيانات

لتقدير أثر التوريق على تكلفة الائتمان يتم الاعتماد على متغيرين رئيسيين هما:

❖ **فرق العائد على القرض الرهني العقاري «The Mortgage Yield Spread»:** أحد المتغيرات الرئيسية المستخدمة في دراستنا هذه هو فرق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» لأجل بديل ملائم لسعر فائدة سوقي معياري، حيث يضبط فرق العائد الدورات الاقتصادية وتحركات أسعار الفائدة التي تنسب فقط إلى التغيرات في السياق العام لأسعار الفائدة. بالنسبة للقروض الرهنية العقارية السكنية محل الدراسة، فإنه يتم حساب فروق العائد عليها من خلال طرح المتوسط السنوي لمعدل الفائدة على سندات الخزنة لكل بلد بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات من معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية على هذه القروض السكنية، حيث أن معدل الفائدة الفعلي الإجمالي «Taux Effectif Global (TEG)» هو عبارة عن معدل سنوي يتناسب مع سعر الفائدة للفترة ومحسوب في نهاية المدة. يتم احتساب سعر الفائدة للفترة اكتوبرياً، ويضمن وفقاً لطريقة الفائدة المركبة المساواة بين، من جهة، المبالغ المقرضة، ومن جهة أخرى، مجمل المدفوعات المستحقة للقرض المعني بالدراسة من أصل وفوائد ومصاريف وعمولات أو تعويضات مهما كانت طبيعتها مباشرة أو غير مباشرة تدخل في منح القرض.

نستخدم في حساب فرق العائد متوسط معدل الفائدة الفعلي «Taux d'Intérêt Effectif Moyen (TEM)» الذي يتم تحديده، من قبل البنوك المركزية للبلدان محل الدراسة بصفة سنوية (الجزائر) أو نصف سنوية (تونس) أو ربع سنوية (المغرب)، من المتوسط الحسابي البسيط لمعدلات الفائدة الفعلية الإجمالية المرصودة خلال الفترة نفسها (سنة أو نصف سنة أو ربع سنة).

❖ **معدل التوريق «Securitization Rate»:** أحد العوامل الرئيسية المستخدمة في نماذج الدراسة هذه هو معدل التوريق «SEC»، الذي يعبر عن مبلغ قروض السوق الأولية الاستهلاكية المُقْتَرَضَة من أموال السوق الثانوية لغرض التوريق مقسوماً على المبلغ الإجمالي لقروض السوق الأولية الاستهلاكية التي تم إنشاؤها في نفس الفترة.

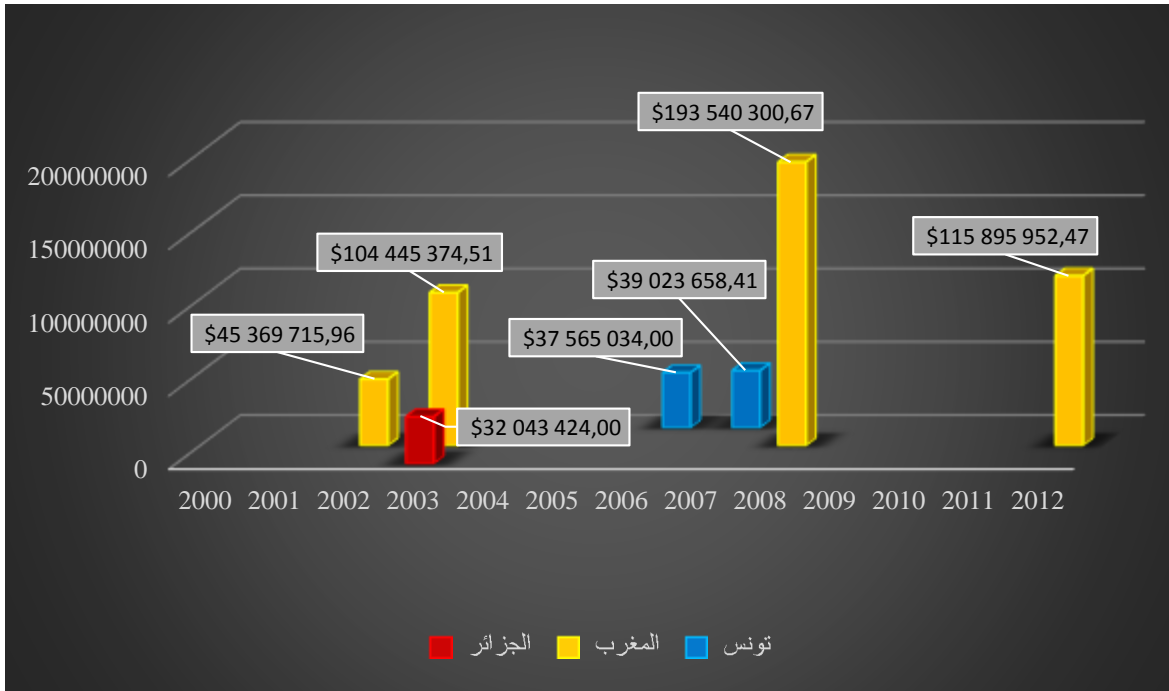
لا يوجد في كل بلد من البلدان الثلاث محل الدراسة مصدر بيانات وحيد وشامل، من خلاله يتم الحصول على معدلات التوريق «Securitization Rates» وفروق العائد (فروق أسعار الفائدة) «Yield Spreads» الخاصة بالقروض الرهنية العقارية السكنية، لذا فقد تم جمع عناصر البيانات لحساب فروق العائد من مصادر مختلفة، تمثلت في المصادر المحلية كالبنوك المركزية ومراكز الإحصاء بالنسبة لكل بلد، والمصادر الدولية كقاعدتي بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي. أما فيما يخص عناصر البيانات التي يتضمنها حساب معدلات التوريق، فإن أهم عنصر، ألا وهو قروض السوق الأولية الاستهلاكية المُقْتَرَضَة من أموال السوق الثانوية لغرض التوريق، يعتبر غير متوفر أصلاً في البلدان الثلاث محل الدراسة نظراً لعدم توفر هذه البلدان على هيئات أو جهات مكلفة برصد البيانات المتعلقة بالتوريق وبيانات جميع أنشطة السوق الرهنية العقارية، على غرار قاعدة بيانات «LoanPerformance» في الولايات المتحدة الأمريكية.

ثانياً: تحليل أثر التوريق على تكلفة الائتمان

انطلاقاً من بيانات إصدارات التوريق التي أوردناها في المبحث السابق، يتبين لنا بأن عمليات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية في بلدان شمال إفريقيا كانت جد محدودة إذا ما قورنت بالولايات المتحدة الأمريكية التي تم اتخاذها في الفصل الثالث كنموذج لدراسة أثر التوريق على أداء أسواق الائتمان العقاري.

يُظهر الشكل رقم 48 أدناه تفاوتاً في حجم إصدارات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية بين دول شمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014، فبينما لم تعرف الجزائر سوى عملية إصدار وحيدة سنة 2003 قُدِّرَت بمبلغ \$ 32.043.424,00، عرفت المغرب خمس عمليات إصدار بمبلغ إجمالي قُدِّرَ بـ \$ 598.327.793,73 كان أولها سنة 2001 وآخرها سنة 2014، بينما عرفت تونس عمليتي إصدار فقط سنتي 2006 و2007 على التوالي بمبلغ إجمالي قُدِّرَ بـ \$ 76.588.692,41.

الشكل رقم (50): تطور إصدارات التوريق خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014

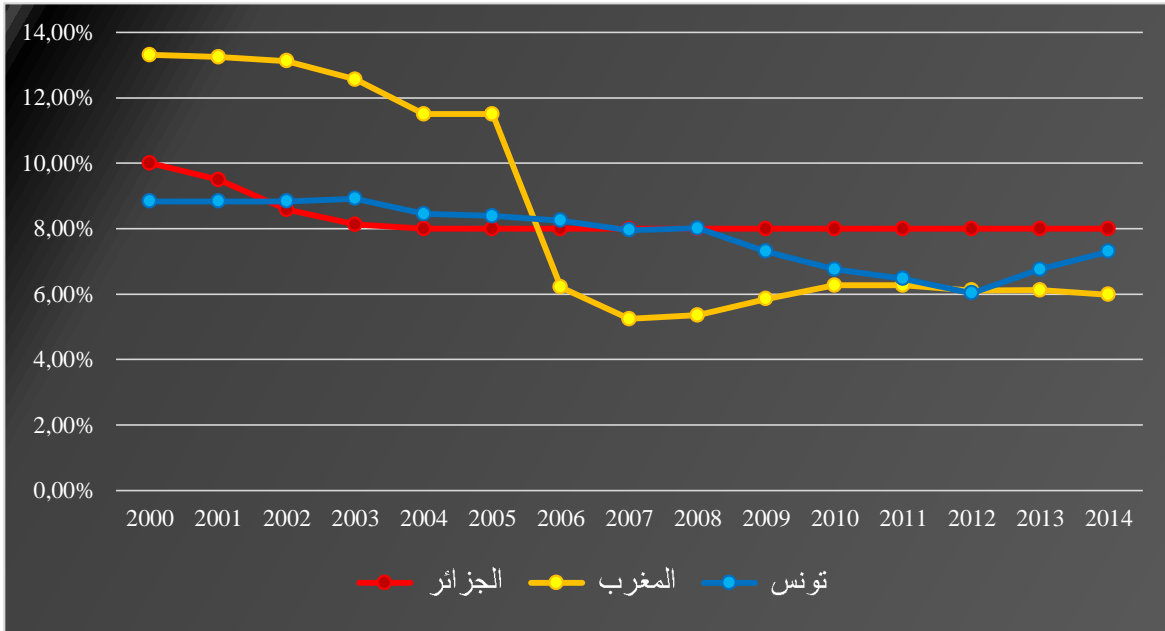


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر التالية:

- سعر الصرف الرسمي مقابل الدولار، بيانات البنك الدولي (data.albankaldawli.org).
- الجزائر:
- SRH, **Notice d'information de l'emprunt obligataire**, Juillet 2003, pp. 12-16.
- المغرب:
- Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 octobre 2010 au 12 janvier 2011 du FPCT CREDILOG I.
- Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 mars au 12 juin 2009 du FPCT CREDILOG II.
- Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 14 mars au 14 juin 2011 du FPCT CREDILOG III.
- Note d'information du FPCT SAKANE : Titrisation de créances hypothécaires détenues par la BCP, pp. 97-98.
- Note d'information du FPCT CREDILOG IV: Titrisation de créances hypothécaires détenues par la CIH, pp. 94-95.
- تونس:
- Banque BIAT, **fonds commun de créances hypothécaires consenties à des particuliers cédées et gérées par la BIAT : FCC BIAT-CREDIMMO1**, Prospectus d'émission Mai 2006, pp. 5-6.
- ZAHAF, Mahmoud. (2007) **Compte rendu d'activité semestriel au 30 juin 2007 du fonds commun de créances FCC BIAT CREDIMMO 2**. Rapport du commissaire aux comptes. B.O N°2914 du vendredi 17 août 2007, pp. 21-22.

عرفت معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية «TEG»، المعبرة عن تكلفة الائتمان، تطوراً ملحوظاً في المغرب كما يظهره الشكل رقم 49، ففي سنة 2002 شهدت هذه المعدلات انخفاضاً طفيفاً مقارنةً بسنتي 2000 و2001، لكن انطلاقاً من سنتي 2004 و2005، أي بعد عمليتي توريق قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة للقروض العقاري والسياحي «CIH» سنتي 2002 و2003، عرفت تكلفة القروض الممنوحة انخفاضاً بنقطة مئوية واحدة، ثم تواصل هذا الانخفاض، لكن بمعدل أكبر وبشكل متسارع، لتقارب نسبة هذا الانخفاض الـ 50% سنة 2006 وتفوق الـ 50% سنة 2007 مقارنةً بسنة 2005، رغم أن نسب مجموع القروض المورقة (سنتي 2002 و2003) إلى إجمالي القروض الرهنية العقارية لسنتي 2005 و2006 لم تتجاوز 3% و 2% على التوالي.

الشكل رقم (51): تطور معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر التالية:

- الجزائر:
 - بيانات البنك الدولي (databank.worldbank.org).
- المغرب:
 - البيانات من 2000 إلى 2005: البنك الدولي (databank.worldbank.org).
 - البيانات من 2006 إلى 2014: البنك المركزي (Enquête trimestrielle de BANK AL-MAGHRIB sur les taux débiteurs).
- تونس:
 - Banque Centrale de Tunisie, Bulletins Statistiques Financières, Années 2004 au 2015.

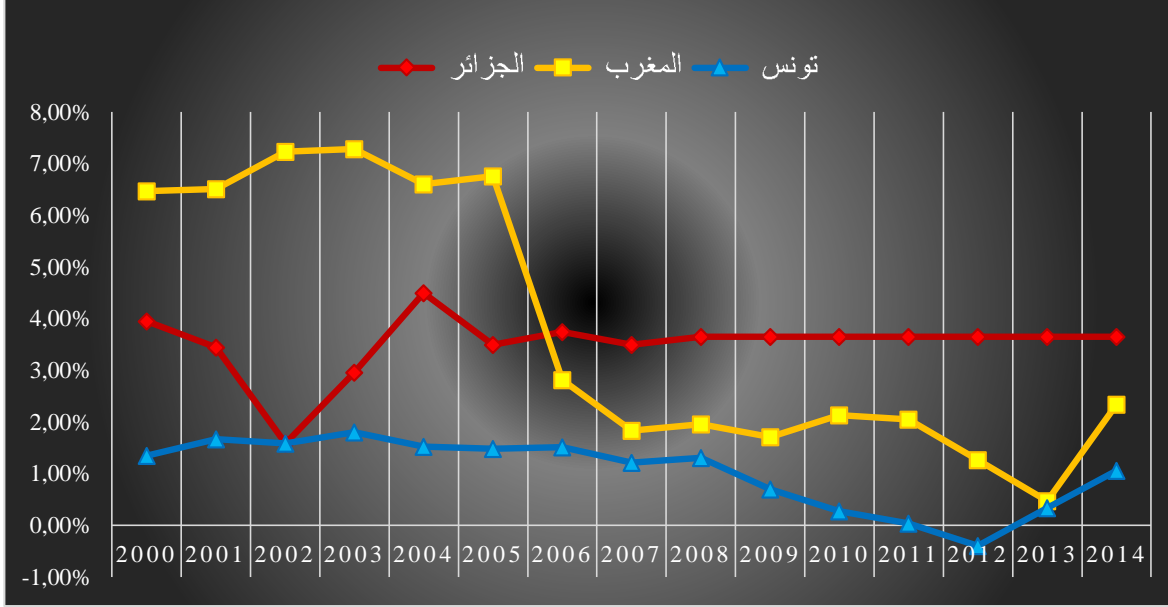
في سنة 2008، العام الذي استأنفت فيه المغرب توريق قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة للقرض العقاري والسياحي «CIH»، عرفت معدلات «TEG» ارتفاعاً لكن بنسبة طفيفة جداً لم تتعدى 2%، لتعرف بعدها استقراراً عند معدل 6,27% سنتي 2010 و 2011، ثم تعاود مرة أخرى الانخفاض سنة 2012، وهي السنة التي تم فيها توريق محفظة ديون تشتمل على 3579 قرض رهنى سكني مملوك للبنك الشعبي المغربي «Banque Populaire (BP)»، وتستمر معدلات «TEG» في الانخفاض بشكل تدريجي لتصل إلى أقل من 6% سنة 2014، السنة التي تم فيها كذلك توريق قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة للقرض العقاري والسياحي «CIH». كما عرفت فروق العائد «YSP» هي الأخرى تطوراً ملحوظاً في المغرب (أنظر الشكل رقم 50 أسفله)، فبعد سنتي 2002 و 2003 اللتان شهدتا أعلى مستويات لـ «YSP» منذ سنة 2000 (7,24% و 7,28% على التوالي)، شهدت سنتي 2004 و 2005 انخفاضاً طفيفاً في معدلات «YSP» تراوحت نسبته من 9% إلى 7% على التوالي، تلاهما تراجعاً كبيراً في مستويات «YSP» فاقت نسبته الـ 50% و 70% سنتي 2006 و 2007 على التوالي مقارنةً بسنة 2005، كما انخفضت فروق العائد مرة أخرى سنة 2009 لتبلغ 1,71% ثم تسترجع ارتفاعها الطفيف سنتي 2010 و 2011 لتعاود الانخفاض مرة أخرى سنة 2012 وتبلغ 0,47% سنة 2013.

هذا التطور المعتبر لمعدلات الفائدة الفعلية الإجمالية «TEG» وفروقات العائد «YSP» في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2014 إنما يعكس، ولو بجزء بسيط، أثر عمليات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على خفض تكلفة الائتمان بالنسبة للأفراد خاصةً بعد سنة 2005، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى عمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية المملوكة للقرض العقاري والسياحي «CIH» التي تمت خلال السنوات 2002 و 2003 و 2008، باعتباره البنك المهيمن تاريخياً على التمويل الرهنى العقاري في المغرب، إلا أنه لم يتسنى لنا إثبات علاقة التكامل المشترك بين فروق العائد ومعدلات التوريق للأسباب التي تم ذكرها سابقاً فيما يتعلق بغياب البيانات.

وفي تونس، لم تعرف معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية «TEG» تقلباً مهماً خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2008، مثلما كان عليه الحال في المغرب، ذلك أن تونس لم تشهد سوى عمليتين اثنتين لتوريق الديون الرهنية العقارية السكنية سنتي 2006 و 2007 على التوالي، وبحجم إصدارات أقل من المغرب، لذا كانت معدلات «TEG» شبه متقاربة خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2008 تراوحت ما بين 7,96% كحد أدنى و 8,96% كحد أقصى، ومع حلول سنة 2010 سجلت معدلات «TEG» انخفاضاً محسوساً نوعاً ما وصلت فيه إلى 6,76% بعدما شهدت سنتي 2006 و 2008 معدلات بلغت

8,25% و 8,02% على التوالي. ثم واصلت معدلات «TEG» انخفاضها لكن بشكل طفيف إلى غاية عام 2012، لتعاود ارتفاعها مرة أخرى ارتفاعاً طفيفاً إلى غاية سنة 2014 أين بلغت 7,31% (أنظر الشكل 49).

الشكل رقم (52): تطور فرق العائد «YSP» على أسعار فائدة السوق الأولية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر التالية:

- الجزائر:
 - بيانات البنك الدولي (databank.worldbank.org).
 - Banque d'Algérie, Bulletins statistiques trimestriels (www.bank-of-algeria.dz).
- المغرب:
 - البيانات من 2000 إلى 2005: البنك الدولي (databank.worldbank.org).
 - البيانات من 2006 إلى 2014: البنك المركزي (Enquête trimestrielle de BANK (AL-MAGHRIB sur les taux débiteurs).
 - Taux moyens pondérés mensuels des émissions du Trésor du Janvier 2000 au Décembre 2014 (http://www.bkam.gov.ma).
- تونس:
 - Banque Centrale de Tunisie, Bulletins Statistiques Financières, Années 2004 au 2015.

لم تعرف فروق العائد «YSP» هي الأخرى تطوراً ملحوظاً في تونس، خاصةً خلال السبع سنوات الأولى (من سنة 2000 إلى سنة 2006)، إلا أنها سجلت انخفاضاً طفيفاً سنة 2007 قاربت نسبته الـ 20%، وذلك بعدما شهدت تونس، سنتي 2006 و 2007، عمليتي توريق لمحافظ قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة لبنك تونس العربي الدولي «BIAT» وبمبادرة من هذا الأخير، إلا أن نسب مجموع القروض المورقة في هاتين السنتين إلى إجمالي القروض الرهنية العقارية لسنتي 2007 و 2008 لم تتجاوز 1,87% و 1,56% على التوالي. ثم عرفت «YSP» انخفاضاً تدريجياً، لكن بشكل حاد، ابتداءً من سنة 2009 إلى غاية سنة 2012، أين وصلت «YSP» في نهاية هذه الفترة إلى ما دون الصفر، لتعاود ارتفاعها التدريجي من جديد في 2013 و 2014 (أنظر الشكل 50).

عند تحليلنا للتطور الحاصل لكل من معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية وفروق العائد، يتبين لنا بأن عمليتي توريق الديون الرهنية العقارية التي تمت في تونس سنتي 2006 و 2007، بمبادرة من بنك تونس العربي الدولي «BIAT»، لم يكن لها أثر مهم انعكس بصفة جلية على خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد، وهذا مرده إلى كون نسبة مجموع القروض المورقة إلى إجمالي القروض الرهنية العقارية الممنوحة لم تكن كافية بالمقدر الذي يسمح لهذا الأثر أن يظهر بشكل أوضح؛ وهذا مرده أيضاً ضعف حجم التمويل الرهني العقاري المقدم من طرف بنك «BIAT»، حيث كان لبنك الإسكان «Banque de l'Habitat» المملوك للدولة الدور المهيمن في سوق القرض الرهني العقاري خلال هذه الفترة.

أما في الجزائر، فلقد شهدت معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية، كما يظهر في الشكل 49، انخفاضاً محسوساً خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2004، حيث تراوحت نسبة هذا الانخفاض ما بين 1,50% وإلى ما يقارب 10,00%، ثم عرفت «TEG» بعد ذلك استقراراً تاماً عند معدل 8,00% إلى غاية نهاية 2014 (أنظر الشكل 49). وعرفت فروق العائد «YSP» تقلباً من سنة 2000 إلى 2007 ثم استقراراً عند معدل 3,65% من سنة 2008 إلى 2014، حيث شهدت معدلات «YSP» انخفاضاً خلال الفترة 2000-2002، تراوحت نسبته من ما يقارب 13% سنة 2001 إلى ما يفوق 50% سنة 2002، ثم ارتفاعاً في 2003 و 2004 بنسبة 86,63% و 52,28% على التوالي، تلاه انخفاض في 2005 ثم ارتفاع فانخفاض فارتفاع من سنة 2006 إلى 2008 (أنظر الشكل 50).

عند تحليلنا للتطور الحاصل لكل من معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية وفروق العائد، يتبين لنا بأن عملية التوريق الوحيدة للقروض الرهنية العقارية المملوكة لبنك التنمية المحلية «BDL» سنة 2003، والتي تمت من قبل شركة إعادة التمويل الرهني «SRH»، لم يكن لها أي أثر في خفض تكلفة الائتمان

الممنوح للأفراد ويعود ذلك حسب تصورنا لعدة اعتبارات أهمها: (i) قبل سنة 1999 كان التمويل الرهني العقاري مقتصرًا وبصفة حصرية على المؤسسة العمومية المتمثلة في الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP» الذي تحول إلى بنك بعد برنامج الإصلاح الذي قامت به الجزائر، ومع ذلك بقي ولا يزال «CNEP» إلى يومنا هذا يستحوذ على حصة الأسد للتمويل الرهني العقاري في السوق¹؛ (ii) أن عملية إعادة تمويل محافظ القروض الرهنية العقارية لبنك «BDL» تمت منذ سنة 1999، أي قبل عملية التوريق واستمرت إلى غاية سنة 2006؛ (iii) بالإضافة إلى بنك «BDL» وبنك «CNEP» العموميان هناك ثلاث بنوك عمومية أخرى (CPA و BNA و BEA) تتوفر على سيولة مرتفعة وتقدم هي الأخرى قروض رهنية عقارية بآجال استحقاق تفوق 30 سنة. (iv) أن حجم إصدار التوريق لسنة 2003 (المقدر بـ 32.043.424,00 \$) لا يمثل سوى 28% من المبلغ الإجمالي لإعادة تمويل القروض الرهنية العقارية لبنك «BDL» من طرف «SRH» (المقدر بـ 114.814.706,23 \$)، أي أن ما يفوق 70% من حجم إعادة التمويل لقروض بنك «BDL» الذي قامت به «SRH» لم يكن من موارد عملية التوريق.

