

جامعة سعد دحلب البلدية

كلية علوم الاقتصاد وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة ماجستير

تخصص: بنوك، نقود ومالية

أثر التوريق على الأزمة المالية لسنة 2008

من طرف

سي اعر هجيرة

أمام اللجنة المشكلة من:

رئيسا	جامعة سعد دحلب البلدية	أستاذ محاضر "أ"	علاش أحمد
مشرفا ومقررا	جامعة سعد دحلب البلدية	أستاذ محاضر "أ"	درحمون هلال
عضوا مناقشا	المدرسة العليا للتجارة	أستاذ التعليم العالي	براق محمد
عضوا مناقشا	جامعة سعد دحلب البلدية	أستاذ مساعد "أ"	للوشي محمد

البلدية ، أكتوبر 2010

RESUME

Apparue aux Etats Unis dans les années 1970, la Titrisation consiste à transformer des actifs financiers peu liquides et a fort risque de crédit en actif financier négociable au niveau du marché financier. Elle est très utile économiquement, car elle permet de restructurer le bilan de l'entreprise en la désendettant tout en générant du cash par la revente de ces actifs.

Aux Etats Unis, les banques ont été fortement incitées à émettre le plus de crédits possible ; notamment les crédits immobiliers qui sont octroyé a des personnes présentant des risques de crédit de plus en plus important. Ils ont été ensuite titrisée ; jouissant d'un très bon rating de la part des agences de notation ; à la fois du manque de transparence du système financier et de la complexité des produits issus de la titrisation.

Tout le système reposait sur deux principes :

- La stabilité des taux d'intérêt de la réserve fédérale ;*
- La hausse continue du prix de l'immobilier ;*

Mais avec l'augmentation et le développement de l'offre de logement d'une manière a satisfaire la demande qui ne cesse de s'accroître, et que la réserve fédérale a fini par relever son taux directeur, la crise sur le marché immobilier américain commençait a éclater ; Une crise qui a eu un impact dévastateur sur le développement économique de tous les pays, et qui a mis en lumière l'évolution du rôle des institutions financières ainsi que l'importance croissante du système bancaire.

Au moment où le monde traverse une crise financière qui balaie tous les indices de croissance sur son passage, c'est plutôt le coran qu'il faut appliquer que les textes pontificaux, car si les banquiers avides de rentabilité sur fonds propres, et avaient respecté un tant soit peu la charia et ne transigent pas sur un principe sacré : l'argent ne doit pas produire de l'argent (tous crédits doit avoir en face un actif bien identifié) nous n'en serions pas là.

شكر

أحمد الله عز وجل لتوفيقه لي في انجاز هذا العمل المتواضع

أتقدم بجزيل الشكر للدكتور درحمون هلال الذي كان لي دعماً قوياً لاسيما بفضل تشجيعاته ،

توجيهاته ، واثراءه القيمة ، فهو لم يدخر أي جهداً لإنجاح هذا العمل.

كما أتقدم بجزيل الشكر لعائلتي الكريمة التي قدمت لي الدعم المعنوي و المادي وأحاطت بالعناية.

قائمة المصطلحات

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset -Backed Securities
CAR	Certificate Automobile Receivable
CMBS	Collateralized Mortgage Backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
CNEP	Caisse Nationale D'Epargne Et De Prévoyance
EMP	Echéance Moyen Pondérée
FHA	Federal Home Administration
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corp
FNMA	Federal National Mortgage Association
GNMA	Government National Mortgage Association
IFRS	International Financial Reporting Standards
LTV	Loan To Value
MBS	Mortgage Backed Securities.
OPGI	Office de la Promotion et de la Gestion Immobilière
RMBS	Residential Mortgage –Backed Securities

SGCI	Société de Garantie des Crédit Immobilière
SPV	Special Purpose Vehicle
TMP	Taux Moyen Pondérée