ثالثًا: تحليل تباين أثر التوريق على تكلفة الائتمان:

حاولنا من خلال دراستنا هذه تقدير، وبشكل تطبيقي، حجم الأثر الذي يُحتمل أن تُحدثه عمليات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على تكلفة الائتمان الممنوح للأفراد في بلدان شمال إفريقيا، على اعتبار أن التغيير في تكلفة الائتمان المُمول من عمليات التوريق هو انعكاس لأداء السوق الثانوية. لقد تبين لنا بعد رصد تطورات كل من المعدلات الفعلية الإجمالية «TEG» وفروق العائد «YSP» أن هناك تباين في أثر التوريق على تكلفة الائتمان بين بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، وهو ما يعكس، كما قلنا، تباين في أداء الأسواق الثانوية العقارية لهذه البلدان الثلاث.

لقد كان لعمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية لمؤسسة القرض العقاري والسياحي «CIH» في المغرب أثر انعكس إيجاباً على أداء السوق الثانوية العقارية، وذلك من حيث توفير هذه الأخيرة للبنوك مصدر تمويل خارج الميزانية، ساهم حتى ولو بجزء بسيط في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد، ويعود هذا الأثر حسب تقديرنا، من جهة، إلى حجم عمليات التوريق التي تمت، ومن جهة أخرى، إلى كون القرض العقاري والسياحي «CIH» البنك المهيمن على نشاط سوق التمويل العقاري في المغرب.

¹ Beltas, Abdelkader. **Housing and Housing Finance in Algeria: Opportunities and Challenges**. HOUSING FINANCE INTERNATIONAL: The quarterly journal of the International Union for Housing Finance, 3 March 2008, Vol. XXII No, pp. 13-20.

ولأن حصة بنك تونس العربي الدولي «BIAT» في سوق التمويل الرهني العقاري لم تكن بالحجم الكافي، ونظراً لكون البنك المستحوذ على دعم الدولة وعلى حصة الأسد في سوق التمويل العقاري، المتمثل في بنك الإسكان «Banque de l'Habitat»، يتمتع بوفرة في السيولة، فإن هذا الأمر انعكس سلباً على نشاط التوريق الذي يعتبر أحد أنشطة السوق الثانوية، فكان حجم إصدارات التوريق متواضعاً جداً مقارنة بالمغرب، لذا لم نلمس، وفقاً لدراستنا هذه، أثراً جلياً لعمليات التوريق التي تمت في تونس على أداء السوق الثانوية العقارية من حيث خفضها لتكلفة الائتمان المقدم للأفراد. أما في الجزائر، فإن وفرة السيولة التي تتمتع بها البنوك العمومية، والاعتماد على الوضعية المالية المريحة للدولة الناجمة عن ارتفاع مداخيل النفط، ساهمت حسب تقديراتنا بشكل كبير في إضعاف نشاط السوق الثانوية العقارية من حيث كونها أحد أهم مصادر التمويل طويلة الأجل، وهذا رغم الحجم المرتفع والمتزايد كل سنة للطلب المعبر عنه فيما يخص الاحتياج في عدد الوحدات السكنية، إذ لم تشهد السوق الثانوية العقارية في الجزائر سوى عملية واحدة لإصدار سندات التوريق، وبمبلغ ضئيل جداً، حتى مقارنةً بتونس. لذا وفقاً لتقديراتنا لم يكن لعملية التوريق هذه أي أثر محسوس في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد.

المطلب الثاني: أثر التوريق على توافر الائتمان

لقد كان توريق الديون أحد التغييرات الأساسية في تمويل البنوك في العقود الأخيرة، فاستناداً إلى قاعدة البيانات المتخصصة في جمع بيانات التوريق «Asset-Backed Alert»، فإنه في سنة 2006 لوحدها تم توريق قروض شركات قيمتها 155 بليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية. تتمتع البنوك الأكثر انخراطاً في التوريق بقيود قليلة على الائتمان، خاصةً في الفترات العادية التي لا تكون فيها أزمات، حيث يقلل التوريق من متطلبات رأس المال مما يعطي البنوك حرية أكبر في إصدار القروض. ومن خلال السماح للبنوك بتحويل قروضها غير السائلة إلى أموال سائلة، يخفض التوريق موجودات البنوك من الأوراق المالية السائلة ويزيد في محافظ قروضها. سنقوم في هذا الجزء من البحث بدراسة وتحليل ومقارنة أثر توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على حجم المعروض الائتماني المتاح في بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة.

أولاً: المتغيرات الرئيسية المستخدمة في الدراسة

لتحليل أثر التوريق على المعروض الائتماني تستخدم قاعدة بيانات موسعة للأوراق المالية المدعومة بأصول أو على الأقل قاعدة بيانات للأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، وهو الشيء الذي لم يتوفر لنا في أي دولة من دول شمال إفريقيا، وذلك لعدم وجود أصلاً هكذا نوع قاعدة بيانات في هذه الدول.

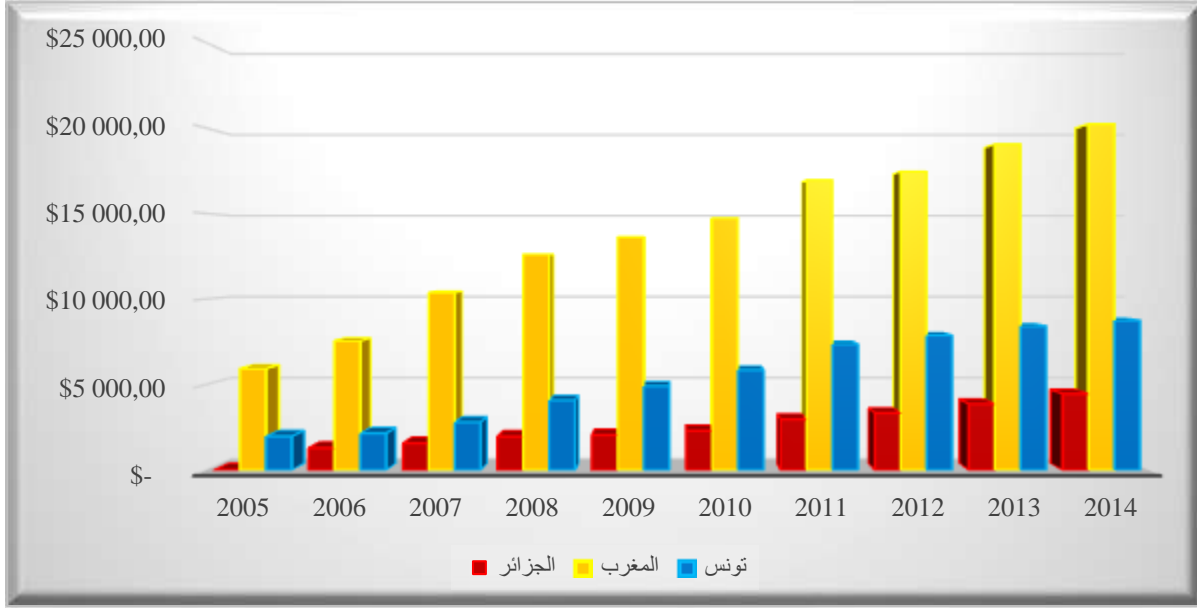
أحد المتغيرات الرئيسية التي تستخدم لدراسة هذا الأثر هو مبلغ القرض للفرد الواحد، حيث يفيد هذا المتغير في قياس نصيب الفرد من توافر الائتمان، ويتم الحصول عليه بقسمة إجمالي حجم القروض المنشأة في كل منطقة حضرية على عدد سكان هذه المنطقة، حيث يهدف هذا المتغير إلى السيطرة على الفرق في الحجم عبر المناطق الحضرية، إلا أن قاعدة البيانات التي منها يتم الحصول على حجم القروض المنشأة في كل منطقة حضرية غير متوفرة بالمرّة في بلدان شمال إفريقيا. كما لا توجد أي قاعدة بيانات في الدول المذكورة تحصي حصة المقترضين الممنوحة في المناطق المحرومة من أجل قياس المعروض من الائتمان الرهنّي العقاري في هذه المناطق ودراسة ما إذا كان المقترضون في المناطق المحرومة يتحصلون على ائتمان رهنّي عقاري أكثر مقاساً بحجم القروض التي تم إنشاؤها.

كما أن هناك متغيرات أخرى تستخدم في هذه الدراسة ولم يتسنى لنا الحصول عليها، مثل سعر شراء السوق الثانوية الذي يعتبر أحد المتغيرات المهمة في الدراسة والذي يحسب بقسمة حجم القروض المباعة للسوق الثانوية على المبلغ الإجمالي للقروض المنشأة، بالإضافة إلى متغيرات أخرى كمتوسط دخل الأسرة ومتوسط العمر ومعدل البطالة والنمو السنوي في مؤشر أسعار المساكن وعدد قروض المنازل الجديدة وغيرها من المتغيرات التي تعذر علينا الحصول عليها. وبالتالي، نظراً لعدم توفر هذه البيانات في أي دولة من دول شمال إفريقيا، سنعتمد على المتغيرين المتمثلين في حجم إصدارات التوريق ومقدار حجم الائتمان الرهنّي العقاري الممنوح في هذه الدول خلال فترة الممتدة من سنة 2005 إلى 2014، لدراسة أثر التوريق على حجم المعروض الائتماني الرهنّي العقاري لتوثيق النمو، إن وجد، في حجم القروض الرهنية العقارية إثر عمليات التوريق.

ثانياً: تحليل أثر التوريق على توافر الائتمان

عند معاينة تطور المبالغ الإجمالية للقروض الرهنية العقاري السكنية القائمة عند نهاية كل سنة في كل من الجزائر والمغرب وتونس، كما هو موضح في الشكل رقم 51، يظهر بأن هناك تزايد سنوي في عدد القروض العقارية السكنية الممنوحة في هذه البلدان الثلاث، ومن دون استثناء، خلال كامل الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2014.

الشكل رقم (53): تطور المبلغ الإجمالي للقروض الرهنية العقارية السكنية القائمة عند نهاية كل سنة بملايين الدولارات في الجزائر والمغرب وتونس



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر التالية:

- بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقارير السنوية 2007-2014.
- البنك المركزي التونسي، التقارير السنوية 2006-2014.
- Bank Al-Maghrib, Ventilation du crédit bancaire par objet économique, sur: <http://www.bkam.ma/>, le 10/01/2015.
- World Economic Outlook Database, January 2015.

في المغرب، تراوح مبلغ الزيادة السنوية في القروض العقارية السكنية الممنوحة ما بين 498 مليون دولار كحد أدنى و 2 817 مليون كحد أقصى، بينما تراوحت مبالغ الديون المورقة، كما رأينا (أنظر الشكل رقم 48) ما بين 45 مليون دولار كحد أدنى و 193 مليون دولار كحد أقصى. ومنه، فإن مبالغ الديون المورقة لا تعكس بصورة واضحة الزيادة السنوية في القروض الممنوحة لعدم وجود تناسب واضح ما بين مبالغ الديون المورقة والزيادة السنوية في مبالغ القروض الممنوحة، خاصة في السنوات التي شهدت توريق للديون الرهنية وبعدها، وأبرز مثال على ذلك هو تراجع حجم الزيادة في القروض الممنوحة سنة 2009، حيث قدرت الزيادة في القروض السكنية هذه السنة (2009) بـ 90 مليون دولار مقارنة بسنة 2008، بينما عرفت هذه الأخيرة (سنة 2008) زيادة قدرها 393 مليون دولار مقارنة بسنة 2007 (أنظر الجدول رقم 44).

الجدول رقم (44): الزيادة السنوية في مبالغ القروض الرهنية العقاري السكنية الممنوحة عند نهاية كل سنة بملايين الدولارات الأمريكية

	2005	2006	2007	2008	2009
الجزائر	-	\$ 1 293,94	\$ 1 573,04	\$ 1 966,47	\$ 2 056,51
الزيادة السنوية		-	\$ 279,11	\$ 393,42	\$ 90,04
المغرب	\$ 5 943,21	\$ 7 562,13	\$ 10 379,06	\$ 12 609,25	\$ 13 630,07
الزيادة السنوية		\$ 1 618,92	\$ 2 816,93	\$ 2 230,19	\$ 1 020,82
تونس	\$ 1 979,82	\$ 2 159,21	\$ 2 807,40	\$ 4 092,91	\$ 4 914,56
الزيادة السنوية		\$ 179,39	\$ 648,19	\$ 1 285,51	\$ 821,64

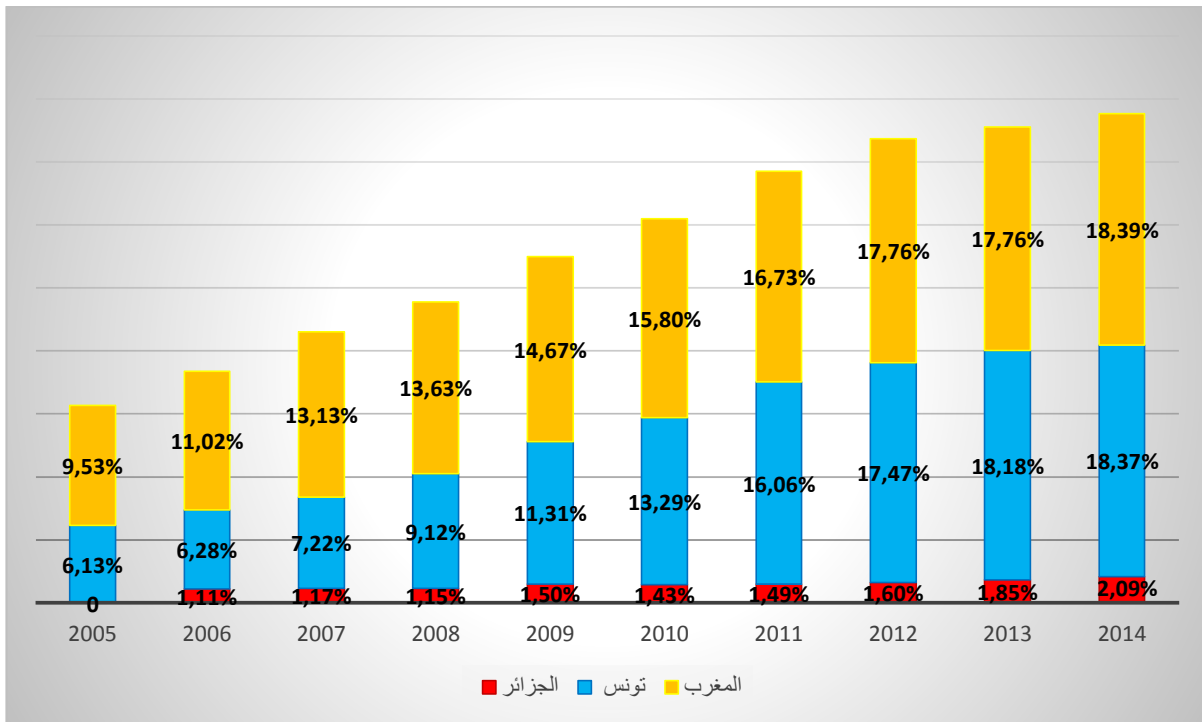
	2010	2011	2012	2013	2014
الجزائر	\$ 2 300,16	\$ 2 973,76	\$ 3 341,67	\$ 3 873,08	\$ 4 461,46
الزيادة السنوية	\$ 243,66	\$ 673,60	\$ 367,91	\$ 531,40	\$ 588,38
المغرب	\$ 14 724,98	\$ 16 954,28	\$ 17 452,27	\$ 19 049,38	\$ 20 231,72
الزيادة السنوية	\$ 1 094,90	\$ 2 229,31	\$ 497,99	\$ 1 597,10	\$ 1 182,34
تونس	\$ 5 855,51	\$ 7 358,09	\$ 7 869,47	\$ 8 410,22	\$ 8 745,85
الزيادة السنوية	\$ 940,96	\$ 1 502,57	\$ 511,38	\$ 540,75	\$ 335,63

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشكل رقم 53.

وفي تونس تراوح مبلغ الزيادة السنوية في القروض العقارية السكنية الممنوحة ما بين 179 مليون دولار كحد أدنى و1 503 مليون كحد أقصى، بينما بلغت مبالغ الديون المورقة (كما بيناه في الشكل رقم 48) 37,6 مليون دولار سنة 2006 و39 مليون دولار سنة 2007. هناك بالفعل طفرة في حجم زيادات القروض العقارية السكنية الممنوحة عقب إصداري التوريق، حيث زاد حجم القروض الممنوحة سنة 2008 عنه في سنة 2007 بـ 98% (1 285,51 مليون دولار)، كما هو مبين في الجدول أعلاه، لكن هذه الزيادات حتى وإن كان لعمليات التوريق المتعاقبة (سنتي 2006 و2007) تأثير عليها، إلا أن حجم التأثير يعتبر بسيط جداً كون مجموع إصداري التوريق يعادل 5% فقط من حجم الزيادة في القروض السكنية لسنة 2008، فالأثر الأكبر يعود إلى الزيادة في الناتج المحلي الخام، حيث سجلت نسبة إجمالي القروض العقارية السكنية إلى الناتج المحلي الخام ارتفاعاً محسوساً من سنة 2007 إلى 2008 قُدِّرَ بنقطتين قاعديتين، كما يبيئه الشكل رقم 52 أدناه. أما بالنسبة للوفرة الائتمانية القصوى التي شهدتها تونس سنة 2011 (ما يقارب

1 503 مليون دولار) فتعزى، من جهة، إلى ارتفاع الناتج المحلي الخام أين سجلت نسبة إجمالي القروض العقارية السكنية إلى الناتج المحلي الخام سنة 2011 ارتفاعاً بثلاث نقاط قاعدية مقارنةً بسنة 2010. ومن جهة أخرى، تعزى هذه الزيادة كذلك إلى القرار الذي أصدرته السلطات التونسية عقب اندلاع الثورة التونسية في الأيام الأخيرة من عام 2010، وما تلاها من أحداث إقليمية مماثلة، خاصةً ما تعلق بعمليات النزوح لمئات الآلاف من الليبيين، الأمر الذي تفتنت له الحكومة التونسية فقامت بإصدار قرار يعمل على تيسير إجراءات تملك الليبيين للعقارات على الأراضي التونسية، إلى جانب الجزائريين والمغاربة والفرنسيين، لكن القرار كان بشكل أكبر لأجل الليبيين الذين باتوا يقطنون في الأراضي التونسية بشكل دائم، مما ساهم في ارتفاع أسعار العقارات بشكل كبير عما كانت عليه قبل 2010 وإحداث انتعاش في القطاع العقاري بفضل الليبيين الذين أتوا محملين بعشرات الملايين من الدولارات والعملات الأوروبية، الأمر الذي ساهم بكل تأكيد في زيادة موارد الدولة من النقد الأجنبي والعملة الصعبة في ظل الظروف الاقتصادية الصعبة التي عانتها تونس بعد الثورة.

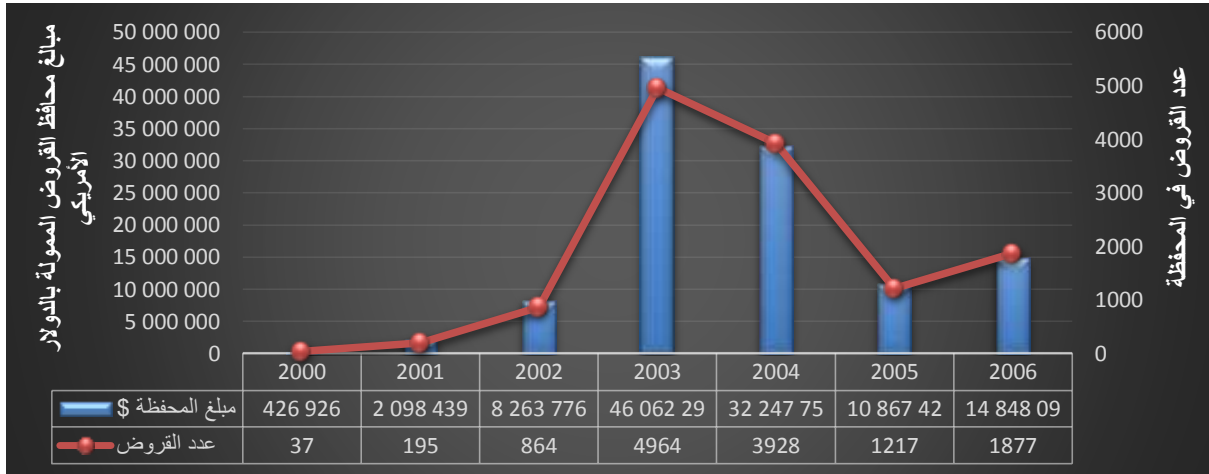
الشكل رقم (54): تطور إجمالي القروض العقارية السكنية القائمة عند نهاية السنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الخام في الجزائر والمغرب وتونس



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشكل رقم 53.

أما بالنسبة للجزائر، فإن الزيادة السنوية في حجم الائتمان، كما يظهرها الجدول رقم 44، كانت ضعيفة جداً مقارنةً بكل من المغرب وتونس، إذ تراوحت ما بين 90 مليون دولار كحد أدنى و588 مليون كحد أقصى، في حين قدر مبلغ إصدار التوريق الوحيد الذي عرفته الجزائر سنة 2003 بـ 32 مليون دولار. وعليه، فإن عملية توريق الديون الرهنية لم يكن لها أي أثر على توافر الائتمان في الجزائر، وتعزى الزيادة السنوية في حجم القروض السكنية إلى الزيادة في الناتج المحلي الخام، حيث يُظهر الشكل 52 زيادة سنوية بسيطة لنسبة إجمالي القروض العقارية السكنية إلى الناتج المحلي الخام، وهو ما يعكس الزيادة السنوية البسيطة في توافر الائتمان. تجدر الإشارة إلى أن إصدار التوريق الذي قامت به شركة إعادة التمويل الرهني «SRH» سنة 2003 كان تأثيره مقتصرًا على بنك «BDL» فقط، حيث عرفت سنة 2003 زيادة معتبرة في حجم القروض السكنية الممنوحة من طرف بنك «BDL» التي أعيد تمويلها من قبل شركة «SRH» (4964 قرض) كما هو موضح في الشكل 53.

الشكل (55): محافظ القروض السكنية لبنك «BDL» المعاد تمويلها من قبل شركة «SRH» خلال فترة الدراسة 2014-2000



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك التنمية المحلية «BDL».

ثالثاً: تحليل تباين أثر التوريق توافر الائتمان

استناداً إلى التحليل السابقة، فيما يتعلق بتأثير عمليات توريق الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية العقارية من حيث توافر الائتمان، وبالرجوع إلى الشكلين رقم 51 و52، فإنه يتبين لنا بأن الزيادة السنوية في حجم الائتمان الممنوح بالنسبة للبلدان الثلاث محل الدراسة لم تكن مرتبطة عموماً بعمليات التوريق التي تمت خلال كامل فترة الدراسة، وأن وفرة الائتمان كانت ترتبطها علاقة طردية بالزيادة في الناتج المحلي الخام لكل بلد من هذه البلدان الثلاث، وبالتالي لا يوجد هناك أثر ذو دلالة لعمليات توريق الديون الرهنية على الوفرة الائتمانية في كل من الجزائر والمغرب وتونس.

المطلب الثالث: أثر التوريق على تشتت المخاطر

يسمح التوريق للبنوك ببيع على نحو مختلف المنتجات غير القابلة للتسويق ونقل مخاطر الائتمان من القروض التي تم إصدارها إلى المستثمرين الراغبين في تحملها. ما هو متعارف عليه في الأدبيات أن البنوك تلجأ إلى توريق أصولها لأن التجميع والتقسيم إلى شرائح يؤدي إلى تنويع المخاطر وإلى تقاسم فعال للمخاطر بين العديد من المستثمرين، حيث يسمح تنويع المخاطر هذا بخفض أسعار الفائدة على القروض الرهنية العقارية وعلى أنواع أخرى من القروض. مع ذلك، فإن الدراسات التجريبية التي قامت بتحليل فعالية التوريق في تشتت المخاطر تعتبر محدودة.

تكمن دراسة تأثير التوريق على تشتت المخاطر في تقييم ما إذا ساعد التوريق البنوك على التقليل من أثر صدمات أسعار الفائدة خارج أوقات الأزمات، أي في الفترات التي تعمل فيها البنوك بشكل طبيعي؛ والقياس الكمي لأثر التوريق على متطلبات رأس المال مع الأخذ بعين الاعتبار وضعيات خارج الميزانية «Off-Balance Sheet» للبنوك، وتوثيق قدرة البنوك على تنويع التركيبة الجغرافية لأصولها الرهنية العقارية. يتم تقييم ما إذا ساعد التوريق البنوك على التقليل من أثر صدمات أسعار الفائدة من خلال اختبار العوامل المؤثرة على نمو مختلف أنواع القروض البنكية مع مرور الوقت، مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصية البنك وكذا عوامل الاقتصاد الكلي.

لدراسة العلاقة ما بين التوريق ونسب رأس المال الخاصة بالبنوك، يتم استخدام بيانات التقارير المالية ربع السنوية للبنوك التجارية للفترة محل الدراسة، ولأجل بناء قاعدة البيانات يتم احتساب نمو القروض والأصول المعدلة في ضوء التضخم مقياساً بنسبة التغير المطلق من ثلاثي معين إلى الثلاثي الذي يليه. يفترض الحصول على هكذا نوع بيانات من تقارير المركز المالي والإيرادات المحققة الربع السنوية للبنوك المركزية، إلا أننا وللأسف لم يتسن لنا الحصول على هذه البيانات بالنسبة للدول الثلاث محل الدراسة لعدم تضمن تقارير البنوك المركزية لهذه الدول ولا قواعد بياناتها على هذا النوع من البيانات. إضافة إلى ذلك فإنه لم يتسن لنا الحصول على بيانات حسابات تدفق الأموال (البيانات الفصلية عن إجمالي مبالغ القروض القائمة (غير المسددة) والمورقة لفئة القروض العقارية السكنية) في هذه البلدان الثلاث لاستخدامها في تحديد مستويات التوريق من خلال حساب معدلات التوريق الفصلية لفئة القروض الرهنية السكنية.

ونظراً لهذه الأسباب، فإنه يتعذر علينا دراسة تأثير التوريق على تشتت المخاطر في هذه البلدان الثلاث.

المطلب الرابع: أثر التوريق على السيولة

لقد أثبتت التجارب في البلدان التي عرفت انتشاراً واسعاً ونموً كبيراً لعمليات التوريق، كالولايات المتحدة الأمريكية مثلاً، أن التوريق قد أدى إلى سوق تتسم بالعمق والسيولة، التي فيها يمكن بيع القروض الرهنية العقارية. ولأن هذه السوق لها ميزة وفرة الحجم «Economies of Scale» فإنها تعتبر أكثر فعالية من مبيعات القروض الفردية*.

تهدف دراسة أثر التوريق على السيولة إلى توثيق النمو في عدد منشئي القروض والقائمين على إدارتها، وذلك في ظل الاستخدام المتزايد للتوريق. أي بمعنى آخر، تهدف إلى قياس مساهمة الاستخدام المتزايد للتوريق في زيادة نمو الجهات المنشئة للقروض والقائمة على إدارتها، حيث يتم اختبار أداء القروض المورقة كمجموعة فرعية لكل القروض الرهنية العقارية من خلال مقارنة معدلات التأخر «Delinquency Rates» لجميع القروض مقابل فقط تلك التي تم توريقها، وذلك خلال فترة الدراسة. ولتحقيق ذلك، يتعين اختبار ما إذا كان توزيع معدلات تأخر السداد بالنسبة لجميع القروض والقروض المورقة فقط هي نفسها. كما تهدف دراسة أثر التوريق على السيولة، كما أسلفنا، إلى تقييم النمو في الحجم والنوع ونسبة القروض الرهنية العقارية التي يتم توريقها وبيعها، والقيام بإجراء تحليل تجريبي لتقلب فروق العائد على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» لتحديد ما إذا قد تم تداول القروض الرهنية العقارية المورقة على نطاق محدود، من خلال دراسة ما إذا كان تقلب فروق العائد للأصول المورقة انخفض مع مرور الوقت وذلك بالتركيز على مؤشرات الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، على اعتبار أن المستثمرين قد اكتسبوا ثقة في قدرتهم على تحديد سعر هذه الأصول.

مما سبق ذكره، يتبين لنا بأن توريق الديون الرهنية العقارية ليس لها أي أثر على السيولة في بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، ذلك أن إصدارات التوريق في هذه البلدان كانت محدودة، كما رأينا، ولم تعرف هذه البلدان وتيرة متزايدة في اللجوء إلى التوريق، ففي الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014 عرفت المغرب خمسة إصدارات فقط (كانت في السنوات: 2002 و 2003 و 2008 و 2012 و 2014) تم فيها توريق قروض رهنية سكنية لمنشئين اثنين للقروض هما القرض العقاري والسياحي «CIH» والبنك المركزي الشعبي «BCP»، بينما عرفت تونس نفس الفترة إصداران اثنان، سنتا 2006 و 2007، تم فيهما توريق قروض رهنية سكنية لمنشئ واحد فقط تمثل في بنك تونس العربي الدولي «BIAT»، أما بالنسبة

* القروض الفردية أو القروض الشخصية «Personal loans» هي القروض الاستهلاكية التي يتم منحها لأغراض شخصية (كالعلاج والدراسة، وغير ذلك من الأغراض، أو لأجل مقتنيات استهلاكية)، حيث تتميز هذه القروض بأنها غير مؤمنة بضمان.

للجزائر فلم تعرف خلال هذه الفترة سوى عملية إصدار وحيدة سنة 2003، تم فيها توريق قروض رهنية سكنية لمنشئ واحد فقط تمثل في بنك التنمية المحلية «BDL». بالإضافة إلى ذلك، فإن عدد منشئي القروض الرهنية العقارية في هذه البلدان الثلاث يعتبر شبه ثابت، والزيادة في عدد الجهات المقرضة، بعد هيمنة لفترة طويلة من قبل المؤسسات الحكومية على التمويل الرهني العقاري (بنك «CIH» في المغرب وبنك الإسكان في تونس وبنك «CNEP» في الجزائر)، حدثت قبل إصدارات التوريق جراء الإصلاحات التي قامت بها هذه الدول، مما يعكس تدخل ولو غير مباشر من قبل حكومات هذه الدول في توجيه الجهات المانحة لهذا النوع من التمويل، فمن خلال دراستنا هذه لم يتم توثيق أي زيادة في نمو الجهات المنشئة للقروض الرهنية العقارية والقائمين على إدارتها في بلدان شمال إفريقيا، وهو ما يثبت عدم وجود أي أثر لتوريق الديون الرهنية العقارية على السيولة في هذه البلدان.

لم يتسن لنا القيام بإجراء تحليل تجريبي لتقلب فروق العائد على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» ودراسة ما إذا كان تقلب فروق العائد للأصول المورقة انخفض مع مرور الوقت بسبب غياب البيانات المتعلقة بتداول هذه الأوراق المالية في السوق الثانوية، خاصة مؤشرات الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري.

خلاصة الفصل الرابع:

لا يزال قطاع التمويل العقاري السكني متخلفاً في منطقة شمال إفريقيا برغم الحاجة القوية الحالية والمستقبلية لهذا النوع من التمويل. وتعتبر حادثة نظام تمويل الإسكان القائم على آلية السوق أحد الأسباب الجوهرية لهذا التخلف في المنطقة وحتى في منطقة الشرق الأوسط، مقارنةً بمناطق أخرى في العالم تعرف عراقةً وتطوراً في هذا المجال. إن إدخال نظام إعادة التمويل الرهني العقاري القائم على إنشاء مؤسسات متخصصة لم تعرفه منطقة شمال إفريقيا إلا أواخر القرن الماضي، إذ يعود تاريخ أول ظهور لمؤسسة مالية متخصصة في هذا المجال سنة 1997 في الجزائر، ثم توالى إنشاء هذا النوع من المؤسسات المالية في المغرب سنة 2001، بعدها في مصر وتونس سنة 2006. أما فيما يتعلق بوضع الإطار القانوني لتوريق الديون الرهنية فلقد كان بدايةً في المغرب سنة 1999، تلتها تونس ومصر سنة 2001، ثم الجزائر في 2006.

ولقد عرفت بلدان منطقة شمال إفريقيا أثراً متبايناً لعمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية على أداء الأسواق الثانوية العقارية لهذه البلدان، فبينما تم استبعاد مصر من الدراسة كون جميع فئات الأصول التي تم توريقها في هذا البلد لا تنتمي إلى فئة القروض الرهنية السكنية، عرفت المغرب أثراً واضحاً لعمليات توريق الديون على أداء السوق الثانوية انعكس إيجاباً من حيث توفير للبنوك مصدر تمويل خارج الميزانية، ساهم حتى ولو بجزء بسيط في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد. إلا أننا لم نلمس أثراً مماثلاً وبنفس المستوى لعمليات التوريق التي تمت في تونس، أما في الجزائر فإن وفرة السيولة التي تتمتع بها البنوك العمومية حالت دون أن يكون هناك أثر يذكر لعملية التوريق الوحيدة التي تمت على خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد. ومن خلال دراستنا هذه تبين لنا كذلك أنه لا يوجد هناك أثر ذو دلالة لعمليات توريق الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية من حيث زيادة حجم الائتمان المقدم في كل من الجزائر والمغرب وتونس، ذلك أن وفرة الائتمان كانت تربطها علاقة طردية بالزيادة في الناتج المحلي الخام لكل بلد من هذه البلدان الثلاث. أما فيما يتعلق بأثر التوريق على أداء السوق من حيث تشتت المخاطر فإن غياب البيانات الضرورية في هذه البلدان الثلاث حال دون دراسة هذا الأثر. كما أنه، ومن خلال دراستنا هذه، لم يتم توثيق أي زيادة في نمو الجهات المنشئة للقروض الرهنية العقارية والقائمين على إدارتها في بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، وهو ما يثبت عدم وجود أي أثر لتوريق الديون الرهنية العقارية على السيولة في هذه البلدان.

الختمة العامة

تمحور بحثنا هذا حول دراسة توريق القروض الرهنية العقارية السكنية وما له من تأثير على أداء السوق الثانوية في منطقة شمال إفريقيا، حيث سعينا إلى الإجابة عن مجموعة من التساؤلات التي انبثقت عن الإشكالية الرئيسية للدراسة وكانت بمثابة أربع محاور بحث، توصلنا من خلالها إلى خاتمة عامة ضمناها العناصر التالية:

1. الخلاصة العامة:

يعد التوريق من الممارسات الراسخة في الأسواق العالمية لرأس المال المقترض، فلقد حول تمويل الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية من سوق محلية إلى سوق عالمية. وعلى اعتبار أن التوريق هو عملية مالية جد متطورة استحدثت بهدف تحويل القروض العقارية السكنية إلى أوراق مالية، وكان لها أثر مهم جداً على النظام المالي العالمي، فإنه يتعين أن يولى استخدام هذه التقنية العناية اللازمة بأن تبنى على مجموعة من الركائز تكون شرطاً أساسياً لقيامها وإنجاحها، خاصةً مع تعدد الأسباب الرئيسية الكامنة وراء اختيار إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول بدلاً من سندات شركات، كإمكانية تخفيض تكاليف التمويل وتنويع موارده، والقدرة على إدارة المخاطر، وإدارة رأس المال التنظيمي، وتحقيق تمويل خارج الميزانية، إلى غير ذلك من الأسباب التي لن يتأتى تحقيقها إلا عبر هيكل التدفقات النقدية المستقبلية في عملية توريق الأصول لتعظيم العائد الإجمالي المتحصل عليه من بيع كل فئات السند المدعومة بواسطة مجمع أصول. فعلى الرغم من المزايا المتعددة التي يقدمها التوريق للأسواق المالية إلا أن هناك بعض المخاوف والشكوك التي أثرت حول الاستخدام المتزايد للتوريق وما يمكن أن ينجم عنه من آثار سلبية كالتقليل من فعالية السياسة النقدية والتأثير السلبي على البنوك وازدياد غموض مخاطرها، والتساهل في معايير الاكتتاب وسوء تصميم الأوراق المالية.

وتعد السوق الثانوية في الولايات المتحدة الأمريكية الأكبر والأوسع في العالم من حيث تداول قروض الرهن العقاري وتوريقها، حيث كان لنمو هذه الأسواق وتحسين أدائها عبر التوريق، من خلال تعبئة مجتمعات القروض الرهنية العقارية وبيعها للمستثمرين الذين يتلقون مدفوعات الفائدة ورأس المال، حافزاً رئيسياً للبحث في خيارات القرض الرهن العقاري المتاحة للأسر. فهناك على سبيل المثال من الظواهر، كالدفع المسبق للديون المضمونة برهن عقاري والعجز عن السداد، ما ينبغي أخذها في الحسبان عند تصميم هيكل التدفقات النقدية المتولدة، لما لها من آثار على السيولة النقدية التي تعود على الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري وتؤثر على تقييمها.

من خلال الدراسة النموذجية التي أوردناها في هذا البحث عن الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تمحورت حول دراسة دور التوريق في الأزمة الائتمانية لسنة 2008 ومحاولة القياس تجريبياً لأثر توريق الديون الرهنية الذي انعكس على أداء السوق الثانوية في أربع جوانب رئيسية في السوق هي: (1) خفض تكلفة الائتمان و(2) توافر الائتمان و(3) تشتت المخاطر و(4) توفير السيولة، وانطلاقاً من النتائج التي خلصت إليها هذه الدراسة التجريبية، تبين لنا بأن توريق الديون الرهنية في الولايات المتحدة الأمريكية كان له أثر بارز على أداء السوق الثانوية، فلقد أدى التوسع المستمر الذي عرفه معدل توريق القروض إلى تطور ونضج الأسواق بالنسبة لمختلف فئات الأصول الرهنية العقارية، منعكساً ذلك في شكل تكاليف تمويل منخفضة انتقلت مزاياها إلى المستهلكين، فلقد تم التوصل إلى أن زيادة 10% في معدل التوريق يرتبط بانخفاض، يتراوح ما بين 4 و12 نقطة أساس، في فروق العائد بالنسبة للقروض الرهنية العقارية الضخمة، كما أن أنشطة التوريق التي قامت بها المؤسسات تحت الرعاية الحكومية (GSE) خفضت من فروق الفائدة ما بين المعدلات الثابتة لأسواق القروض غير المطابقة والمطابقة خلال الفترة 1986-1998. كما كان لمشتريات السوق الثانوية تأثير إيجابي ومعتبر على مبالغ القروض الرهنية العقارية للفرد قبل الأزمة، حيث يعتبر أثر مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية الأكثر بروزاً على زيادة توافر القروض الرهنية العقارية، بينما تراجعت إنشاءات القروض الرهنية العقارية سنة 2007 مقارنةً بسنة 2006، حيث كان الانخفاض في الإنشاءات بمقدار 28%. وفي الفترة نفسها، تراجعت مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية بمقدار 46%، في حين ارتفعت مشتريات المؤسسات تحت الرعاية الحكومية من 217 إلى 232 مليار دولار، لكن تراجع إجمالي أنشطة السوق الثانوية بمقدار الثلث. وعملت مستويات التوريق العالية على توفير حماية ضد صدمات أسعار الفائدة غير الملائمة الناجمة عن التشديد في السياسة النقدية، فعند تفاعل القياس النقدي مع مؤشر التوريق تم التحصل على نتائج إيجابية وذات دلالة بالنسبة لعينة البنوك ككل والبنوك الصغيرة على حد سواء، وهذا يبين حقيقة أن التوريق بإمكانه التخفيف من بعض الآثار السلبية للسياسة النقدية على أنشطة الإقراض المصرفي، وتبين النتائج بأن القدرة على توريق القروض القائمة تزود البنوك بمصدر تمويل إضافي، دونما استنزاف لأصولها السائلة، وتساهم في نمو إنشاءات القروض، ولقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ما بين التوريق والمساهمة في رأس مال البنك، غير أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية، كما أن التحليل المنبثق عن هذه الدراسة لا يدعم فرضية أن التوريق يمكن أن يمنح البنوك فرصة للاحتفاظ برأس مال أقل. في حين، ومع أن التوريق أدى إلى ظهور سوق ثانوية تتمتع بالعمق والسيولة، عرفت فيه القروض الرهنية العقارية المورقة نمواً معتبراً وارتفاعاً في عدد منتجات الرهن العقاري، إلا أن أثر التوريق على السيولة لا يزال مثيراً للجدل ويتطلب المزيد من البحث.

لقد استشعرت الحكومات في الاقتصادات النامية أهمية التوريق وأهمية وجود سوق ثانوية لتوجيه الأموال نحو قطاع الإسكان، إذ يمكن للقروض الرهنية العقارية توسيع نطاق الإسكان لتلبية احتياجات الأسر ذات الدخل المنخفض وتعميق أسواق رأس المال في هذه البلدان، ففي بعض حالات الاقتصادات النامية، التي لديها سيولة مرتفعة، ساعد استحداث السوق العقارية الثانوية على تسهيل زيادة تطوير سوق الرهن العقاري.

مع أن إدخال النظام الحديث للتمويل العقاري القائم على آلية السوق، من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة لإعادة التمويل الرهني ووضع إطار قانوني للتوريق، لم تعرفه منطقة شمال إفريقيا إلا أواخر القرن الماضي، إلا أن بلدان هذه المنطقة، خاصة تلك المحددة في الدراسة، قد عرفت أثراً متبايناً لعمليات توريق القروض التي قامت بها على أداء أسواقها الثانوية، ولو كان هذا الأثر محتشماً. فمن خلال الدراسة التطبيقية التي قمنا بها حول أثر توريق القروض العقارية السكنية على أداء الأسواق الثانوية لبلدان شمال إفريقيا، أين تمحور هذا الأثر على الأداء حول تكلفة القروض السكنية الموجهة للأسر وحجم إنشاءات القروض وعدد الجهات المنشئة، إضافةً إلى تشتت المخاطر وسيولة الأسواق، توصلنا إلى مجموعة النتائج والاقتراحات الأهم التي سيأتي بيانها فيما يلي.

2. نتائج اختبار الفرضيات:

نستعرض فيما يلي نتائج اختبار الفرضيات التي تم الانطلاق منها في بداية هذا البحث كأساس للدراسة:

1- إن حجم إصدارات التوريق التي عرفتها منطقة بلدان شمال إفريقيا، كان متواضعاً جداً مقارنةً بمناطق أخرى فكان أثر هذه الإصدارات محتشماً هو الآخر، ولو كان هناك تباين لهذا الأثر ما بين دول المنطقة محل الدراسة، والذي يعكس بالضرورة تباين حجم إصدارات التوريق ما بين هذه الدول نفسها. فلقد كان لعمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية في المغرب أثر انعكس إيجاباً على أداء السوق الثانوية العقارية، وذلك من حيث توفير للبنوك مصدر تمويل خارج الميزانية ساهم حتى ولو بجزء بسيط في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد وهو ما لمسناه من انخفاض في معدلات الفائدة المطبقة على القروض العقارية السكنية في المغرب إثر عمليات التوريق التي تمت. إلا أننا لم نلمس أثراً مماثلاً وبنفس المستوى لعمليات التوريق التي تمت في تونس نظراً لكون البنك المستحوذ على دعم الدولة وعلى حصة الأسد في سوق التمويل العقاري (بنك الإسكان) يتمتع بوفرة في السيولة، فانعكس هذا الأمر سلباً على نشاط التوريق فكان حجم إصدارات التوريق متواضعاً

جداً مقارنة بالمغرب، ومنه لم نلمس، وفقاً لدراستنا هذه، أثراً جلياً لعمليات التوريق اعلى أداء السوق الثانوية العقارية في تونس من حيث خفضها لتكلفة الائتمان المقدم للأفراد. أما في الجزائر فإن وفرة السيولة التي تتمتع بها البنوك العمومية حالت دون أن يكون هناك أثر محسوس في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد، إذ لم تشهد السوق الثانوية العقارية في الجزائر سوى عملية واحدة لإصدار سندات التوريق، وبمبلغ ضئيل جداً، حتى مقارنةً بتونس. وعليه فإن صحة الفرضية الأولى تبقى صالحة بالنسبة للمغرب فقط ولا يمكن تعميمها على كامل دول المنطقة.

2- لم تؤدي إصدارات توريق الديون الرهنية العقارية إلى خلق حركية جديدة على مستوى الأسواق العقارية الثانوية لبلدان شمال إفريقيا محل الدراسة من حيث تنويع موارد التمويل بالنسبة للبنوك والإسهام في إحداث وفرة ائتمانية على مستوى هذه البلدان، إذ أن الزيادة السنوية في حجم الائتمان الممنوح بالنسبة للبلدان الثلاث محل الدراسة لم تكن مرتبطة عموماً بعمليات التوريق التي تمت خلال كامل فترة الدراسة، ذلك أن وفرة الائتمان كانت تربطها علاقة طردية بالزيادة في الناتج المحلي الخام لكل بلد من هذه البلدان الثلاث، وبالتالي لا يوجد هناك أثر ذو دلالة لعمليات توريق الديون الرهنية على الوفرة الائتمانية في كل من الجزائر والمغرب وتونس. وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الثانية.

3- لقد تعذر علينا دراسة أثر توريق الديون الرهنية على تشتت المخاطر بالنسبة لبلدان منطقة شمال إفريقيا محل الدراسة بسبب غياب البيانات المتعلقة بدراسة العلاقة ما بين التوريق ونسب رأس المال الخاصة بالبنوك، وغياب بيانات حسابات تدفق الأموال لاستخدامها في تحديد مستويات التوريق من خلال حساب معدلات التوريق الفصلية لفئة القروض الرهنية السكنية، وذلك في كل من الجزائر والمغرب وتونس. وعليه فإنه يتعذر علينا إثبات أو نفي صحة الفرضية الثالثة.

4- لم يتم توثيق أي زيادة في نمو الجهات المنشئة للقروض الرهنية العقارية ولا القائمين على إدارتها في جميع بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، ذلك أن إصدارات التوريق في هذه البلدان كانت محدودة، ولم تعرف هذه البلدان وتيرة متزايدة في اللجوء إلى التوريق خلال كامل فترة الدراسة، فلقد عرفت المغرب خمسة إصدارات تم فيها توريق قروض رهنية سكنية لمنشئين اثنين، بينما عرفت تونس خلال نفس الفترة إصداران اثنان تم فيهما توريق قروض رهنية سكنية لمنشئ واحد فقط، أما بالنسبة للجزائر فلم تعرف خلال هذه الفترة سوى عملية إصدار وحيدة تم فيها توريق قروض رهنية سكنية لمنشئ واحد فقط. بالإضافة إلى ذلك، فإن عدد منشئي القروض الرهنية العقارية في هذه البلدان الثلاث يعتبر شبه ثابت والزيادة في عدد الجهات المنشئة للقروض العقارية السكنية حدثت قبل

إصدارات التوريق جراء الإصلاحات التي قامت بها هذه الدول، وهو ما يثبت عدم وجود أي أثر لتوريق الديون الرهنية على سيولة الأسواق الثانوية لدول شمال إفريقيا. وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة.