قائمة الجداول

الرقم	الصفحة
01	مختلف تصنيفات شركات التصنيف العالمية للأوراق المالية 33
02	نتائج دراسة القرض من طرف البنك 42
03	أهم تغيرات إلى تحدث للقرض من جراء تطبيق عملية التوريق 43
04	تواريخ ظهور عملية التوريق في دول أوروبا 46
05	نسب المتوقعة و الفعلية من إخفاق تسديد قروض متدنية في الولايات المتحدة الأمريكية 66
06	معدلات التنمية الاقتصادية في منطقة الأوردو 89
07	تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال فترة 2005-2007 102

قائمة الأشكال

الصفحة		الرقم
30	رسم توضيحي لفئة الـ Pass-through	01
31	رسم توضيحي لفئة الـ Pay-through	02
35	رسم توضيحي لشرائح المحفظة محل التوريد	03
37	رسم توضيحي لخطوات عملية التوريد	04
69	الأزمة المالية في ثلاث مراحل	05
72	الأخطار التي تواجهها البنك	06
103	أثار الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري	07
107	خطة إنقاذ الولايات المتحدة الأمريكية لاقتصادها	08
111	النظرية الكينزية في تسيير الاقتصاد	09
115	الأخلاق و الاقتصاد	10

قائمة المنحنيات

الرقم	الصفحة
01	تطور قروض Subprime في الولايات المتحدة الأمريكية 44
02	تطور قيمة الأوراق المالية المضمونة بأصول في الولايات المتحدة الأمريكية 45
03	تطور نسبة القروض في أوروبا (% من الناتج الداخلي الخام) 47
04	أسعار العقارات السكنية الشخصية في الولايات المتحدة الأمريكية 63
05	نسبة القروض بالنسبة للناتج الداخلي الخام في الولايات المتحدة الأمريكية 64
06	تطور مؤشر البورصة للأوراق المالية المضمونة بأصول في الولايات المتحدة الأمريكية. 67
07	تطور قيمة الأصول الرهنية العقارية لدى البنوك و المؤسسات المتدخلة في السوق المالي في الولايات المتحدة الأمريكية 76
08	تطور التعامل بالمشتقات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية 78
09	تطور حجم سوق مشتقات الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية 78
10	تغيرات سلوك مؤشر كاك 40 لبورصة باريس. 87
11	انخفاض سعر البترول من جويلية 2008 إلى نوفمبر من نفس السنة. 92

قائمة الملاحق

الصفحة

عنوان الملحق

123

مسرد لمصطلحات عملية التوريق

الفهرس

ملخص

شكر

قائمة المصطلحات

قائمة الجداول

قائمة المنحيات

قائمة الملاحق

الفهرس

مقدمة.....	18
1. التوريق قبل الأزمة المالية لسنة 2008.....	22
1.1 ظهور عملية التوريق و ماهيتها.....	22
1.1.1 سوق الرهن العقاري الأمريكي قبل ظهور عملية التوريق.....	24
1.1.1.1 المؤسسات الناشطة في السوق.....	24
2.1.1.1 ظهور أزمة المؤسسات الإيدارية الأمريكية.....	25
2.1.1 مفاهيم عامة لعملية التوريق.....	26
1.2.1.1 التعاريف المختلفة لعملية التوريق.....	26
2.2.1.1 دور الوسيط المالي في ظل عملية التوريق.....	27
3.2.1.1 الفرق بين التوريق و التورق.....	28
3.1.1 الأوراق المالية المشتقة من عملية التوريق.....	28