3. نتائج البحث:

- بناءً على ما تقدم من بحث ودراسة لإشكالية بحثنا هذا فإنه يمكننا إجمالاً استخلاص النتائج التالية:
- يغطي التمويل المهيكل مجموعة واسعة من الأنشطة والمنتجات، وهو عبارة عن معاملة مالية متطورة تقتضي ترتيبات خاصة ومعقدة تُستخدم فيها الهندسة المالية، بحيث يسعى هذا النوع من التمويل ليحل محل التمويل الذي يعتمد على سوق رأس المال لتمويل الائتمان من خلال رعاية العلاقات المالية خارج القدرات البنكية للإقراض وتلقي الودائع (أي الاستغناء عن الوساطة المالية «Disintermediation»)، ولا يمكن بأي حال من الأحوال اعتبار التوريق على أنه التمويل المهيكل، حيث لا يعدو التوريق أن يكون مجموعة فرعية منه.
 - تعتبر المنشآت ذات الغرض الخاص «SPEs» من أهم وأقوى الأدوات المستخدمة في التمويل المهيكل بشكل عام والتوريق بشكل خاص، فهي تعتبر بمثابة العامل المحفز للمقرضين والمستثمرين على حد سواء، وذلك لتعدد استعمالاتها في هيكلة عمليات التمويل، بما في ذلك الحلول المهيكلية لإدارة المخاطر. ويمكن للمنشآت ذات الغرض الخاص أن تمارس نشاطها داخل الحدود الوطنية كما يمكن لها كذلك أن تنشط خارج حدود الدولة الأم بسبب سماتها الاعتيادية من حيث التمويل خارج الميزانية ومن حيث كونها منشأة بعيدة عن الإفلاس «Bankruptcy-remote».
 - للتوريق منتجات أغلبها مرتبط بالأدوات المشتقة، حيث تأخذ هذه الأدوات شكل عقود مستقبلية وعقود آجلة واتفاقيات مبادلة وعقود خيار بأنواعها، وهي تشمل مشتقات معدلات الفائدة ومشتقات العملة ومشتقات الأسهم ومشتقات السلع والمشتقات الائتمانية، بينما تعد مشتقات سعر الفائدة ومشتقات الائتمان أهم المشتقات التي يتم استخدامها وعلى نحو مشترك في معاملات التوريق.
 - تم في البداية إدراج تقنية التوريق كوسيلة للتمويل، إلا أنه عندما يتم الإشارة إلى التوريق على أنه وسيلة تمويل فإن النتيجة النهائية للمعاملة تكمن في استطاعة الشركة الحصول على حصيلة بيع الأصول وليس اقتراض الأموال، بينما تقتضي عملية توريق الأصل تحويل مجمع ما من الأصول إلى ورقة مالية أو عدد أكثر من الأوراق المالية التي يشار إليها كأوراق مالية مدعومة بأصول.

- يبنى التوريق على مجموعة من الركائز بحيث تكون شرطاً أساسياً لقيامه وإنجاحه، خاصةً مع تعدد الأسباب الرئيسية الكامنة وراء اختيار إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول بدلاً من سندات شركات، كما إمكانية تخفيض تكاليف التمويل وتنويع موارده، والقدرة على إدارة المخاطر، وإدارة رأس المال التنظيمي، وتحقيق تمويل خارج الميزانية، إلى غير ذلك من الأسباب التي لن يتأتى تحقيقها إلا عبر هيكل التدفقات النقدية في عملية توريق الأصول لتعظيم العائد الإجمالي المتحصل عليه من بيع كل فئات السند المدعومة بواسطة مجمع أصول.
- يفكك التوريق أصول الشركة إلى مجموعة من الأصول المالية المتنوعة أو إلى تيارات تدفقات نقدية، بحيث يتم فصل البعض من تلك المجموعات الجزئية المتنوعة من الأصول المالية عن الدائنين العامين (أي الدائنين غير المضمونين) للمنشئ ويستفيد فقط المستثمرون في الأوراق المالية المصدرة المدعومة بأصول. على هذا الأساس يرتكز التوريق على مبدأ أساسي مفاده أن هناك موازنة «Arbitrage» في المخاطرة إلى العائد تعمل على تقسيم التدفقات النقدية إلى شرائح، ونتيجة لذلك فإن مجموع الأجزاء يختلف عن الكل. وبالتالي فإن تجزئ صور التعرض المختلفة لمخاطر الائتمان ومخاطر أسعار الفائدة بإعطاء أفضليات لمختلف المستثمرين والذي يتم من خلال الهيكل في عملية التوريق يعود بالنفع على الاقتصاد.
- يكون توريق الديون عموماً مدعوم بأصول عالية الجودة وأموال نقدية محتفظ بها على سبيل أموال احتياطية، وقد يكون معززاً بزيادة حجم التعزيز الائتماني. وهذا يعني أن التسعير المنخفض نسبياً يأتي على حساب توفير تعزيز الائتمان لدعم توريق الديون.
- يعتبر التوريق ضروري لأي اقتصاد شأنه شأن الأسواق المالية المنظمة، لأن النتيجة النهائية لعملية التوريق المهيكلة بشكل صحيح هي إنشاء أوراق مالية قابلة للتداول مع سيولة أفضل للحقوق المالية، التي لولا عملية التوريق لبقيت صفقات ثنائية ولما أصبحت سائلة بدرجة عالية.
- للتوريق مزايا متعددة بالنسبة للأسواق المالية والاقتصاد، كإنتاجه للوساطة المالية وما تنطوي عليه هذه الأخيرة من مزايا اقتصادية، إلا أن هناك بعض المخاوف والشكوك فيما يتصل بالاستخدام المتزايد للتوريق، سواءً من جانب التقليل من فعالية السياسة النقدية وما ينجر عن ذلك من تأثير سلبي على البنوك وازدياد غموض مخاطرها، أو من جانب التساهل في معايير الاكتتاب وسوء تصميم الأوراق المالية.
- أدى التوسع المستمر الذي عرفه معدل توريق القروض في الولايات المتحدة الأمريكية إلى تطور ونضج السوق الثانوية في هذا البلد بالنسبة لمختلف فئات الأصول الرهنية العقارية، منعكساً ذلك في

شكل تكاليف تمويل منخفضة انتقلت مزاياها إلى المستهلكين. كما كان لمشتريات السوق الثانوية تأثير إيجابي ومعتبر على مبالغ القروض الرهنية العقارية للفرد، حيث يعتبر أثر مشتريات المؤسسات خارج الرعاية الحكومية الأكثر بروزاً على زيادة توافر القروض الرهنية العقارية. وعملت مستويات التوريق العالية على توفير حماية ضد صدمات أسعار الفائدة غير الملائمة الناجمة عن التشديد في السياسة النقدية. في حين، ومع أن التوريق أدى إلى ظهور سوق ثانوية تتمتع بالعمق والسيولة، عرفت فيه القروض الرهنية العقارية المورقة نمواً معتبراً وارتفاعاً في عدد منتجات الرهن العقاري، إلا أن أثر التوريق على السيولة لا يزال مثيراً للجدل ويتطلب المزيد من البحث.

- تعتبر حداثة نظام تمويل الإسكان القائم على آلية السوق أحد الأسباب الجوهرية لتخلف قطاع التمويل العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا وحتى في منطقة الشرق الأوسط، مقارنةً بمناطق أخرى في العالم تعرف عراقةً وتطوراً في هذا المجال، ولا يزال قطاع التمويل العقاري السكني متخلفاً في هذه المنطقة برغم الحاجة القوية الحالية والمستقبلية لهذا النوع من التمويل.

- على الرغم من إنشائها لمؤسسة مالية متخصصة تعد بمثابة كيان ذو غرض خاص «SPV»، والتي تمثلت في الشركة المصرية لإعادة التمويل العقاري «EMRC»، وبالإضافة إلى احتوائها على 7 شركات أخرى متخصصة في التوريق، إلا أن جميع فئات الأصول التي تم توريقها في دولة مصر لا تنتمي إلى فئة القروض الرهنية السكنية وهذا على الرغم من الحجم الكبير نسبياً للديون المورقة والذي قارب 2,5 مليار دولار، وعلى هذا الأساس تم استبعاد مصر من الدراسة.

- لم تعرف بلدان منطقة شمال إفريقيا أثراً مهماً لعمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية على أداء أسواقها الثانوية، وذلك مرده في الأساس إلى ضعف لجوئها إلى التوريق الذي ينبغي أن يشكل أساساً لظهور سوق رهن عقاري يتولى زمام تطوير الأسواق المالية المحلية وتوفير إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية الدولية، فلا يزال تطوير الأسواق الثانوية في المنطقة بطيئاً بسبب المرحلة الفتية للأسواق النقدية الأولية، مما يقف حاجزاً أمام دعم النمو الاقتصادي في منطقة شمال إفريقيا.

- على الرغم من أهمية الدور الذي تقوم به شركة إعادة التمويل الرهن في الجزائر (SRH) ودورها في العمل على إرساء إعادة تمويل مهيكّل للسكن فإنه يلاحظ انخفاض لجوء البنوك إلى هذه التقنية في ظل توفرها على سيولة عالية، الأمر الذي تعتبره البنوك تكلفة إضافية لها من جهة كما تعتبر من جهة ثانية أن معدلات إعادة التمويل التي تطبقها هذه الشركة تعد مرتفعة، وهو ما دفع هذه الشركة (SRH) إلى التوجه مؤخراً نحو نشاط التمويل الإيجاري.

4. الاقتراحات:

- بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة يمكن وضع الاقتراحات الرئيسية التالية:
- تعزيز البنية التحتية للأسواق العقارية، فعلى الرغم من أن أنظمة التسجيل لبعض دول شمال إفريقيا تنسم بالفعالية إلا أن بعضها الآخر لا يزال نطاقها محدوداً في بقية الدول الأخرى.
 - تعزيز مصداقية ضمانات الممتلكات، بما في ذلك العقارات السكنية، إذ هو مطلب عام لكل دول منطقة شمال إفريقيا.
 - إنشاء قواعد بيانات للإقراض الرهني العقاري خاصة بقطاع الإسكان، إذ تعد المعرفة الشاملة بالإقراض الرهني العقاري أمراً بالغ الأهمية بالنسبة لصانعي السياسات والمقرضين والضامنين والمستثمرين، لتحديد تكلفة المخاطر بشكل دقيق. ويتعين على السلطات المالية الأخذ بعين الاعتبار:
 - تحسين نوعية المعلومات الإحصائية المتاحة عن طريق التمييز بين القروض الرهنية العقارية، ما بين التمويل العقاري السكني والتمويل لأغراض أخرى (كتمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة)، وتصنيف القروض الرهنية العقارية إلى سكنية وخاصة بالمطورين (المقاولين) وتجارية.
 - تتبع القروض الجديدة وفقاً لتسمياتها الحديثة.
 - رصد وفقاً لمجموعات سنوية، نسب القرض إلى القيمة «LTVs»، ونسب سداد الدين إلى الدخل «DTI»، والقروض المتعثرة.
 - إضفاء الشفافية على الأسواق العقارية. ومن أجل تحسين نوعية المعلومات في سوق العقارات والحد من عدم اليقين، يتعين على الحكومات أن تنتظر في:
 - تطوير مؤشرات أسعار، وذلك باستخدام معلومات من سجلات الأراضي على وجه الخصوص، بما في ذلك الأسعار بوحدات وحدية (المتر المربع، الغرفة) والسيطرة على عوامل النوعية والموقع؛
 - تعزيز تحاليل الطلب على المساكن بناءً على قواعد بيانات توزيع الدخل وتفصيل الطلبات بحسب الوضعيات: مقيم/غير مقيم، وشرائح الأسعار، والمناطق الجغرافية؛
 - إنشاء مرصد أسواق حقيقية لرصد مؤشرات التوازن في السوق، مثل التوزيع الجاري والمستقبلي للوحدات السكنية، معدلات الشغور، سرعة بيع السكنات الجديدة،... الخ.
 - تعزيز قدرة واستقلالية صناعة التقييم.
 - التوعية بمزايا التوريق وتشجيع استخدامه كمصدر تمويل بديل مع تعزيز الأطر الاحترازية.

- العمل على تطوير وعصرنة الأنظمة المالية والمصرفية بما يكفل تعزيز الأنظمة التمويلية القائمة على آليات السوق.
- عصرنة وتطوير الإطار الذي يربط الرهن العقاري بالأوراق المالية، فأسواق السندات تعتبر غير متطورة في منطقة بلدان شمال إفريقيا وليس من المتوقع أن تسهم إسهاماً كبيراً في تمويل الإسكان على المدى القصير.

5. آفاق البحث:

بالنظر إلى الأهمية التي تكتسيها دراسة وتحليل الأثر الحاصل من توريق الديون الرهنية على أداء الأسواق المالية والاقتصاد وبالنظر إلى الأهمية تكتسيها دراسة مختلف جوانب التوريق وآثاره، فإن هناك مواضيع عدة وجوانب شتى، خاصةً فيما يتعلق بالبحوث والدراسات المتعلقة بالتوريق والتي تتناول بالدراسة دولاً أخرى غير الولايات المتحدة الأمريكية، هي بالأحرى في حاجة أكبر إلى المزيد من البحث والإثراء، ولا يسعنا في هذا المقام إلا ذكر البعض منها:

- العلاقة بين التوريق وعوائد سوق التمويل العقاري السكني في كندا أو أستراليا، أو دولة أخرى.
- أثر التوريق على السيولة المصرفية وإدارة التمويل.
- تأثير التوريق والتغييرات الهيكلية في أسواق الرهن العقاري على سلوك التسعير البنكي (في دولة ما).
- آثار التوريق على فروق العائد لقروض الرهن العقاري (في دولة ما).

تمت بحمد الله

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

I- الكتب:

1. بلطاس، عبد القادر. (2007) استراتيجية تمويل السكن في الجزائر. ط2. الجزائر: دار الأسطورة. ص. 200.
2. بلطاس، عبد القادر. (2001) الاقتصاد المالي والمصرفي: السياسات والتقنيات الحديثة في تمويل السكن. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
3. الدسوقي، إيهاب. (2000) اقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة - البورصة المصرية والأمريكية. القاهرة: دار النهضة العربية.
4. فتحي عثمان، حسين. (2002) التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني. موسوعة التوريق ج2. بيروت: اتحاد المصارف العربية.
5. فضلى، هشام. (2004) الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة: التوريق. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.
6. التمويل المنظم، مسرد مصطلحات عمليات التوريق، منشورات مؤسسة ستاندرد أند بورز، نيويورك.

II- المقالات:

7. الأسرج، حسين عبد المطلب. (يناير/ابريل 2005) آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار. مجلة مصر المعاصرة، العدد 478/477، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والاحصاء،
8. طالب، عمر،، غوفي، عبد الحميد. (2007) إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر - دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRH. مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، العدد الثاني.
9. ربحان، الشريف،، حمداوي، الطاوس. (جوان 2013) بورصة الجزائر: رهانات وتحديات التنمية. مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، عدد 34. عنابة: جامعة باجي مختار.

III- المؤتمرات:

10. العسري، عمر. (2009) البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي. المنظمة العربية للتنمية الإدارية (القاهرة). مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية: (شرم الشيخ (جمهورية مصر العربية)، 4-5 أبريل 2009).
11. مؤتمر اليورومني للاستثمار والتمويل العقاري، مايو 2009 ويونيو 2010، وزارة الاستثمار، جمهورية مصر العربية.

IV- القوانين:

❖ مصر:

12. قرار وزاري رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، الوقائع المصرية، العدد 81 (تابع) المؤرخ في 8 أبريل 1993.
13. القانون رقم 148 لسنة 2001 بإصدار قانون التمويل العقاري، الجريدة الرسمية للجمهورية المصرية، العدد 25 (مكرر) المؤرخ في 2001/06/24.
14. قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 المضاف طبقاً للقانون رقم 143 سنة 2004، الجريدة الرسمية للجمهورية المصرية، العدد 25 تابع أ في 2004/06/17.
15. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 المضاف طبقاً لقرار وزير الاستثمار رقم 46 لسنة 2004، الوقائع المصرية، العدد 260 تابع في 2004/11/18.
16. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق، المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم 139 لسنة 2006، الوقائع المصرية، العدد 93 المؤرخ في 2006/04/29.
17. قانون رقم 10 لسنة 2009 صادر بتاريخ 25 فبراير 2009 يتعلق بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، مجلس الشعب، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد 9 (مكرر) المؤرخ في 1 مارس 2009.
18. قرار جمهوري رقم 191 الصادر في 14 جوان 2009 يتعلق بالأحكام المنظمة لإدارة البورصة المصرية وشؤونها المالية، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد 24 (مكرر) المؤرخ في 14 جوان 2009.

❖ المغرب:

19. ظهير شريف بمثابة قانون رقم 1-93-211 يتعلق ببورصة القيم صادر في 21 سبتمبر 1993، الجريدة الرسمية عدد 4223 في 6 أكتوبر 1993.
20. ظهير شريف بمثابة قانون رقم 1-93-212 يتعلق بمجلس القيم المنقولة صادر في 21 سبتمبر 1993، الجريدة الرسمية عدد 4223 في 6 أكتوبر 1993.
21. ظهير شريف بمثابة قانون رقم 1-93-213 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، صادر في 21 سبتمبر 1993، الجريدة الرسمية عدد 4223 في 6 أكتوبر 1993، (المغير والمتمم بالقانون رقم 53.01).
22. ظهير شريف رقم 1-96-245 صادر في 9 جانفي 1997، الجريدة الرسمية عدد 4448 في 16 جانفي 1997.
23. ظهير شريف رقم 1-96-246 صادر في 9 جانفي 1997 بتنفيذ القانون رقم 96-35 المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام للقيود بعض القيم في الحساب، الجريدة الرسمية عدد 4448 بتاريخ 16 جانفي 1997.
24. ظهير شريف رقم 1-00-265 صادر في 1 سبتمبر 2000، الجريدة الرسمية عدد 4828 في 7 سبتمبر 2000.

25. ظهير شريف رقم 1-04-18 صادر في 21 أبريل 2004 القاضي، الجريدة الرسمية عدد 5207 في 26 أبريل 2004.
26. ظهير شريف رقم 1-06-13 صادر في 14 فبراير 2006 بتنفيذ القانون رقم 05-41 المتعلق بهيئات توظيف الأموال بالمجازفة، الجريدة الرسمية عدد 5404 في 16 مارس 2006.
27. ظهير شريف رقم 95-08-1 صادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06-33 المتعلق بتسديد الديون الناسخ للقانون رقم 98-10، المعدل والمتمم للقانون رقم 94-35 المتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول وكذا القانون رقم 01-24 المتعلق بعمليات الاستحفاظ، الجريدة الرسمية عدد 5684 في 20 نوفمبر 2008.
28. ظهير شريف رقم 21-13-1 صادر في 13 مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 12.43 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، الجريدة الرسمية عدد 6142 في 11 أبريل 2013.
29. ظهير شريف رقم 1.13.47 صادر في 13 مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 119.12 المغير والمتمم للقانون رقم 06.33 المتعلق بتسديد الديون والقانون رقم 01.24 المتعلق بعمليات الاستحفاظ، الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، عدد 6184 المؤرخ في 5 سبتمبر 2013.

❖ تونس:

30. قانون عدد 92 لسنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 يتعلق بشركات الاستثمار، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 52 المؤرخ في 2 أوت 1988.
31. قانون عدد 87 لسنة 1995 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 يتعلق بتنقيح واطماف القانون عدد 92 لسنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 المتعلق بشركات الاستثمار، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 89 المؤرخ في 7 نوفمبر 1995.
32. قانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 يتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 90 المؤرخ في 15 نوفمبر 1994.
33. أمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في أول نوفمبر 1999 يتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 93 المؤرخ في 19 نوفمبر 1999.
34. قانون عدد 83 لسنة 2001 المؤرخ في 24 جويلية 2001 يتعلق بإصدار مجلة مؤسسات التوظيف الجماعي، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 59 المؤرخ في 24 جويلية 2001.
35. ملحق لقرار وزير المالية المؤرخ في 31 جانفي 2002 المتعلق بالتأشير على ترتيب هيئة السوق المالية المتعلق بالصناديق المشتركة للديون وشركات التصرف فيها، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 12 المؤرخ في 8 فيفري 2002.
36. الأمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في 1 نوفمبر 1999 يتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة، المنقح والمتمم بالأمر عدد 1678 لسنة 2007 المؤرخ في 5 جويلية 2007.
37. قرار من وزير المالية مؤرخ في 29 أفريل 2010 يتعلق بالتأشير على ترتيب هيئة السوق المالية المتعلق بمؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية وبالتصرف في محافظ الأوراق المالية لفائدة الغير، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 41 المؤرخ في 21 ماي 2010.

38. مرسوم عدد 99 لسنة 2011 مؤرخ في 21 أكتوبر 2011 يتعلق بتنقيح التشريع المتعلق بشركات الاستثمار ذات رأس مال تنمية والصناديق المشتركة للتوظيف في رأس مال تنمية وتيسير شروط تدخلاتها، الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، عدد 81 المؤرخ في 25 أكتوبر 2011.

❖ الجزائر:

39. مرسوم تشريعي رقم 93-10 ممضي في 23 مايو 1993 متعلق ببورصة القيم المنقولة، وزارة المالية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 34 مؤرخة في 23 مايو 1993
40. أمر رقم 96-08 ممضي في 10 يناير 1996 متعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وزارة التجارة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 3 مؤرخة في 14 يناير 1996.
41. أمر رقم 96-10 ممضي في 10 يناير 1996 يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وزارة المالية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 3 مؤرخة في 14 يناير 1996.
42. نظام رقم 03-02 المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس 2003 متعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
43. القانون رقم 06 - 05 الصادر في 20 فبراير 2006 يتضمن توريق الديون الرهنية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 15 المؤرخ في 12 مارس 2006.

V- التقارير:

44. الإدارة المركزية للبحوث والدراسات، الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير الأداء ربع السنوي عن نشاط التمويل العقاري، الربع الثاني (إبريل - يونيو) 2014، ص ص. 5-7. (www.efsa.gov.eg).
45. بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقارير السنوية 2007-2014.
46. البنك المركزي المصري، قطاع البحوث والتطوير والنشر، النشرة الإحصائية الشهرية، الأعداد 110 ماي 2006، 122 ماي 2007، 134 ماي 2008، 147 جوان 2009، 158 ماي 2010، 170 ماي 2011، 182 ماي 2012، 194 ماي 2013، 206 ماي 2014.
47. البنك المركزي المغربي (Enquête trimestrielle de BANK AL-MAGHRIB sur les taux débiteurs)
48. البنك المركزي التونسي، التقارير السنوية 2006-2014.
49. تطورات نشاط التمويل العقاري في مصر، «Euromoney Egypt Housing Finance Conference: Funding, Promoting and regulating Housing Finance in Egypt»، 14 مايو 2007، وزارة الاستثمار، جمهورية مصر العربية.

I- Books:

1. Baig, Suleman., Choudhry, Moorad. (2013) **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
2. Bailey, Roy E. (2005) **The Economics of Financial Markets**. Cambridge: Cambridge University Press.
3. Banks, Erik. (2006) **Synthetic and Structured Assets: A Practical Guide to Investment and Risk**. West Sussex (UK): John Wiley & Sons.
4. BELTAS, Abdelkader. (2008) **LA TITRISATION: Instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire**. Alger: LEGENDE.
5. Bruyère, Richard., and all. (Translated by Gabrielle Smart) (2006) **Credit Derivatives and Structured Credit: A Guide for Investors**. England: John Wiley & Sons Ltd.
6. Caselli, Stefano., Gatti, Stefano. (2005) **Structured Finance: Techniques, Products and Market**. Heidelberg, Germany: Springer Berlin.
7. Cherubini, Umberto., Della Lunga, Giovanni. (2007) **Structured Finance: The Object-Oriented Approach**. England: John Wiley & Sons, Inc.
8. Chisholm, Andrew M. (2009) **An Introduction to International Capital Markets: Products, Strategies, Participants**. 2e éd. West Sussex (UK): John Wiley & Sons.
9. Choudhry, Moorad. (2002) **Credit Derivatives**. In Fabozzi, Frank J. (éd) *The Handbook of financial instruments*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
10. Choudhry, Moorad. (2005) **Fixed income securities and derivatives handbook: Analysis and Valuation**. Princeton, New Jersey: Bloomberg Press.
11. Choudhry, Moorad. (2010) **Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation**. Second Edition. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte, Ltd.
12. Choudhry, Moorad. (2013) **An introduction to credit derivatives**. Second Edition. Oxford: Ed Butterworth-Heinemann is an imprint of Elsevier
13. Choudhry, Moorad., Moskovic, David., Wong, Max. (2014) **Fixed Income Markets: Management, Trading, Hedging**. 2nd Ed. Singapore: Wiley.
14. Davidson, Andrew., et al. (2003) **Securitization Structuring and Investment Analysis**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons.
15. De la Torre, Augusto., Schmukler, Sergio L. (2007) **Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience**. USA: The World Bank & Stanford University Press Ed.
16. Deacon, John. (2004) **Global Securitisation and CDOs**. England: John Wiley & Sons Ltd.
17. Drake, Pamela Peterson., Fabozzi, Frank J. (2009) **Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons.
18. Drake, Pamela Peterson., Fabozzi, Frank J. (2010) **The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management**. New Jersey (USA): John Wiley & Sons.
19. Fabozzi, F J., Bhattacharya, A K., Berliner, W S. (2007) **Mortgage-Backed Securities**:
20. Fabozzi, Frank J. (2002) **Fixed Income Securities**. 2e éd. New York: John Wiley & Sons.

21. Fabozzi, Frank J. **The handbook of mortgage-backed securities.** 6th ed. New York: McGraw-Hill.
22. Fabozzi, Frank J., and all. (2007) **Fixed income analysis.** Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
23. Fabozzi, Frank J., and all. **Credit Derivatives Primer.** In FABOZZI, Frank J., CHOUDHRY, Moorad. (eds.) (2004) *The Handbook of European Structured Financial Products.* Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
24. Fabozzi, Frank J., Davis, Henry A., Choudhry, Moorad. (2006) **Introduction to Structured Finance.** New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
25. Fabozzi, Frank J., Dunlevy, John. (2002) **Nonagency MBS and Real Estate-Backed ABS.** In Fabozzi, Frank J. (éd). **Op. Cit.**
26. Fabozzi, Frank J., Kothari, Vinod. (2008) **Introduction to Securitization.** Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
27. Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. (2003) **Measuring and Controlling Interest Rate and Credit Risk.** Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
28. Fabozzi, Frank J., Mann, Steven V., Choudhry, Moorad. (2008) **Interest Rate Options and Related Products.** In Fabozzi, Frank J. (ed.) *Handbook of Finance, Volume I: Financial Markets and Instruments.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.,
29. Fabozzi, Frank J., Yuen, David. (2002) **Agency Mortgage-Backed Securities.** In Fabozzi, Frank J. (éd). **Op. Cit.**, pp. 339-340
30. Howells, Peter., Bain, Keith. (2007) **Financial markets and institutions.** 5e éd. Harlow (UK): Pearson Education.
31. Hull, John C. (2012) **Options, Futures, and Other Derivatives.** 8th edition. New Jersey: Prentice Hall PTR
32. Jones, David M., Rachlin, Ellen J. **Monetary Policy: How the Fed Sets, Implements, and Measures Policy Choices.** In Fabozzi, Frank J. (ed.). **Op. Cit.**
33. Kendall, Leon T. (1998) **Securitization: A New Era in American Finance.** In Kendall, Leon T., Fishman, Michael J. (Ed). *A Primer on Securitization.* England: The MIT Press
34. Kothari, Vinod. (2009) **Credit Derivatives and Structured Credit Trading.** Revised Edition. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte, Ltd.
35. Krebsz, Markus. (2011) **Securitization and Structured Finance Post Credit Crunch: A Best Practice Deal Lifecycle Guide.** West Sussex (UK): John Wiley & Sons.
36. LANCASTER, Brian P., SCHULTZ, Glenn M., FABOZZI, Frank J. (2008) **Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors.** Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
37. Leece, David. (2004) **Economics of the Mortgage Market: Perspectives on household decision making.** Oxford: Blackwell
38. Lyuu, Yuh-Dauh. (2004) **Financial engineering and computation: Principles, Mathematics, Algorithms.** United Kingdom: Cambridge University Press.
39. Madura, Jeff. (2010) **financial markets and institutions.** 9th ed. USA: *South-Western* Cengage Learning.
40. Mahmoud, El-Gamal. (2008) **Introduction to Islamic Finance.** In Fabozzi, Frank J. (ed.) *Handbook of Finance, Volume I: Financial Markets and Instruments.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

41. McDonald, Robert L. (2013) **Derivatives Markets**. 3rd ed. Boston (USA): PEARSON.
42. Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G. (2012) **Financial markets and institutions**. 7th ed. Boston: Prentice Hall.
43. Paxon, Dean., Wood, Douglass. (1998) **The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance**. 1st ed. Massachusetts (USA): Blackwell.
44. Sundaresan, Suresh. (2009) **Fixed Income Markets and Their Derivatives**. Third Edition. USA: Ed Academic Press is an imprint of Elsevier.
45. Tavakoli, Janet M. (2008) **Structured Finance and Collateralized Debt Obligations: New Developments in Cash and Synthetic Securitization**. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
46. Wiedemer, John P., Baker, J. Keith. (2013) **Real Estate Finance**. 9th ed. OHIO (USA): Cengage Learning.

II- Articles:

47. Ambrose, Brent W., Thibodeau, Thomas G. (2004) **Have the GSE affordable housing goals increased the supply of mortgage credit?**. *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 34, No. 3, pp. 263-273. [Online] Available at SSRN: <http://leeds.colorado.edu/asset/publication/ambrose2004mortgages.pdf>
48. Ambrose, Brent W., Buttimer, Richard., Thibodeau, Thomas. (2001) **A New Spin on the Jumbo/Conforming Loan Rate Differential**. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, November 2001, Vol. 23, No. 3.
49. Battaglia, Francesca., Gallo, Angela. (2013) **Securitization and systemic risk: An empirical investigation on Italian banks over the financial crisis**. *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, vol. 30(C).
50. Beltas, Abdelkader. **Housing and Housing Finance in Algeria: Opportunities and Challenges**. *HOUSING FINANCE INTERNATIONAL: The quarterly journal of the International Union for Housing Finance*, 3 March 2008, Vol. XXII No
51. BEN SALAH, Nesrine., FEDHILA, Hassouna. (2012) **Effects of Securitization on Credit Risk and Banking Stability: Empirical Evidence from American Commercial Banks**. *International Journal of Economics and Finance*, May 2012, Vol. 4, No. 5, Toronto: Canadian Center of Science and Education.
52. Black, Deborah G., Garbade, Kenneth D., Silber, William L. (1980) **The Impact of the GNMA Pass-through Program on FHA Mortgage Costs**. *The Journal of Finance*, September 5-7, 1980, Vol. 36, No. 2, Denver: Papers and Proceedings of the Thirty Ninth Annual Meeting American Finance Association.
53. BOUZAR, Chabha. (Juin 2010) **Revue Campus**, N°18, Tizi-Ouzou : Université Mouloud Mammeri.
54. Cabiles, Neil Adrian S. (2012) **Credit Risk Management through Securitization: Effect on Loan Portfolio Choice**. *Global Economy and Finance Journal*, September 2012, Vol. 5, No. 2.
55. Chui, Michael. **Derivatives markets, products and participants: an overview**. *IFC Bulletin* No 35 (February 2012). Available at: <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb35.htm>
56. Coval, Joshua., Jurek, Jakub., Stafford, Erik. (2009) **The Economics of Structured Finance**. *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2009, Vol. 23, No. 1

57. Estrella, Arturo. (2002) **Securitization and the Efficacy of Monetary Policy**. *Economic Policy Review*, May 2002, Vol. 8, No. 1, p. 3. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=831926>.
58. Feng, Mei., Gramlich, Jeffrey D., Gupta, Sanjay. (2009) **Special Purpose Vehicles: Empirical Evidence on Determinants and Earnings Management**. *Accounting Review*, November 1, 2009, Vol. 84, No. 6.; AAA 2007 Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper, p. 1834. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=931214> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.931214>
59. González-Rivera, Gloria. (2001) **Linkages Between Secondary and Primary Markets for Mortgages: The Role of Retained Portfolio Investments of the Government-Sponsored Enterprises**. *Journal of Fixed Income*, June 2001, Vol. 11, No. 1.
60. Greenbaum, Stuart I., Anjan V. Thakor. (1987) **Bank Funding Modes: Securitization Versus Deposits**. *Journal of Banking and Finance*, September 1987, vol. 11, north Holland: elsevier science publishers bv, pp. 379-401.
61. Hendershott, Patric H., Shilling, James D. (1989) **The Impact of the Agencies on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields**. NBER Working Paper No. 2646, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 2.
62. Heuson, A. J., Passmore, W., Sparks, R. (2001) **Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability**. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Novembre 2001, Vol. 23, No. 3.
63. Hill, Claire A. (1996) **Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons**. *Washington University Law Quarterly*, Vol. 74, No. 4.
64. Jobst, Andreas A. (2007) **A primer on structured finance**. England: *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, Vol. 13, No. 3.
65. Kolari, J. W., Fraser, D. R., Anari, A. (1998) The effects of securitization on mortgage market yields: A cointegration analysis. *Real Estate Economics*, Decembre 1998, Vol. 26, No. 4, American Real Estate and Urban Economics Association.
66. Leece, David. (2006) **Testing a Basic Theoretical Model of Mortgage demand on United Kingdom Data**. *Applied Economics*, Taylor & Francis (Routledge): SSH Titles, 38 (17), pp.2037-2051. <10.1080/00036840500426959>. <hal-00581865>
67. Liu, Benjamin. (2008) **The impact of securitisation and structural changes of Australian mortgage markets on bank pricing behavior**. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, vol. 1, No. 2, Inderscience Publishers.
68. Loutskina, Elena. (2011) **The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management**. *Journal of Financial Economics*, 9 June 2011, Vol. 100, No. 3, Elsevier B.V pages. pp. 663-684. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=677001> or <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11000389>
69. Loutskina, Elena., Strahan, Philip E. (2006) **Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates**. *Journal of Finance*, January 1, 2006, Vol. 64, pp. 861-889; AFA 2007 Chicago Meetings Paper. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=876427> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.876427>
70. McDonald, Daniel., Thornton, Daniel L. (2008) **A Primer on the Mortgage Market and Mortgage Finance**. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90 (1), pp. 31-45. Available at: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/01/McDonald.pdf>

71. McKenzie, Joseph A. (2002) **A Reconsideration of the Jumbo/Non-Jumbo Mortgage Rate Differential.** *Journal of Real Estate Finance and Economics*, September 2002, Vol. 25.
72. Naranjo, Andy., Toevs, Alden. (2002) **The Effects of Purchases of Mortgages and Securitization by Government Sponsored Enterprises on Mortgage Yield Spreads and Volatility.** *Journal of Real Estate Finance & Economics*, Vol. 25, No. 2, pp. 173–195. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=307804> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.307804>
73. Pais, Amelia. (2008) **Securitization and Rate Setting in the UK Mortgage Market.** *International Review of Finance*, March/June 2008, Vol. 8, Issue 1-2, pp. 57-80. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1138834> or <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2443.2008.00074.x>
74. Passmore, Wayne., Sherlund, Shane M., Burgess, Gillian. (2005) **The Effect of Housing Government-Sponsored Enterprises on Mortgage Rates.** *Real Estate Economics*, Septembre 2005, Vol. 33, No. 3.
75. Passmore, Wayne., Sparks, Roger., Ingpen, Jamie. (2002) **GSEs, Mortgage Rates, and the Long-Run Effects of Mortgage Securitization.** *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, September 2002, Volume 25, Issue 2-3.

III – Seminar:

76. GHERIS, Mohamed. (2004) **Finance, informalité et financement du logement au Maroc.** In : ATM-CREDES (Nancy, 25-26-27 mai 2004). *Droits et développement : 20e journée du développement.* Université Nancy 2. CREDES. Centre de recherche et de documentation économiques. France ; ATM. Association Tiers-Monde. France. (<http://www.univ-nancy2.fr/RECHERCHE/EcoDroit/Droitsetdevelop.htm>)
77. GHERIS, Mohamed. (2005) **Le financement du logement au Maroc : Des pratiques illégales mais efficaces – cas de la pseudo-hypothèque.** In: CODESRIA (Maputo: (Mozambique), 06–10 décembre 2005). XIe Assemblée générale. Conseil pour le développement de la recherche en sciences sociales en Afrique. (<http://www.codesria.org/IMG/pdf/gheris.pdf?1531/b504cfba75c92383ed2171c0b9af6e42acdb3fd2>).
78. Kennouche, Douadi. (1986) **le financement du logement en Algérie.** *Journées internationales d'étude «La promotion et la gestion immobilière»* organisées à l'occasion de la journée mondiale de l'habitat, Tipaza du 6 au 8 octobre 1986.
79. Siddiqui, Khurram Shakeel. The Institute of International Finance (IIF) MENA Regional Economic Forum (2014) **The Real Estate Sector: Opportunities and Risks**, MANAMA (BAHRAIN) 29-30 September 2014, p. 1. Online: <https://www.iif.com/file/6408/download?token=VvnieUDF> (Accessed: 02/01/2015).

IV – Theses:

80. El Kafrawy, Abdel Hamid. (2012) **Housing policy and finance in Egypt: extending the reach of mortgage credit.** Ph.D. thesis submitted to the School of Social & Political Sciences, College of Social Sciences, University of Glasgow, pp. 49-51. Available at: <http://theses.gla.ac.uk/3299>

81. Mayamou, Pascal Kengue. (2012) **La microfinance en Tunisie et en Egypte : un outil au service du développement local**. Thèse de doctorat en Sciences économique. Université Rennes 2 (France), pp. 289-392. (Document HAL Id: tel-00713847. <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00713847>).

V – Reports and Working Paper:

82. Arab Monetary Fund & International Finance Corporation. (2015) **Arab credit reporting guide**, p. 30. Available at: <http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/Publications%20n%20AMF/en/Arab%20Credit%20Report%20Guide.pdf>
83. Banque BIAT, **fonds commun de créances hypothécaires consenties à des particuliers cédées et gérées par la BIAT : FCC BIAT-CREDIMMO1**, Prospectus d'émission Mai 2006.
84. Banque Centrale de Tunisie, Bulletins Statistiques Financières, Années 2004 au 2015.
85. Banque d'Algérie, Bulletins statistiques trimestriels (www.bank-of-algeria.dz).
86. Banque d'Algérie. (2014) **Evolution économique et monétaire en Algérie**. Rapport Annuel, juillet 2015
87. Casu, Barbara., et al. (2010) **Does Securitization Reduce Credit Risk Taking? Empirical Evidence from US Bank Holding Companies**. working paper series No. 02/10, February 2010, City University London: Cass Business School. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1548361>.
88. Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF). (2015) **Housing finance in Africa: A review of some of Africa's housing finance markets**. 6th Edition 2015 yearbook, p. 25. Available at: www.housingfinanceafrica.org Centre for Affordable Housing Finance in Africa (CAHF). (2015) **Housing finance in Africa: A review of some of Africa's housing finance markets**. 6th Edition 2015 yearbook, p. 25. Available at: www.housingfinanceafrica.org.
89. Data Source: World Development Indicators: Urbanization, 2014
90. Dionne, Georges., Harchaoui, Tarek M. (2003) **Banks' Capital, Securitization and Credit Risk: An Empirical Evidence for Canada**, HEC Working Paper No. 03-01, January 2003. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=369501> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.369501>
91. Essene, Ren S., Apgar, William. (2007) **Understanding Mortgage Market Behavior: Creating Good Mortgage Options For All Americans**. Working Paper. Cambridge, MA: Joint Center for Housing Studies, Harvard University.
92. **Financement structuré : complexité, risque et recours aux notations** (juin 2005) Rapport trimestriel BRI.
93. Groupe du Secteur Financier, du Secteur Privé et de l'Infrastructure, Région Moyen-Orient et Afrique du Nord. Document d'évaluation de projet en vue de l'octroi d'un prêt d'un montant de 5,5 millions de dollars des Etats-Unis a la république Algérienne démocratique et populaire pour un projet d'assistance technique pour le développement du crédit hypothécaire. Rapport No 21446-Al. La Banque Mondiale, le 5 juin 2002.
94. Guenter, Franke., Jan Pieter, Krahen. (2005) **Default Risk Sharing between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations**. NBER Working Paper No. w11741, November 2005. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=844685>.

95. Hassler, Olivier. **Housing and real estate finance in Middle East and North Africa countries.** Financial Flagship Report. The World Bank, June 2011. p. 5. Online:<http://siteresources.worldbank.org/FINTMNAREGTOPPOVRED/Resources/MENAFlagshipHousingFinance.pdf> (Accessed: 10/07/2014)
96. **How economies in Middle East and North Africa (MENA) rank on the ease of registering property.** Doing Business 2015: Regional Profile 2015 Middle East and North Africa (MENA), 12th Edition, World Bank group flagship report, The International Bank for Reconstruction and Development, 2014.
97. **Interest Rate Differentials Between Jumbo and Conforming Mortgages.** (2001) United States Congressional Budget Office, 1995-2000. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
98. Islamic Banking and Finance in North Africa - **Past Development and Future Potential.** The African Development Bank report, 2011, pp. 19-43. Available at: http://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Project-and-Operations/Montage%20Islamic%20Banking%20Anglais_ENERGY%20mpa%20ENG%20Power%20Sector%20Emer....pdf
99. La Banque Mondiale. (2002) **Projet d'assistance technique pour le développement du crédit hypothécaire en Algérie,** Rapport N° 21446-AI, 5 juin 2002.
100. Lee, Sanghoon., You, Seung Dong. (2012) **The Price-to-income Ratio and the Quality of Life.** University of British Columbia Working Paper, p.p 1-2. Available at: <http://strategy.sauder.ubc.ca/lee/papers/price-to-income-ratio-Aug-2012.pdf>
101. Lehnert, Andreas., Sherlund, Shane M., Passmore, S. Wayne. (2006) **GSEs, Mortgage Rates, and Secondary Market Activities.** Finance and Economics Discussion Series, FEDS Working Paper No. 2005-07; FEDS Working Paper No. 2006-30, September 2006, Washington DC: Federal Reserve Board. [Online] Available at: <http://ssrn.com/abstract=658281> or <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2005/200507/200507pap.pdf>
102. Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 décembre 2009 au 12 mars 2010 du FPCT CREDILOG II.
103. Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 12 octobre 2010 au 12 janvier 2011 du FPCT CREDILOG I.
104. Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 14 mars au 14 juin 2011 du FPCT CREDILOG III.
105. Maghreb Titrisation, Compte rendu d'activité trimestriel du 16 avril au 16 juillet 2012 du FPCT SAKANE.
106. MERIS, **Al Rehab Securitization Company - First Issue 2012-2016,** Performance Overview, July 2014.
107. MERIS, **Al-Tawfeek for Securitization Company (ATS) – 1st Issue 2010-2015,** Performance Overview, July 2013.
108. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - 10th Issue 2013-2018,** New Issue Report, November 2013.
109. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - 9th Issue 2012-2017,** New Issue Report, December 2012.

110. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Eighth Issue 2011-2016**, Performance Overview, October 2013.
111. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Fifth Issue 2009-2014**, Performance Overview, December 2010.
112. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - First Issue 2005-2010**, Performance Overview, May 2008.
113. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Fourth Issue 2008-2013**, Performance Overview, February 2013.
114. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Second Issue 2006-2011**, Performance Overview, March 2011.
115. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Seventh Issue 2010-2015**, New Issue Report, December 2010.
116. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Sixth Issue 2010-2015**, New Issue Report, June 2010.
117. MERIS, **Contact Securitization Company S.A.E. (CSC) - Third Issue 2007-2012**, Performance Overview, March 2009.
118. MERIS, **Egyptian Arab Land Bank Bond Issue Backed by Asset Cover Pool Guaranteed by the Ministry of Finance - First Issue 2006-2013**, Performance Overview, July 2008.
119. MERIS, **Egyptian Securitization Company (ESC) – 1st Issue 2008-2012**, Performance Overview, April 2010.
120. MERIS, **Egyptian Securitization Company (ESC) – 2nd Issue 2009-2014**, New Issue Report, November 2009.
121. MERIS, **Egyptian Securitization Company (ESC) - 3rd Issue 2010-2017**, New Issue Report, November 2010.
122. MERIS, **El Taamir for Securitization Company (TSC) – 1st Issue 2009-2017**, New Issue Report, May 2009.
123. Mian, Atif R., Sufi Amir. (2008) **The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 U.S. Mortgage Default Crisis**. NBER Working Paper No. 13936, April 2008. [Online] Available at <http://www.nber.org/papers/w13936.pdf>.
124. Ministère de l'économie, des finances, de la privatisation et du tourisme. (janvier 2001) « **Évolution récente du secteur financier** », document de travail n°60.
125. Note d'information du FPCT CREDILOG IV: Titrisation de créances hypothécaires détenues par la CIH.
126. Note d'information du FPCT SAKANE :Titrisation de créances hypothécaires détenues par la BCP.
127. **Primary and Secondary Mortgage Markets** (Chapter 45), The Georgia Real Estate Commission & Appraisers Board, <https://www.grec.state.ga.us/infobase/table%20of%20contents%20pdf/Chapter%2045.pdf>
128. **Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation** (May 1992) Report of Division of Investment Management. WASHINGTON. D.C: United States Securities and Exchange Commission.
129. Rapport d'activité semestriel au 30 juin 2009 du fonds commun de créances FCC BIAT CREDIMMO 2, BO N° 341 9du jeudi 27 août 2009.

130. Sabry, Faten., Okongwu, Chudozie. (June 17, 2009) **Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets.** ASF NERA Report, American Securitization Forum.
131. Sector Evaluation Division, Independent Evaluation Group (World Bank). **Cluster project performance assessment report.** Report No: 55427. The World Bank, June 29, 2010. Sector Evaluation Division, Independent Evaluation Group (World Bank). **Cluster project performance assessment report.** Report No: 55427. The World Bank, June 29, 2010.
132. **Special Purpose Entities (SPEs) and the Securitization Markets** (February 1, 2002) The Bond Market Association, International Swaps & Derivatives Association, Securities Industry Association., p. 2. Available at: <http://www.isda.org/speeches/pdf/SPV-Discussion-Piece-Final-Feb01.pdf>
133. SRH, **Les condition de refinancement du crédit hypothécaire et modalité de suivi**, guide pratique, Octobre 2003.
134. SRH, **Notice d'information de l'emprunt obligataire**, Juillet 2003.
135. **The Joint Forum Report on Special Purpose Entities** (September 2009) Bank for International Settlements, Basel: Basel Committee on Banking Supervision, p. 2. Available at: www.bis.org.
136. The World Bank and The International Finance Corporation, **Doing Business, Regional Profile: Middle East and North Africa (MENA)**, Annual reports: 2012, 2013, 2014 and 2015. Available at: www.doingbusiness.org.
137. Thonabauer, Günther., Nösslinger, Barbara. (2004) **Guidelines on Credit Risk Management: Best Practices in Risk Management for Securitized Products.** Oesterreichische Nationalbank (OeNB), the Financial Market Authority (FMA), December 2004, Vol. 1, p. 28. Available at: http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=2139&t=1399217214&hash=3652e1d0c4fbc023644f266c68b1c522 or http://www.oenb.at/dms/oenbEN/publications/Financial-Market/Publications-of-Banking-Supervision/lf_securit_engl_tcm16-23501.pdf
138. Tunisie Titrisation, **Compte rendu d'activité annuel au 31 décembre 2006 du fonds commun de créances FCC BIAT-CREDIMMO I**, BO N° 2850 du jeudi 17 mai 2007.
139. World Economic Outlook Database, January 2015.
140. ZAHAF, Mahmoud. (2007) **Compte rendu d'activité semestriel au 30 juin 2007 du fonds commun de créances FCC BIAT CREDIMMO 2.** Rapport du commissaire aux comptes. B.O N°2914 du vendredi 17 août 2007.