28	1.3.1.1 الأوراق المالية المضمونة بأصول ABS
29	2.3.1.1 الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري
29	3.3.1.1 فئة الباستروث PASS-THROUGH
30	4.3.1.1 فئة البايتروث PAY-THROUGH
32	2.1 كيفية توريق القروض
32	1.2.1 أهم المتدخلون في عملية التوريق
32	1.1.2.1 المنشئ (البنك المتنازل)
32	2.1.2.1 الشركة ذات الغرض الخاص (مؤسسة التوريق)
32	3.1.2.1 شركات التصنيف الائتماني
34	4.1.2.1 شركة التأمين
34	2.2.1 مراحل عملية التوريق
34	1.2.2.1 اختيار الأصول محل التوريق
34	2.2.2.1 تقدير شركة التصنيف الائتماني للمخاطر
36	3.2.2.1 بيع الأصول
36	4.2.2.1 سداد قيمة الأصول للبنك و الفوائد للمستثمرين
37	3.2.1 تحليل عملية التوريق
38	1.3.2.1 فوائد عملية التوريق
35	2.3.2.1 منح القروض في ظل غياب التوريق
38	3.3.2.1 منح القروض في ظل تطبيق التوريق
43	3.1 تجارب بعض الدول في عملية التوريق
43	1.3.1 تجارب الدول المتقدمة
43	1.1.3.1 تطور التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية
45	2.1.3.1 التوريق في أوروبا
47	3.1.3.1 التوريق في اليابان

48	2.3.1. تجارب الدول النامية.....
48	1.2.3.1. التوريق في الكويت.....
49	2.2.3.1. التوريق في كوريا الجنوبية.....
49	3.2.3.1. التوريق في المغرب.....
49	4.2.3.1. التوريق في مصر.....
50	3.3.1. التوريق في الجزائر.....
50	1.3.3.1. نظام تمويل العقارات قبل 1994.....
52	2.3.3.1. نظام تمويل العقارات خلال فترة 1995-2000.....
53	3.3.3.1. نظام تمويل العقارات خلال فترة 2000-2009.....
56	2. التوريق وعلاقته بالأزمة المالية لسنة 2008.....
56	1.2. ماهية الأزمات المالية.....
56	1.1.2. مفهوم الأزمات المالية.....
57	1.1.1.2. الأنظمة الإقتصادية.....
57	2.1.1.2. التعاريف المختلفة للأزمات المالية.....
58	3.1.1.2. أنواع الأزمات المالية.....
59	4.1.1.2. النظريات المفسرة للأزمات المالية.....
59	2.1.2. الأزمات المتتالية.....
60	1.2.1.2. أزمة الكساد الكبير سنة 1929.....
60	2.2.1.2. الأزمة المالية المكسيكية لعام 1994.....
61	3.2.1.2. الأزمة الآسيوية 1997.....
61	4.2.1.2. أزمة اليابان.....
62	5.2.1.2. أزمة فقاعة الأنترنت.....
62	3.1.2. نشأة الأزمة المالية لسنة 2008.....
62	1.3.1.2. انفجار الفقاعة المالية في القطاع العقاري.....

64	2.3.1.2. نظام الإقراض في الولايات المتحدة الأمريكية
65	3.3.1.2. الأزمة المالية في ثلاث مراحل
69	4.3.1.2. الجذور الحقيقية للأزمة المالية
70	5.3.1.2. أهم أحداث الأزمة المالية 2008
71	2.2. العوامل التي أدت الى تفاقم الأزمة المالية 2008
71	1.2.2. دور متدخلون في عملية التوريق
72	1.1.2.2. دور البنك المتنازل عن الأصول
74	2.1.2.2. دور شركات التصنيف
74	3.1.2.2. دور شركات التوريق
75	4.1.2.2. دور شركات التأمين
75	5.1.2.2. دور المستثمرون
76	2.2.2. دور الأدوات المشتقة من عملية التوريق
76	1.2.2.2.2. أنواع أسواق المشتقات المالية
77	1.1.2.2.2.2. الأسواق المنظمة
77	2.1.2.2.2. الأسواق بالتراضي
79	2.2.2.2.2. محاسبة الأدوات المشتقة
79	3.2.2. دور أثر الدومينو وسعر الفائدة
79	1.3.2.2. أثر الدومينو
81	2.3.2.2. دور معدل الفائدة
85	3. انعكاسات الأزمة المالية لسنة 2008 و أساليب مواجهتها
85	1.3. انعكاسات الأزمة المالية خارج الولايات المتحدة الأمريكية
86	1.1.3. انعكاسات الأزمة على أوروبا
86	1.1.1.3. انعكاسات على الأسواق المالية
86	2.1.1.3. انعكاسات الأزمة على الإقتصاد العيني