VI – Other:

141. Benedikt, Goderis., et all. (2007) **Bank Behaviour with Access to Credit Risk Transfer Markets.** Bank of Finland Research Discussion Paper No. 4/2007. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1010101> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1010101>
142. Blinder, A. S., Flannery, M. J., Lockhart, B. G., **New Estimates of the Jumbo-Conforming Mortgage Spread.** Unpublished Paper, 2006.
143. Cotterman, Robert F., Pearce, James E. (1996) **The Effects of the Federal National Mortgage Association and the Federal Home Loan Mortgage Corporation on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields.** In *Studies on Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac*, edited by U.S. Department of Housing and Urban

Development, Office of Policy Development and Research, *Washington, D.C.*: Government Printing Office.

144. Dennis, Haensel., Jan Pieter, Krahn. (2007) **Does Credit Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market.** January 2007. [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=967430> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.967430>
145. Gorton, Gary B., Souleles, Nicholas S. (2006) **Special Purpose Vehicles and Securitization**, *The Risks of Financial Institutions*. Eds. Carey, M., Stulz, R., Chicago: University of Chicago Press for the NBER, p. 550. Available at: <http://www.nber.org/chapters/c9619.pdf> or at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=713782> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.713782>
146. Leroux, François. **LA TITRISATION**. Note pédagogique MIC n° 16. Available at: <http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf>.
147. Loutschina, Elena. (2005) **Does Securitization affect Bank Lending? Evidence from Bank Responses to Funding Shocks**, mimeo, March 2005.

ثالثاً: المراجع الإلكترونية:

1. بيانات البنك الدولي (databank.worldbank.org).
2. الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي (<http://www.amf.org.ae>).
3. موقع بوابة وزارة المالية التونسية (www.finances.gov.tn).
4. الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com).
5. الموقع الرسمي لبورصة تونس (www.bvmt.com.tn).
6. الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية لتونس (www.cmf.org.tn).
7. الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية (http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/mf_pages/laws_mof.htm).
8. الموقع الرسمي للشركة ما بين المهنيين للإيداع والمقاصة والتسوية (<http://www.sticodevam.com>)، التونسية للمقاصة (<http://www.tunisieclearing.com>).
9. الموقع الرسمي لمجلس القيم المنقولة (www.cdvm.gov.ma).
10. الموقع الرسمي لشركة النهوض بالمساكن الاجتماعية بتونس (<http://www.sprols.com.tn>).
11. Bank Al-Maghrib, Ventilation du crédit bancaire par objet économique, sur: <http://www.bkam.ma/>, le 10/01/2015.
12. Ernst & Young. (2013) **The growing crisis of affordable housing in MENA**. available at: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA/\\$File/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA/$File/The_growing_crisis_of_affordable_housing_in_MENA.pdf).
13. <http://www.businessdictionary.com/definition/financial-capital.html>
14. <http://www.casablanca-bourse.com>

15. <http://www.cosob.org>, <http://www.sgbv.dz>, COSOB, **Rapport annuel 2014**
16. <http://www.cosob.org/ar/algerie-clering>, COSOB, Rapport annuel 2013
17. <http://www.cosob.org/iob>
18. <http://www.cosob.org/opcvm>
19. <http://www.egx.com.eg>- <http://www.egx.com.eg>
20. <http://www.qfinance.com/dictionary/financial-capital>
21. L'organisation du marché financier Tunisien
(www.everyoneweb.fr/WA/DataFilesmgabsi.com/MF2.pdf)
22. Mian, Atif R., Sufi Amir. (2008) **The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis**. December 12, 2008 [Online] Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1072304> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1072304>.
23. Sarkisyan, Anna., Casu, Barbara., Clare, Andrew., Thomas, Steve. (October 19, 2009) **Securitization and Bank Performance**. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1490925> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1490925>
24. SGBV, **Rapport d'Activité 2010**, Mars 2011, <http://www.cosob.org>, <http://www.sgbv.dz>
25. Site officiel Al AMANA Microfinance (<http://www.alamana.org.ma>).
26. Site officiel ATTAWFIQ Microfinance (<http://www.fbpmc.ma>).
27. Site officiel ENDA INTER-ARABE (<http://www.endarabe.org.tn>).
28. Taux moyens pondérés mensuels des émissions du Trésor du Janvier 2000 au Décembre 2014 (<http://www.bkam.gov.ma>).

الملاحق

الملحق رقم 1: الأشكال البيانية لتكلفة متغيرات الائتمان

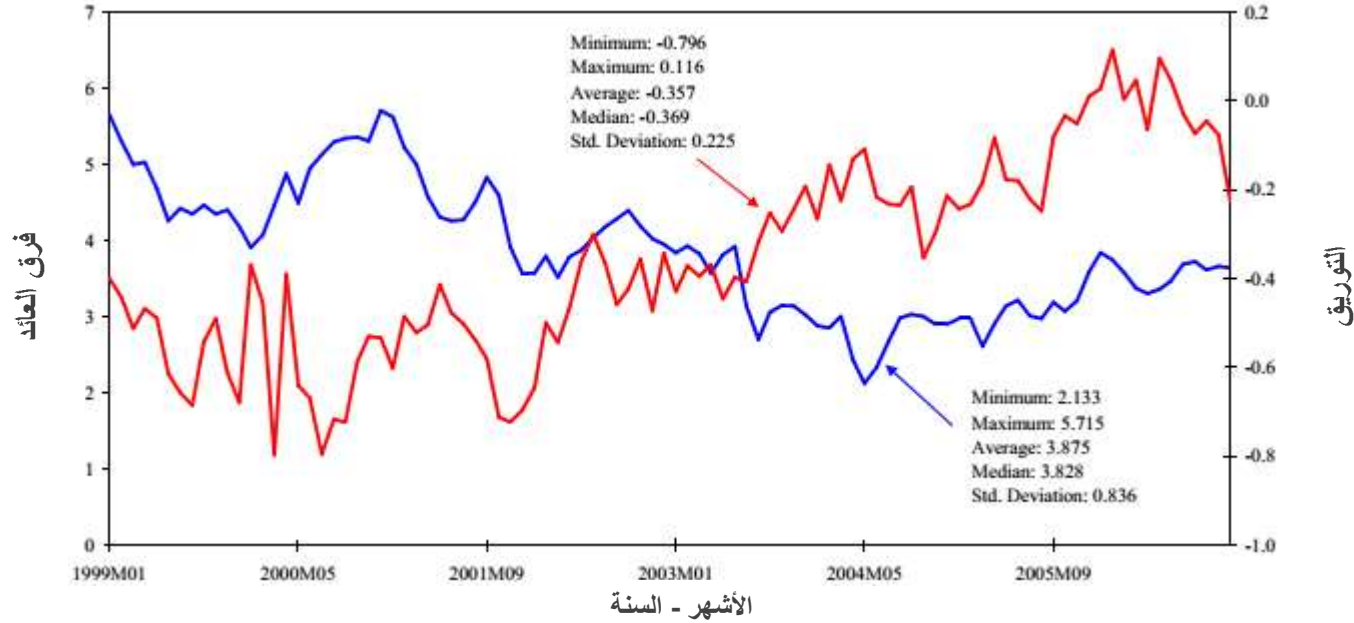
الدراسة النموذجية - الولايات المتحدة الأمريكية

الملحق رقم 1

الاختبار 1

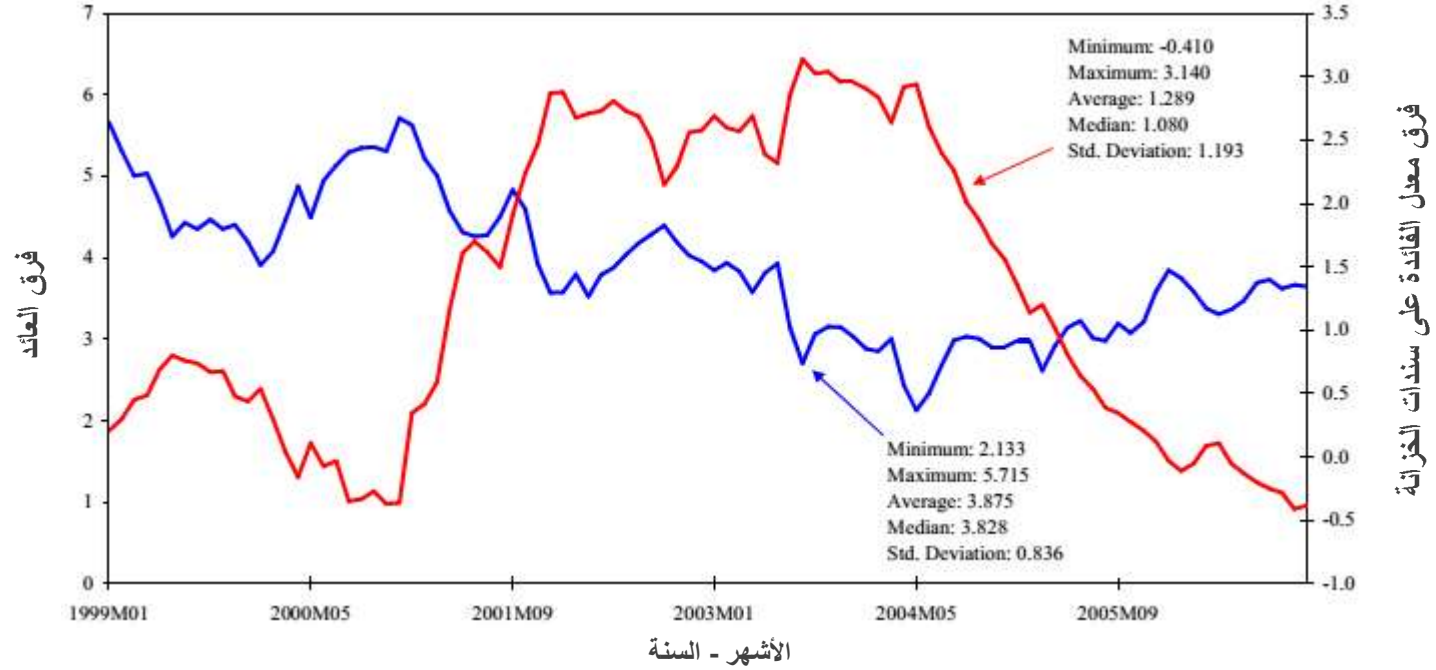
القروض السكنية عالية المخاطر

معامل الارتباط: -0.655



YSP = متوسط سعر فائدة السوق الأولية للقروض عالية المخاطر (من LoanPerformance) - معدل الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات
SEC = مَحول إلى لوغاريتم- المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية عالية المخاطر مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية
عالية المخاطر (مستسقاءة من LoanPerformance، بتحجيم أرقام الاحتياطي الفيدرالي)

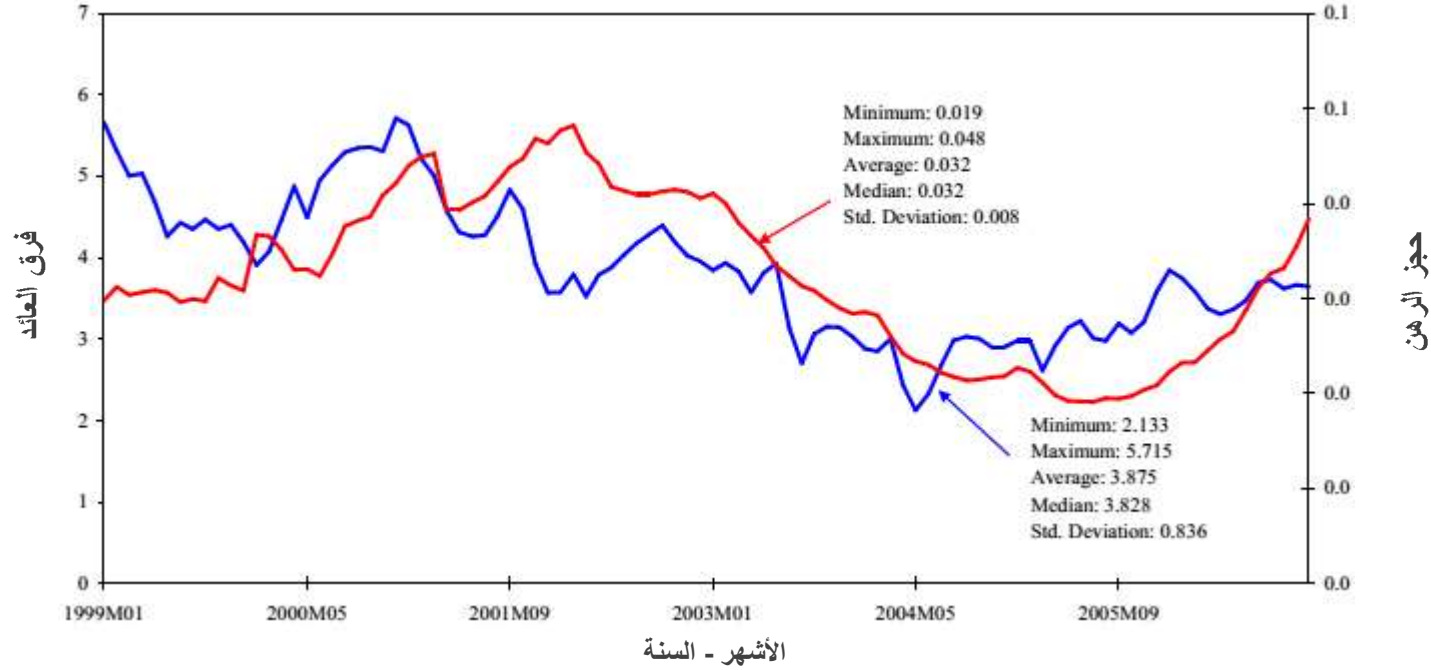
الملحق رقم 1
الاختبار 1
القروض السكنية عالية المخاطر
معامل الارتباط: -0.449



— YSP = متوسط سعر فائدة السوق الأولية للقروض عالية المخاطر (من LoanPerformance) - معدل الخزنة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات
— PRS = الفارق بين معدل الفائدة على سندات الخزنة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات ومعدل الفائدة على أدون الخزنة بأجل استحقاق ثابت 1 سنة (البيانات مستسقة من الاحتياطي الفيدرالي)

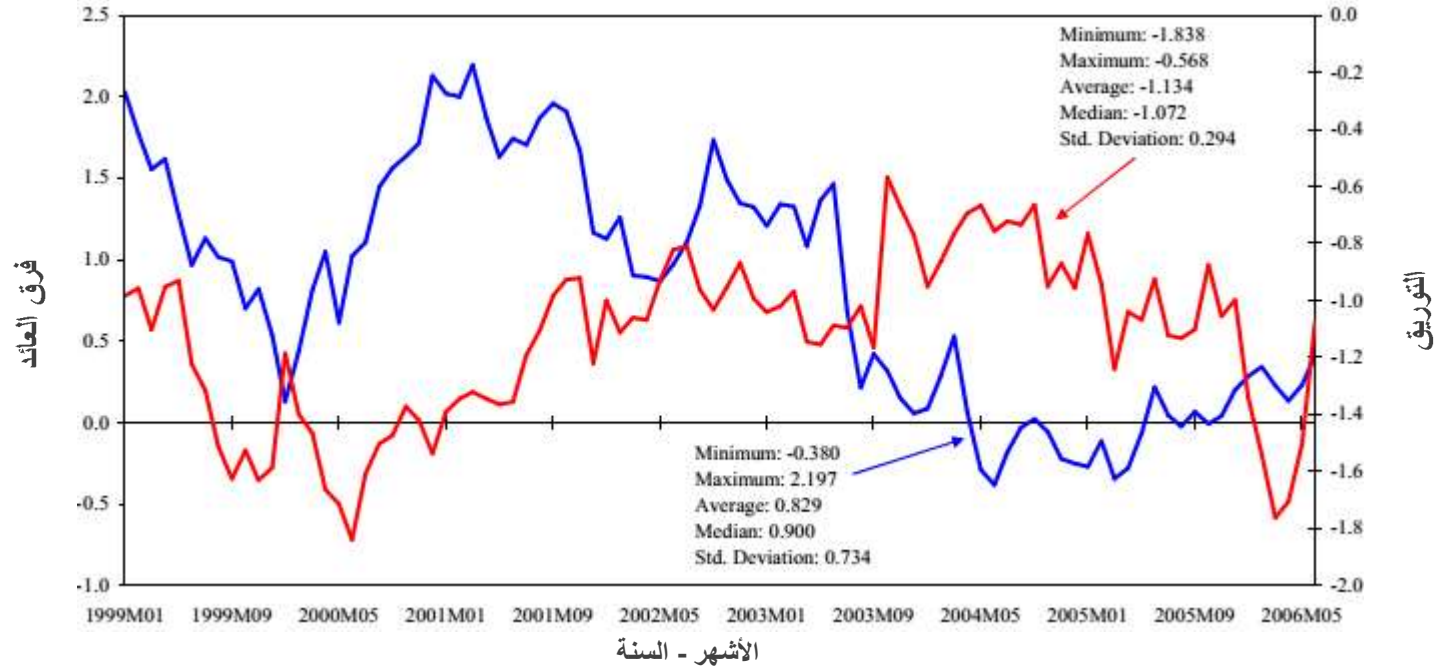
الملحق رقم 1
الاختبار 1
القروض السكنية عالية المخاطر

معامل الارتباط: 0.590.



YSP = متوسط سعر فائدة السوق الأولية للقروض عالية المخاطر (من LoanPerformance) - معدل الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات
DFL = معدل حجز الرهن «Foreclosure Rate» بالنسبة للقروض الرهنية العقارية عالية المخاطر من LoanPerformance

الملحق رقم 1
الاختبار 2.1
القروض السكنية الضخمة (فترة كاملة)
معامل الارتباط: -0.274

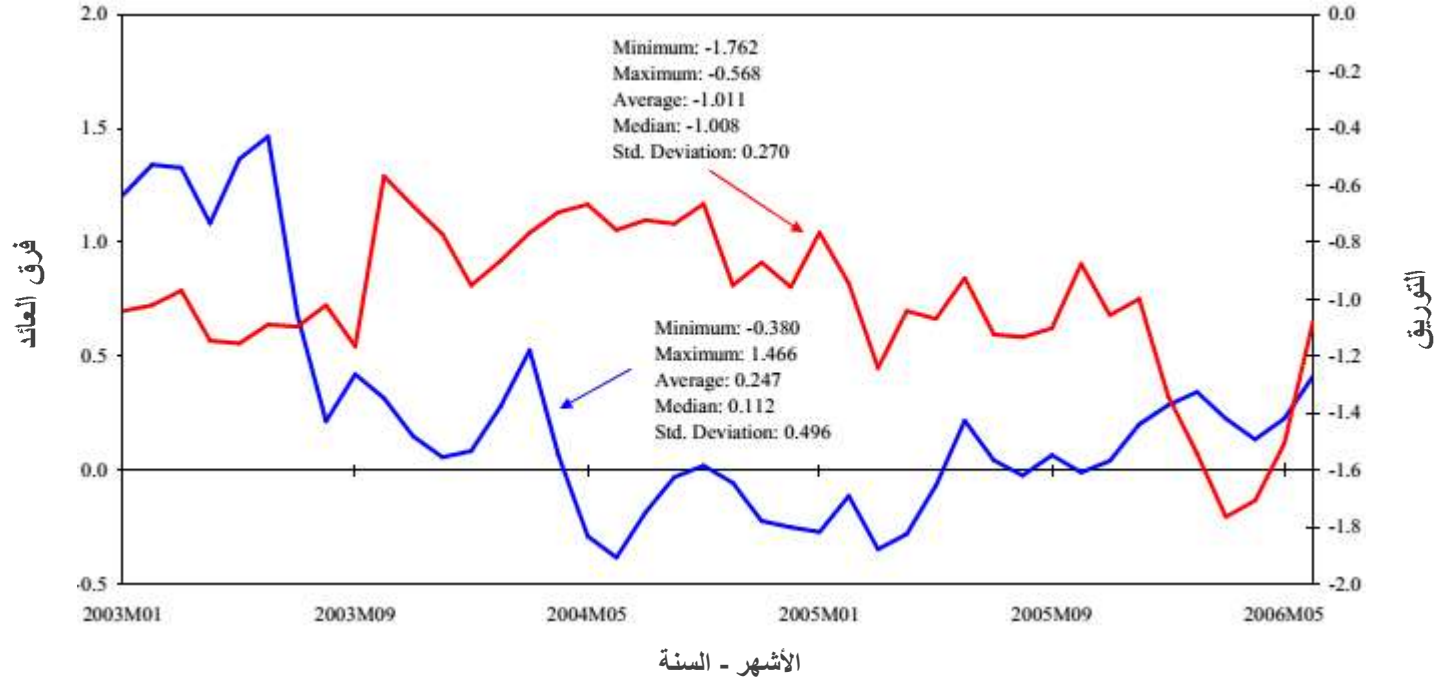


— YSP = المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم على القروض الضخمة (من LoanPerformance) - معدل الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات

— SEC = محول إلى لوغاريتم- المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية بقيم ضخمة مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية الضخمة (مستقاة من LoanPerformance، بتحجيم أرقام التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

الملحق رقم 1
الاختبار 2.2
القروض السكنية الضخمة (فترة فرعية)

معامل الارتباط: 202 -



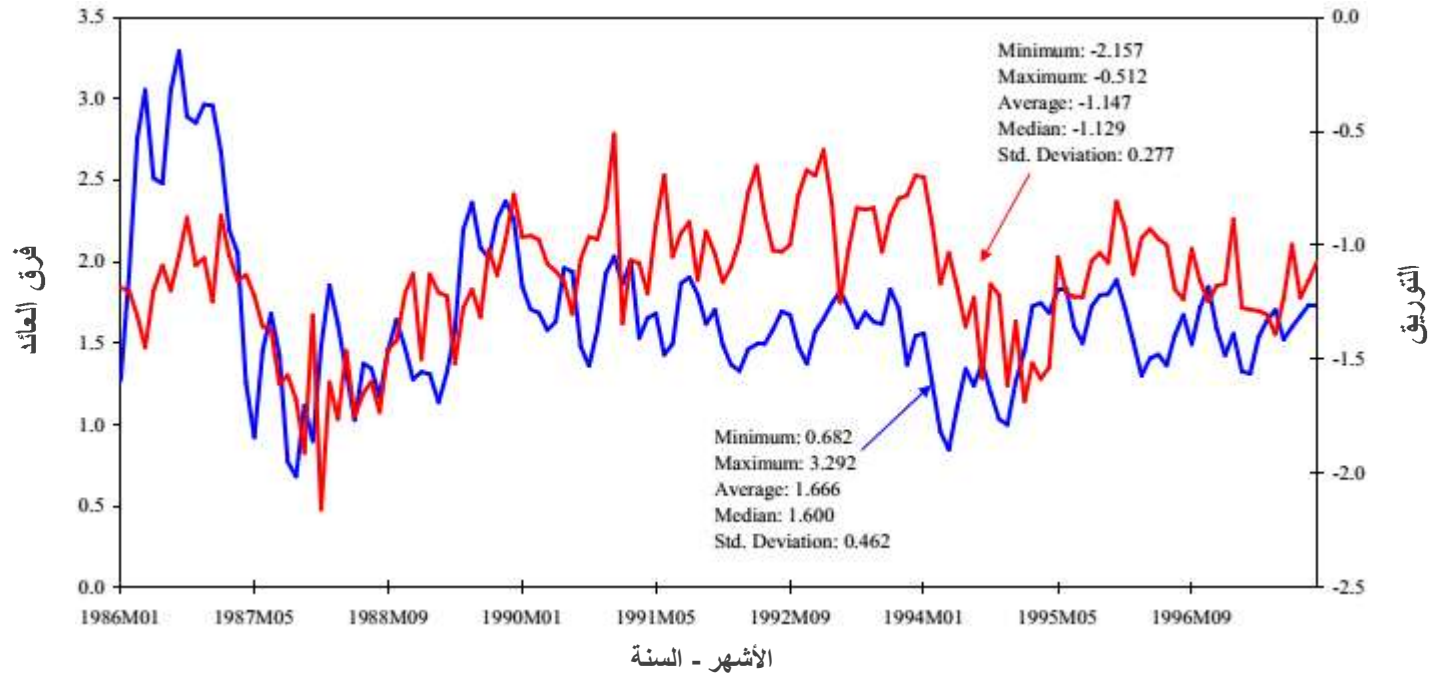
YSP = المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم على القروض الضخمة (من LoanPerformance) - معدل الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات
SEC = محول إلى لوغاريتم- المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية بقيم ضخمة مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية الضخمة (مستسقة
من LoanPerformance، بتحجيم أرقام التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

الملحق رقم 1

الاختبار 3

القروض السكنية المطابقة التقليدية (تكرار Kolari)

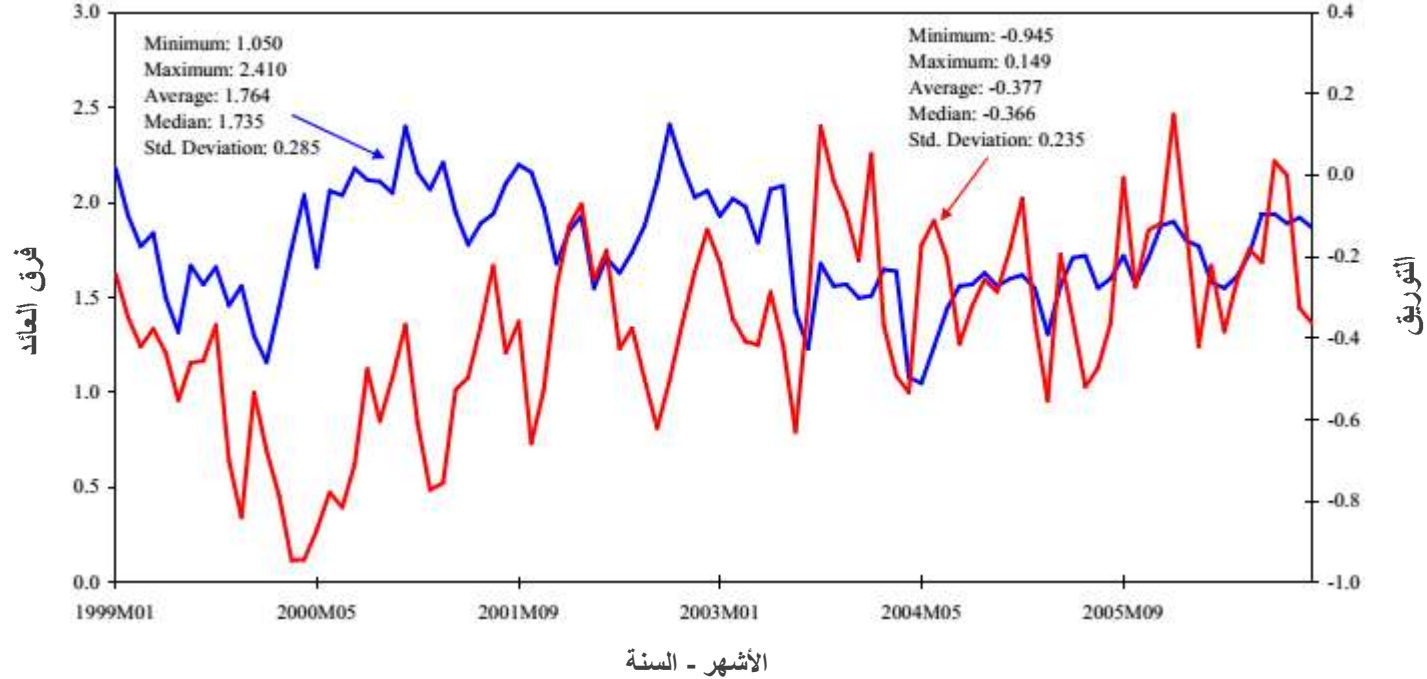
معامل الارتباط: 195.



YSP = متوسط أسعار فائدة السوق الأولية على القروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB) - معدل الخزائنة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات
SEC = محول إلى لوغار يتم إصدار الرهن العقاري لـ Freddie Mac و Fannie Mae مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية
العقارية (مستسفاة من التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

الملحق رقم 1
الاختبار 4
القروض السكنية المطابقة التقليدية

معامل الارتباط: 122 -



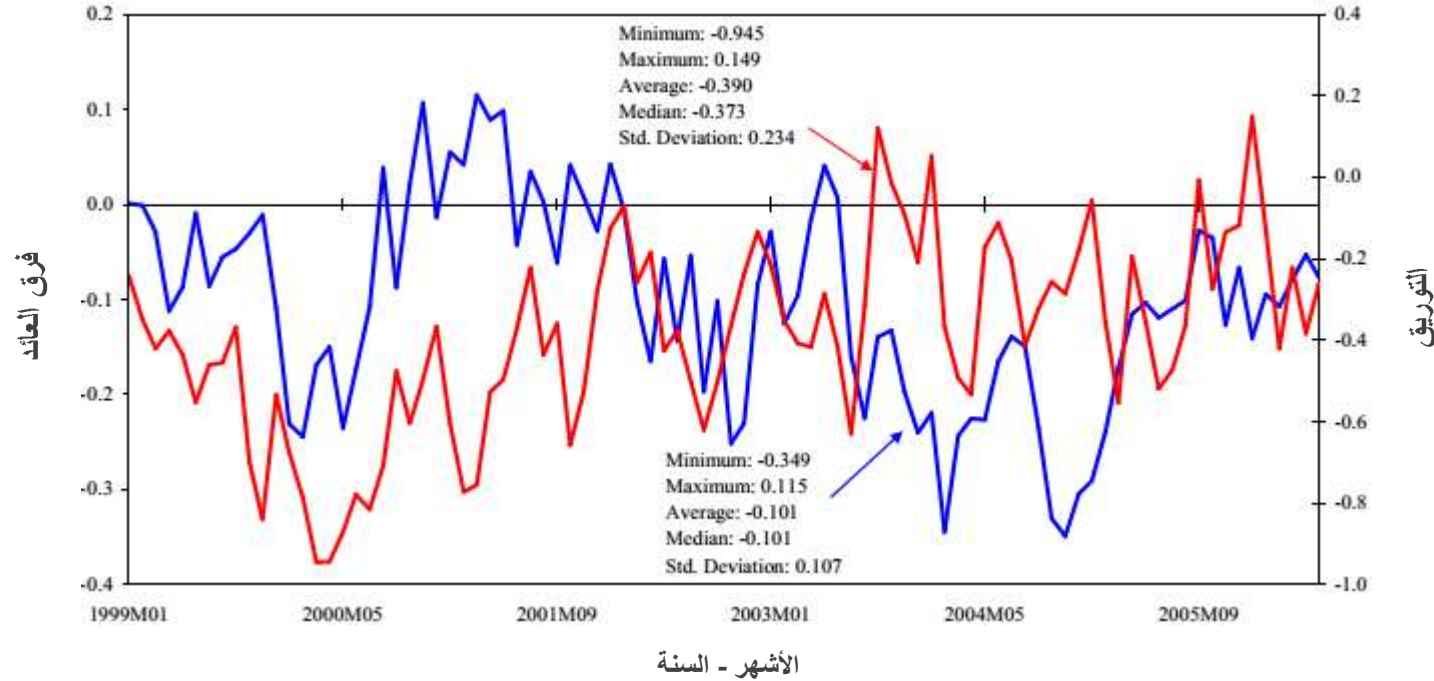
YSP = متوسط أسعار فائدة السوق الأولية على القروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB) - معدل الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات
SEC = محول إلى لوغاريتم - إصدار الرهن العقاري لـ Freddie Mac و Fannie Mae (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض
الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهن العقاري الداخلي IMF)

الملحق رقم 1

الاختبار 5

فرق سعر الفائدة المتغير للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo)

معامل الارتباط: -0.163



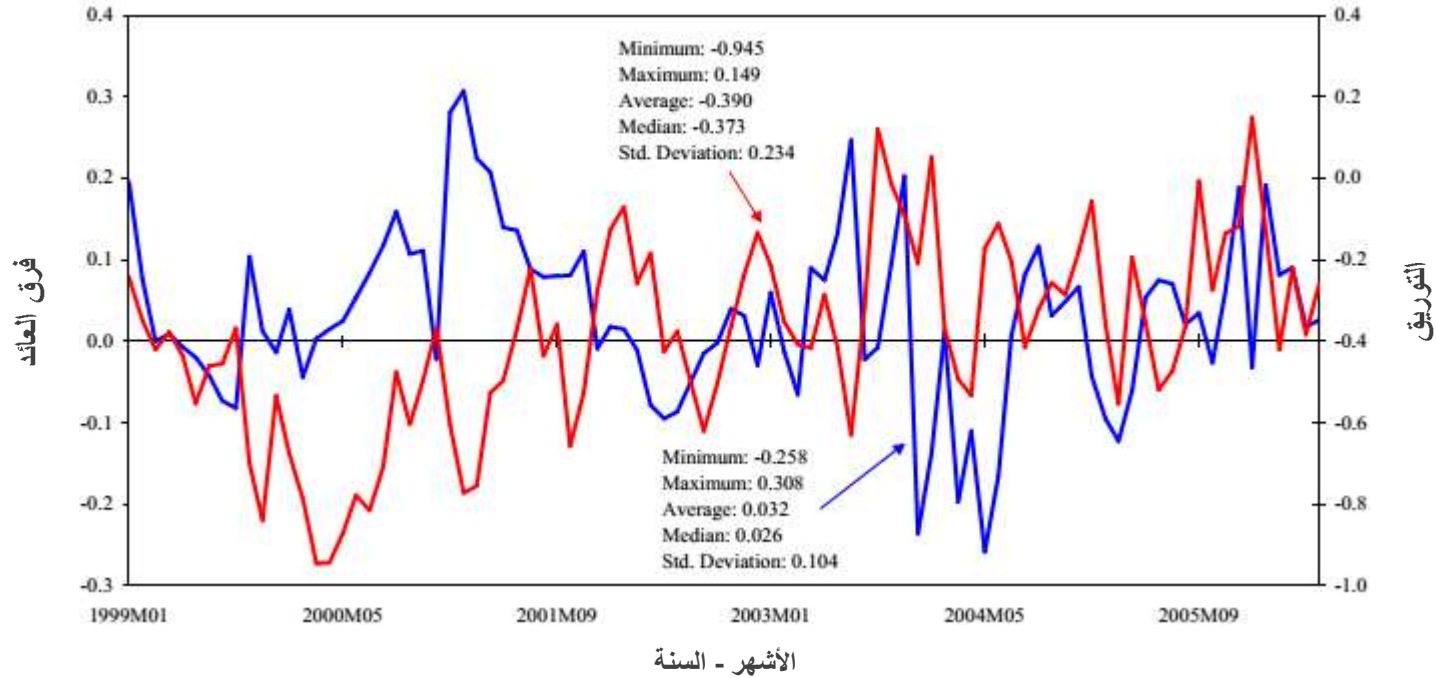
YSP = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة قابل للتعديل - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة قابل للتعديل (من FHFB)
SEC = محول إلى لوغاريتم - إصدار الرهن العقاري لـ Freddie Mac و Fannie Mae (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية
المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهن العقاري الداخلي IMF)

الملحق رقم 1

الاختبار 6

فرق سعر الفائدة الثابت للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة (تكرار Naranjo)

معامل الارتباط: -0.213



YSP = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة ثابت - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB)

SEC = محول إلى لوغاريتم - إصدار الرهن العقاري لـ Freddie Mac و Fannie Mae (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية

المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

الملحق رقم 2: نتائج الاختبارات الإحصائية لتكلفة الائتمان
الدراسة النمذجية - الولايات المتحدة الأمريكية

الملحق رقم 2

الاختبار # 1 القروض السكنية عالية المخاطر
الفترة: من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006
عدد المشاهدات: 96 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- **YSP** = متوسط سعر فائدة السوق الأولية للقروض عالية المخاطر (من LoanPerformance) - معدل الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10- سنوات
- **SEC** = المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية عالية المخاطر مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية عالية المخاطر (مستسقاة من LoanPerformance، بتحجيم أرقام الاحتياطي الفيدرالي)
- **DFL** = معدل حجز الرهن «Foreclosure Rate» بالنسبة للقروض الرهنية العقارية عالية المخاطر من LoanPerformance
- **PRS** = الفارق بين معدل الفائدة على سندات الخزانة بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات و معدل الفائدة على أدون الخزانة بأجل استحقاق ثابت 1 سنة (البيانات مستسقاة من الاحتياطي الفيدرالي)

1A: اختبارات جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس

بيرون «Phillips-Perron (PP)» واختبار السكون KPSS «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin»

Variable	PP Trend Statistic	ADF Trend Statistic
YSP, yield spread	-0.84	-1.53
SEC, securitization rate	4.56 *	4.56 *
DFL, foreclosure rate	0.32	0.18
PRS, prepayment proxy	-2.52	-1.67
Δ YSP, first difference	0.68	0.79
Δ SEC, first difference	0.25	0.25
Δ DFL, first difference	0.74	0.74
Δ PRS, first difference	-1.74	-1.74

* denotes significance at the 5% level.

Model Specification: Trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-2.62	-2.36	0.16
SEC, securitization rate	-5.17 *	-5.17 *	0.16
DFL, foreclosure rate	-0.69	-1.02	0.19
PRS, prepayment proxy	-0.73	-0.66	0.28
Δ YSP, first difference	-7.81 *	-7.62 *	0.05 *
Δ SEC, first difference	-13.79 *	-14.01 *	0.07 *
Δ DFL, first difference	-6.22 *	-6.39 *	0.27
Δ PRS, first difference	-7.09 *	-7.02 *	0.11 *

Model Specification: No trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-1.84	-2.32	0.94
SEC, securitization rate	-1.47	-1.76	1.13
DFL, foreclosure rate	-0.99	-1.07	0.62
PRS, prepayment proxy	-0.86	-0.92	0.29 *
Δ YSP, first difference	-7.79 *	-7.63 *	0.15 *
Δ SEC, first difference	-13.86 *	-14.09 *	0.08 *
Δ DFL, first difference	-6.22 *	-6.38 *	0.26 *
Δ PRS, first difference	-6.79 *	-6.72 *	0.45 *

* denotes rejection of the null hypothesis that the series has a unit root at the 5% level. In the case of KPSS, denotes failure to reject the null hypothesis that the series is stationary.

1B: اختبار غرانجر للسببية (النموذج ثنائي المتغير «Bivariate Model»)

احتمال إحصائية F فيشر (3 متباينات مختارة)	فرضية العدم
0.0214 *	SEC does not Granger Cause YSP
0.08037	YSP does not Granger Cause SEC

(*) تدل على أن الدلالة الإحصائية عند مستوى 5%.

1C: انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية مع أسلوب Newey-West لتصحيح الخطأ المعياري

Securitization (SEC) Coefficient (p-value)	Default Rate (DFL) Coefficient (p-value)	Prepayment Proxy (PRS) Coefficient (p-value)	Constant (p-value)	Adjusted R Squared
-1.4341 * 0.0002	1.4699 * 0.0000	-0.4008 * 0.0000	8.9681 * 0.0000	0.7947

* denotes significance at the 5% level.

1D: اختبار Johansen للتكامل المشترك

VEC Model Specification: Intercept in the co-integrating equation and 1 lag

Panel A: Johansen's Trace Test

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5% Critical Value	Hypothesized No. of Vectors
0.272	61.733	54.079	None *
0.159	31.840	35.193	At most 1
0.115	15.552	20.262	At most 2
0.042	4.054	9.165	At most 3

Panel B: Normalized Co-integrating Coefficients

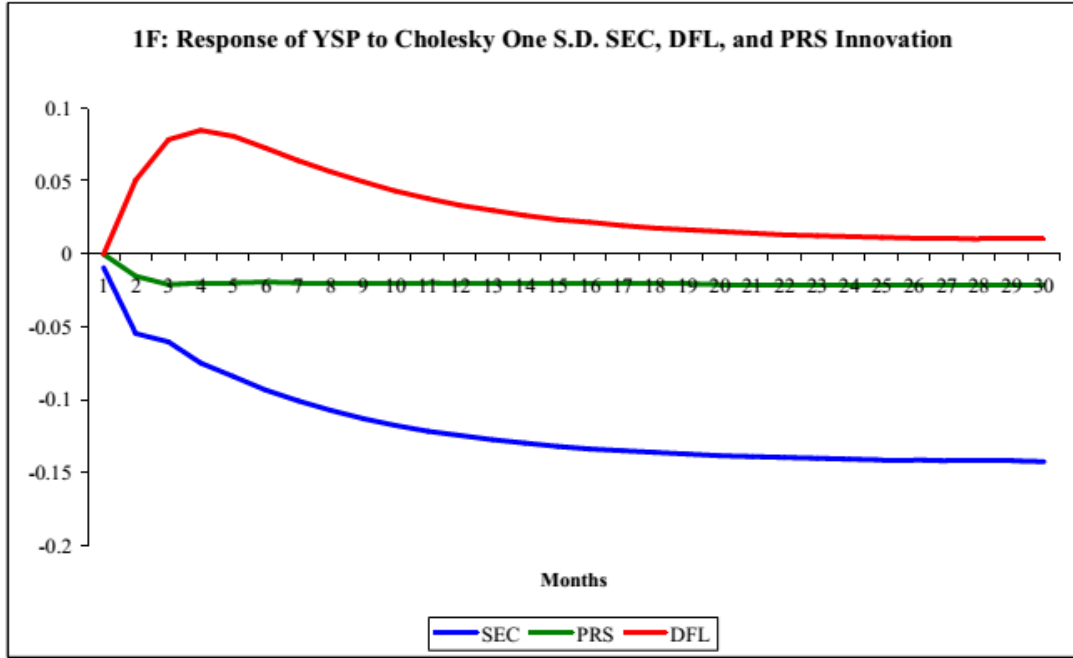
	YSP	SEC	DFL	PRS	Constant
Coefficient	1	2.392	0.755	-0.011	-0.410
Standard Error		(0.652)	(0.580)	(0.105)	(2.225)

Co-integrating Equation: YSP = -2.392*SEC - 0.755*DFL + 0.011*PRS + 0.41

1E: تحليل مكونات تباین الخطأ المتنبأ به لفرق العائد (YSP)

VEC Model Specification: Intercept in the co-integrating equation and 1 lag

Month Ahead	Percentage of Squared Prediction Error in YSP Explained by:			
	YSP	SEC	DFL	PRS
1	99.82836	0.171644	0	0
2	95.51081	2.349292	1.965243	0.174657
3	92.2267	3.236747	4.21789	0.318663
4	89.38043	4.457731	5.780276	0.381561
5	87.13325	5.751793	6.688202	0.426758
6	85.17197	7.208575	7.154496	0.464957
7	83.37832	8.770451	7.349064	0.502168
8	81.66264	10.4189	7.379626	0.538831
9	79.99149	12.12129	7.312176	0.575052
10	78.3495	13.85336	7.186638	0.610499
11	76.73461	15.59277	7.027689	0.644936
12	75.14937	17.32172	6.850744	0.678168
13	73.59851	19.02583	6.665577	0.710076
14	72.08688	20.69413	6.478397	0.740598
15	70.61873	22.31842	6.293137	0.769711
16	69.1974	23.89293	6.112243	0.797427
17	67.82519	25.41385	5.937181	0.823778
18	66.50347	26.87894	5.768772	0.848811
19	65.2328	28.28721	5.607408	0.87258
20	64.01304	29.63861	5.4532	0.895147
21	62.8435	30.93385	5.306076	0.916575
22	61.72308	32.17414	5.165846	0.936928
23	60.65038	33.3611	5.032255	0.956267
24	59.62376	34.49659	4.905002	0.974654
25	58.64144	35.58265	4.783772	0.992146
26	57.70156	36.6214	4.668242	1.008797
27	56.80222	37.61502	4.558094	1.024661
28	55.94152	38.56568	4.453018	1.039785
29	55.11756	39.4755	4.352719	1.054215
30	54.32852	40.34657	4.256915	1.067993



الملحق رقم 2

الاختبار # 2.1 القروض السكنية الضخمة (فترة كاملة)
 الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006
 عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- YSP = المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم على القروض الضخمة (من LoanPerformance) - معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات
- SEC = المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية الضخمة مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية الضخمة (مستسقاء من LoanPerformance، بتحجيم أرقام التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

2.1A: اختبارات جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس بيرون «Phillips-Perron (PP)» واختبار السكون KPSS «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin»

Variable	PP Trend Statistic	ADF Trend Statistic
YSP, yield spread	-0.95	-0.95
SEC, securitization rate	1.35	1.35
ΔYSP , first difference	0.40	0.35
ΔSEC , first difference	0.25	0.09

* denotes significance at the 5% level.

Model Specification: Trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-2.02	-2.02	0.16
SEC, securitization rate	-2.98	-2.96	0.18
Δ YSP, first difference	-7.74 *	-8.29 *	0.08 *
Δ SEC, first difference	-6.34 *	-10.21 *	0.10 *

Model Specification: No trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-1.90	-1.96	0.77
SEC, securitization rate	-2.66	-2.59	0.47
Δ YSP, first difference	-7.77 *	-8.32 *	0.10 *
Δ SEC, first difference	-6.42 *	-10.34 *	0.10 *

* denotes rejection of the null hypothesis that the series has a unit root at the 5% level. In the case of KPSS, denotes failure to reject the null hypothesis that the series is stationary.

2.1B: اختبار غرانجر للسببية

Null Hypothesis	Probability of F Statistic (1 Lag Chosen)
SEC does not Granger Cause YSP	0.09706
YSP does not Granger Cause SEC	0.78939

* denotes significance at the 5% level.

2.1C: انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية مع أسلوب Newey-West لتصحيح الخطأ المعياري

Securitization (SEC) Coefficient (<i>p-value</i>)	Constant (<i>p-value</i>)	Adjusted R Squared
-0.6851 0.0924	0.0526 0.9135	0.0648

* denotes significance at the 5% level.

2.1D: اختبار Johansen للتكامل المشترك

VEC Model Specification: Linear trend in the data and 5 lags

Panel A: Johansen's Trace Test

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5% Critical Value	Hypothesized No. of Vectors
0.145	15.876	15.495	None *
0.032	2.693	3.841	At most 1

Panel B: Normalized Co-integrating Coefficients

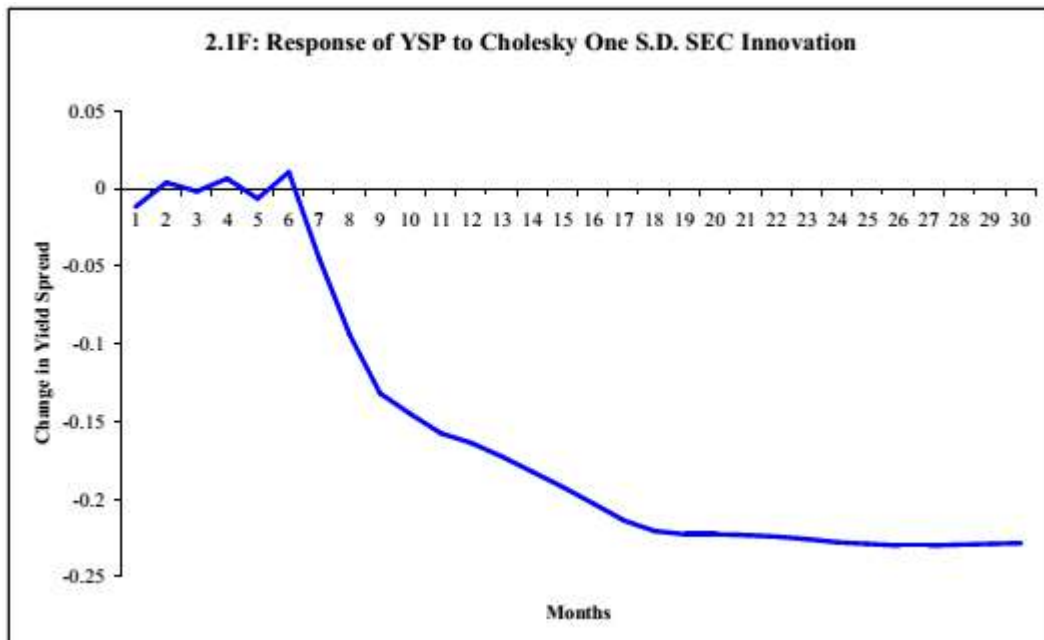
	YSP	SEC
Coefficient	1	2.970
(Standard Error)		(0.828)

Co-integrating Equation: $YSP = -2.97*SEC$

2.1E: تحليل مكونات تباين الخطأ المتنبأ به لفرق العائد (YSP)

VEC Model Specification: Linear trend in the data and 5 lags

Month Ahead	Percentage of Squared Prediction Error in YSP Explained by:	
	YSP	SEC
1	99.73006	0.269938
2	99.84923	0.150769
3	99.87386	0.126139
4	99.85298	0.14702
5	99.84479	0.155214
6	99.78979	0.210209
7	98.65572	1.34428
8	94.22119	5.778807
9	86.89275	13.10725
10	79.90008	20.09992
11	73.39487	26.60513
12	67.51852	32.48148
13	61.99025	38.00975
14	56.82248	43.17752
15	52.06834	47.93166
16	47.6414	52.3586
17	43.55209	56.44791
18	39.92936	60.07064
19	36.84494	63.15506
20	34.22657	65.77343
21	31.96071	68.03929
22	29.96132	70.03868
23	28.17986	71.82014
24	26.58837	73.41163
25	25.16405	74.83595
26	23.88662	76.11338
27	22.74053	77.25947
28	21.71209	78.28791
29	20.78541	79.21459
30	19.94385	80.05615



الملحق رقم 2

الاختبار # 2.2 القروض السكنية الضخمة (فترة فرعية)

الفترة: من جانفي 2003 إلى جوان 2006

عدد المشاهدات: 42 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- YSP = المتوسط المرجح لأسعار الفائدة الإسمية لسندات القسائم على القروض الضخمة (من LoanPerformance) – معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات
- SEC = المبلغ بالدولار لإصدار الأوراق المالية الضخمة مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية الضخمة (مستسقة من LoanPerformance، بتحجيم أرقام التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

2.1A: اختبارات جذر الوحدة لديكي – فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس بيرون «Phillips-Perron (PP)» واختبار السكون KPSS «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin»

Variable	PP Trend Statistic	ADF Trend Statistic
YSP, yield spread	0.26	4.74 *
SEC, securitization rate	-1.38	-1.38
ΔYSP , first difference	1.50	2.04
ΔSEC , first difference	-0.21	-1.10

* denotes significance at the 5% level.

Model Specification: Trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-3.85 *	-0.93	0.20
SEC, securitization rate	-2.66	-2.51	0.19
ΔYSP , first difference	-4.51 *	-8.39 *	0.47
ΔSEC , first difference	-4.68 *	-7.37 *	0.20

Model Specification: No trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-2.70	-2.07	0.41 *
SEC, securitization rate	-2.25	-2.26	0.41 *
ΔYSP , first difference	-3.84 *	-5.12 *	0.33 *
ΔSEC , first difference	-4.59 *	-7.22 *	0.19 *

* denotes rejection of the null hypothesis that the series has a unit root at the 5% level. In the case of KPSS, denotes failure to reject the null hypothesis that the series is stationary.

2.2B: اختبار غرانجر للسببية

Null Hypothesis	Probability of F Statistic (1 Lag Chosen)
SEC does not Granger Cause YSP	0.24877
YSP does not Granger Cause SEC	0.81334

* denotes significance at the 5% level.

2.2C: انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية مع أسلوب Newey-West لتصحيح الخطأ المعياري

Securitization (SEC) Coefficient (<i>p</i> -value)	Constant (<i>p</i> -value)	Adjusted R Squared
-0.3709 0.1688	-0.1280 0.6300	0.0168

* denotes significance at the 5% level.

2.2D: اختبار Johansen للتكامل المشترك

VEC Model Specification: Linear trend in the data and 5 lags

Panel A: Johansen's Trace Test

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5% Critical Value	Hypothesized No. of Vectors
0.691	42.879	15.495	None *
0.016	0.568	3.841	At most 1

Panel B: Normalized Co-integrating Coefficients

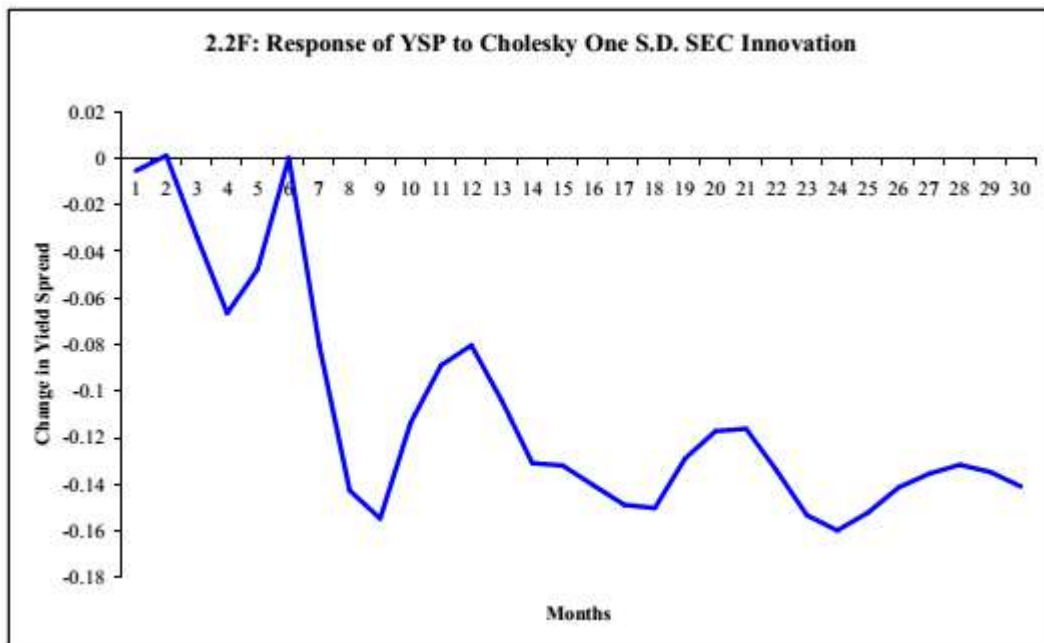
	YSP	SEC
Coefficient	1	1.240
(Standard Error)		(0.256)

Co-integrating Equation: $YSP = -1.24 * SEC$

2.2E: تحليل مكونات تباين الخطأ المتنبأ به لفرق العائد (YSP)

VEC Model Specification: Linear trend in the data and 5 lags

Month Ahead	Percentage of Squared Prediction Error in YSP Explained by:	
	YSP	SEC
1	99.82934	0.170664
2	99.87827	0.121732
3	95.23853	4.761468
4	80.37616	19.62384
5	74.78281	25.21719
6	74.86125	25.13875
7	62.02068	37.97932
8	40.68004	59.31996
9	29.20229	70.79771
10	26.622	73.378
11	25.60017	74.39983
12	24.2144	75.7856
13	22.30899	77.69101
14	19.6292	80.3708
15	17.53882	82.46118
16	15.84044	84.15956
17	14.41778	85.58222
18	13.13221	86.86779
19	12.29373	87.70627
20	11.64794	88.35206
21	11.068	88.932
22	10.37984	89.62016
23	9.602629	90.39737
24	8.941153	91.05885
25	8.497805	91.50219
26	8.145787	91.85421
27	7.799548	92.20045
28	7.477132	92.52287
29	7.165563	92.83444
30	6.855958	93.14404



الملحق رقم 2

الاختبار # 3 القروض السكنية المطابقة التقليدية (تكرار Kolari)

الفترة: من جانفي 1986 إلى ديسمبر 1997

عدد المشاهدات: 144 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- YSP = متوسط أسعار فائدة السوق الأولية على القروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHF) - معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات
- SEC = إصدار الرهن العقاري لـ Fannie Mae و Freddie Mac مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية (مستسقة من التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

3A: اختبارات جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس

بيرون «Phillips-Perron (PP)» واختبار السكون KPSS «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin»

Variable	PP Trend Statistic	ADF Trend Statistic
YSP, yield spread	-1.41	-0.53
SEC, securitization rate	1.18	0.80
Δ YSP, first difference	0.23	0.64
Δ SEC, first difference	0.01	-0.11

* denotes significance at the 5% level.

Model Specification: Trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-3.01	-3.93 *	0.08 *
SEC, securitization rate	-3.31	-5.32 *	0.15
Δ YSP, first difference	-12.10 *	-9.86 *	0.04 *
Δ SEC, first difference	-12.29 *	-25.24 *	0.28

Model Specification: No trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-3.04 *	-3.67 *	0.30 *
SEC, securitization rate	-3.22 *	-5.12 *	0.28 *
Δ YSP, first difference	-12.13 *	-9.90 *	0.04 *
Δ SEC, first difference	-12.34 *	-25.35 *	0.29 *

* denotes rejection of the null hypothesis that the series has a unit root at the 5% level. In the case of KPSS, denotes failure to reject the null hypothesis that the series is stationary.

3B: اختبار غرانجر للسببية

Null Hypothesis	Probability of F Statistic (2 Lags Chosen)
SEC does not Granger Cause YSP	0.57465
YSP does not Granger Cause SEC	0.04449 *

* denotes significance at the 5% level.

3C: انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية مع أسلوب Newey-West لتصحيح الخطأ المعياري

Securitization (SEC) Coefficient (<i>p-value</i>)	Constant (<i>p-value</i>)	Adjusted R Squared
0.3244 *	2.0384 *	0.0311
0.0380	0.0000	

* denotes significance at the 5% level.

3D: اختبار Johansen للتكامل المشترك

VECM Model Specification: No intercepts and no trends and no lags

Panel A: Johansen's Trace Test

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5% Critical Value	Hypothesized No. of Vectors
0.097	15.079	12.321	None *
0.004	0.505	4.130	At most 1

Panel B: Normalized Co-integrating Coefficients

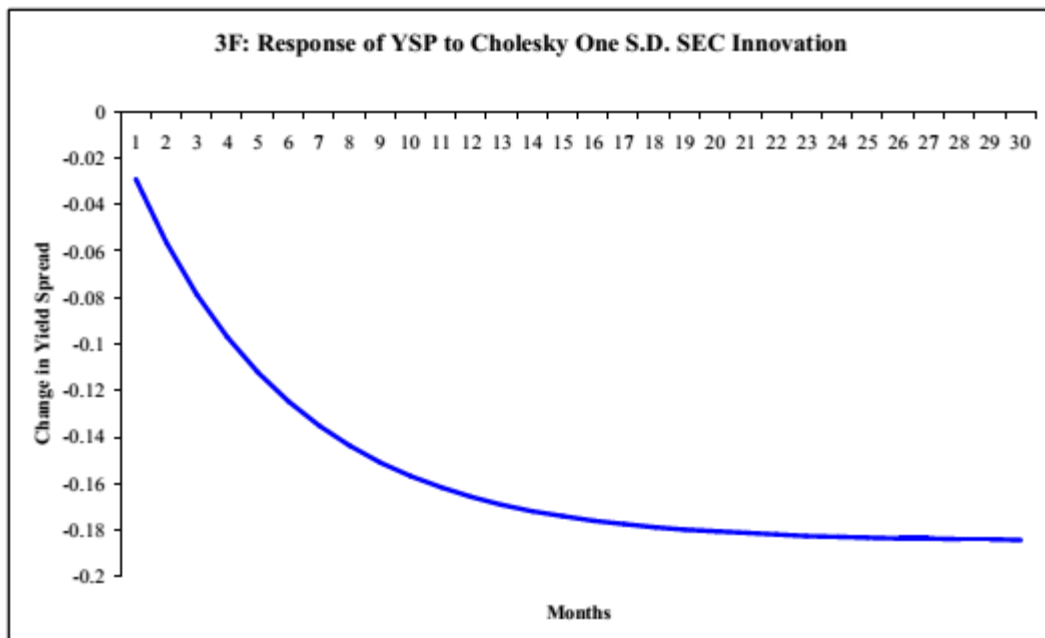
	YSP	SEC
Coefficient	1	1.520
(Standard Error)		(0.149)

Co-integrating Equation: $YSP = -1.52 * SEC$

3E: تحليل مكونات تباين الخطأ المتنبأ به لفرق العائد (YSP)

VEC Model Specification: No intercepts and no trends and no lags

Month Ahead	Percentage of Squared Prediction Error in YSP Explained by:	
	YSP	SEC
1	98.59376	1.406236
2	96.43681	3.563189
3	93.63277	6.367225
4	90.42549	9.574508
5	87.0213	12.9787
6	83.5788	16.4212
7	80.21008	19.78992
8	76.98782	23.01218
9	73.95424	26.04576
10	71.12958	28.87042
11	68.51912	31.48088
12	66.11853	33.88147
13	63.91771	36.08229
14	61.90341	38.09659
15	60.06105	39.93895
16	58.37579	41.62421
17	56.83322	43.16678
18	55.41976	44.58024
19	54.12285	45.87715
20	52.93101	47.06899
21	51.83386	48.16614
22	50.82204	49.17796
23	49.88718	50.11282
24	49.02179	50.97821
25	48.21918	51.78082
26	47.47338	52.52662
27	46.77908	53.22092
28	46.13154	53.86846
29	45.52651	54.47349
30	44.96022	55.03978



الملحق رقم 2

الاختبار # 4 القروض السكنية المطابقة التقليدية (إمتداد Kolari)
الفترة: من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006
عدد المشاهدات: 96 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- YSP = متوسط أسعار فائدة السوق الأولية على القروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHF) - معدل الخزنة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات
- SEC = إصدار الرهن العقاري لـ Fannie Mae و Freddie Mac (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

4A: اختبارات جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس

بيرون «Phillips-Perron (PP)» واختبار السكون KPSS «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin»

Variable	PP Trend Statistic	ADF Trend Statistic
YSP, yield spread	-0.32	-0.32
SEC, securitization rate	3.16 *	3.16 *
ΔYSP , first difference	0.29	0.28
ΔSEC , first difference	0.07	0.13

* denotes significance at the 5% level.

Model Specification: Trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-3.70 *	-3.70 *	0.12 *
SEC, securitization rate	-5.24 *	-5.11 *	0.09 *
ΔYSP , first difference	-9.10 *	-11.80 *	0.06 *
ΔSEC , first difference	-9.22 *	-18.85 *	0.22

Model Specification: No trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-3.74 *	-3.74 *	0.26 *
SEC, securitization rate	-3.99 *	-3.90 *	0.89
ΔYSP , first difference	-9.15 *	-11.91 *	0.09 *
ΔSEC , first difference	-9.28 *	-19.14 *	0.22 *

* denotes rejection of the null hypothesis that the series has a unit root at the 5% level. In the case of KPSS, denotes failure to reject the null hypothesis that the series is stationary.

الملحق رقم 2

الاختبار # 4 القروض السكنية المطابقة التقليدية (إمتداد Kolari)

الفترة: من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2006

عدد المشاهدات: 96 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- **YSP** = متوسط أسعار فائدة السوق الأولية على القروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFBS) - معدل الخزانة أجل استحقاق ثابت 10- سنوات
- **SEC** = إصدار الرهن العقاري لـ Freddie Mac و Fannie Mae (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

4B: اختبار غرانجر للسببية

Null Hypothesis	Probability of F Statistic (1 Lag Chosen)
SEC does not Granger Cause YSP	0.42804
YSP does not Granger Cause SEC	0.10593

* denotes significance at the 5% level.

4C: انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية مع أسلوب Newey-West لتصحيح الخطأ المعياري

Securitization (SEC) Coefficient (p-value)	Constant (p-value)	Adjusted R Squared
-0.1475 0.3567	1.7088 * 0.0000	0.0043

* denotes significance at the 5% level.

الملحق رقم 2

الاختبار # 5 فرق سعر الفائدة المتغير للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة

(تكرار Naranjo)

الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006

عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- **YSP** = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة قابل للتعديل - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة قابل للتعديل (من FHFB)
- **SEC** = إصدار الرهن العقاري لـ Fannie Mae و Freddie Mac (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

5A: اختبارات جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس

بيرون «Phillips-Perron (PP)» واختبار السكون KPSS «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin»

Variable	PP Trend Statistic	ADF Trend Statistic
YSP, yield spread	-1.07	-1.07
SEC, securitization rate	3.04	3.04
Δ YSP, first difference	0.41	0.41
Δ SEC, first difference	0.20	0.25

* denotes significance at the 5% level.

Model Specification: Trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-3.63 *	-3.63 *	0.10 *
SEC, securitization rate	-5.06 *	-4.97 *	0.10 *
Δ YSP, first difference	-11.50 *	-12.84 *	0.08 *
Δ SEC, first difference	-7.84 *	-20.28 *	0.50

Model Specification: No trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-3.48 *	-3.48 *	0.42 *
SEC, securitization rate	-3.89 *	-3.80 *	0.79
Δ YSP, first difference	-11.55 *	-12.85 *	0.10 *
Δ SEC, first difference	-7.88 *	-20.55 *	0.50

* denotes rejection of the null hypothesis that the series has a unit root at the 5% level. In the case of KPSS, denotes failure to reject the null hypothesis that the series is stationary.

الملحق رقم 2

الاختبار # 5 فرق سعر الفائدة المتغير للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة

(تكرار Naranjo)

الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006

عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- **YSP** = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة قابل للتعديل - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة قابل للتعديل (من FHFB)
- **SEC** = إصدار الرهن العقاري لـ Fannie Mae و Freddie Mac (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

5B: اختبار غرانجر للسببية

Null Hypothesis	Probability of F Statistic (1 Lag Chosen)
SEC does not Granger Cause YSP	0.50056
YSP does not Granger Cause SEC	0.72933

* denotes significance at the 5% level.

5C: انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية مع أسلوب Newey-West لتصحيح الخطأ المعياري

Securitization (SEC) Coefficient (<i>p-value</i>)	Constant (<i>p-value</i>)	Adjusted R Squared
-0.0744 0.3131	-0.1301 * 0.0001	0.0155

* denotes significance at the 5% level.

الملحق رقم 2

الاختبار # 6 فرق سعر الفائدة الثابت للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة

(تكرار Naranjo)

الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006

عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- YSP = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة ثابت - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB)
- SEC = إصدار الرهن العقاري لـ Freddie Mac و Fannie Mae (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

6A: اختبارات جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع «Augmented Dickey-Fuller (ADF)» وفيلبس

بيرون «Phillips-Perron (PP)» واختبار السكون KPSS «Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin»

Variable	PP Trend Statistic	ADF Trend Statistic
YSP, yield spread	-0.38	-0.38
SEC, securitization rate	3.04	3.04
Δ YSP, first difference	0.17	0.08
Δ SEC, first difference	0.20	0.25

* denotes significance at the 5% level.

Model Specification: Trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-5.39 *	-5.53 *	0.08 *
SEC, securitization rate	-5.06 *	-4.97 *	0.10 *
Δ YSP, first difference	-9.90 *	-16.67 *	0.06 *
Δ SEC, first difference	-7.84 *	-20.28 *	0.50

Model Specification: No trend and automatic lag selection

Variable	ADF Statistics	PP Statistics	KPSS Statistics
YSP, yield spread	-5.41 *	-5.55 *	0.16 *
SEC, securitization rate	-3.89 *	-3.80 *	0.79
Δ YSP, first difference	-9.96 *	-16.78 *	0.08 *
Δ SEC, first difference	-7.88 *	-20.55 *	0.50

* denotes rejection of the null hypothesis that the series has a unit root at the 5% level. In the case of KPSS, denotes failure to reject the null hypothesis that the series is stationary.

الملحق رقم 2

الاختبار # 6 فرق سعر الفائدة الثابت للقروض الرهنية العقارية الضخمة-المطابقة

(تكرار Naranjo)

الفترة: من جانفي 1999 إلى جوان 2006

عدد المشاهدات: 90 مشاهدة شهرياً

خصائص النموذج:

- **YSP** = متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض الضخمة بسعر فائدة ثابت - متوسط سعر الفائدة بالنسبة للقروض المطابقة بسعر فائدة ثابت (من FHFB)
- **SEC** = إصدار الرهن العقاري لـ Freddie Mac و Fannie Mae (من eMBS) مقسوماً على المبلغ بالدولار لإنشاءات القروض الرهنية العقارية المطابقة التقليدية (من LoanPerformance، بتحجيم التمويل الرهني العقاري الداخلي IMF)

6B: اختبار غرانجر للسببية

Null Hypothesis	Probability of F Statistic (1 Lag Chosen)
SEC does not Granger Cause YSP	0.96495
YSP does not Granger Cause SEC	0.92422

* denotes significance at the 5% level.

6C: انحدار طريقة المربعات الصغرى العادية مع أسلوب Newey-West لتصحيح الخطأ المعياري

Securitization (SEC) Coefficient (<i>p-value</i>)	Constant (<i>p-value</i>)	Adjusted R Squared
-0.0950 0.1202	-0.0051 0.8384	0.0345

* denotes significance at the 5% level.

الملحق رقم 3: اختبار هوسمان للمنشأ الداخلي «Hausman Test of Endogeneity»

الدراسة النموذجية – الولايات المتحدة الأمريكية

Independent Variables	Step 1: Dependent: Ln (Effective Interest Rate)		Step 2: Dependent: Ln (Loan Amt. Per Capita)	
	Coefficient	P-Value	Coefficient	P-Value
Intercept	3.8097 *	0.0000	-4.5622 *	0.0000
Ln (Yield Spread)			-0.4423 *	0.0002
Agency Purchase Rate (Lagged)	-2.2600 *	0.0000	1.8847 *	0.0000
Interaction: Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)	1.2693 *	0.0000	-0.9864 *	0.0000
Non-Agency Purchase Rate (Lagged)	-0.7812 *	0.0017	3.2102 *	0.0000
Interaction: Non-Agency Purchase Rate (Lagged) * Ln (10-Yr. Treasury Rate)	0.3440 *	0.0248	-1.1187 *	0.0000
Median Age	-0.0137 *	0.0000	0.0357 *	0.0000
Ln (Median Family Income)	-0.3947 *	0.0000	0.9704 *	0.0000
Underserved Share	0.0548	0.2792	0.4017 *	0.0000
Unemployment Rate	-1.1706 *	0.0069	-4.5695 *	0.0000
HPI Volatility	1.6193 *	0.0000	2.6915 *	0.0000
1-Yr. HPI Growth Rate	-0.4217 *	0.0000	1.2859 *	0.0000
Ln (Number of Jumbo Loans)	-0.0236 *	0.0003	0.0748 *	0.0000
Ln (Number of New-Home Loans)	-0.0126 *	0.0003	0.0125 *	0.0140
Ln (Number of No-Fee Loans)	0.0158 *	0.0017	0.0037	0.6191
FICO	0.0027 *	0.0000		
Residuals from Yield Spread Equation			0.2329	0.0620
MSA Dummies	+		+	
Number of Obs.		1,851		1,851

Notes & Sources:

* indicates significance at the 5% level.