2.1.3.2.1.3	انعكاسات الأزمة على الصين	90
2.2.1.3.2.1.3	انعكاسات الأزمة على الصعيد الإحتياطي النقدي	90
3.2.1.3.2.1.3	انعكاسات الأزمة على التجارة الخارجية الصينية	90
4.2.1.3.2.1.3	انعكاسات الأزمة على نطاق مساهمة الصين في سندات الخزانة الأمريكية	91
3.1.3.2.1.3	انعكاسات الأزمة المالية على الدول العربية	91
1.3.1.3.2.1.3	الطلب على النفط و مستوى أسعاره	91
2.3.1.3.2.1.3	أسواق الأوراق المالية	92
3.3.1.3.2.1.3	موقف الدول العربية في مواجهة الأزمة	94
2.3.2.1.3.2.1.3	انعكاسات الأزمة المالية لسنة 2008 على الجزائر و إجراءات مواجهتها	96
1.2.3.2.1.3	انعكاسات الأزمة المالية على الإقتصاد الجزائري	97
1.1.2.3.2.1.3	معدلات التضخم	97
2.1.2.3.2.1.3	الطلب عن الطاقة و المحروقات	97
3.1.2.3.2.1.3	الإدخار الميزاني و عمليات الخزينة	99
4.1.2.3.2.1.3	التقلص النقدي	100
5.1.2.3.2.1.3	الإستثمار الأجنبي المباشر	102
2.2.3.2.1.3	الإجراءات التي اتخذتها الجزائر لمواجهة الأزمة المالية	100
1.2.2.3.2.1.3	استخدام فائض حساب رأس المال	104
2.2.2.3.2.1.3	الإجراءات للحد من التقلص النقدي و تضخم الأسعار	104
3.3.2.1.3	أساليب مواجهة الأزمة المالية 2008 دوليا	105
1.3.3.2.1.3	أساليب مواجهة الدول المتقدمة للأزمة المالية	105
1.1.3.3.2.1.3	الولايات المتحدة الأمريكية	105
1.1.1.3.3.2.1.3	بنود خطة الإنقاذ المالي الأمريكي	105
2.1.1.3.3.2.1.3	تقييم خطة الإنقاذ	106
2.1.3.3.2.1.3	الإتحاد الأوروبي	107

109.....	3.1.3.3. تقييم خطة دول الإتحاد الأوروبي
109.....	2.3.3. أساليب صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية
109.....	1.2.3.3. مبادئ خطة الإنعاش
110.....	2.2.3.3. معالم النظام العالمي الجديد
110.....	6.2.3.3. الخطوات الخمسة الواجب اتخاذها من أجل إنشاء نظام عالمي جديد
111.....	3.3.3. النماذج البديلة لإحتواء الأزمة المالية
111.....	1.3.3.3. الإقتصاد الكينزي
112.....	2.3.3.3. الإقتصاد الإسلامي
119.....	خاتمة
123.....	الملاحق
158.....	قائمة المراجع

مقدمة

لم يتوقف تطور الأصول المالية على ظهور حق الملكية أو ظهور النقود كحقوق مالية على موارد عينية محددة ، بل إن الكفاءة الاقتصادية تزداد كلما اتسع حجم المبادلات ، فظهرت أشكال الأصول المالية الدائنة أو (المديونية) مع تطور الأوراق التجارية و السندات ، وعليه ظهرت الأسواق المالية المنظمة التي تتداول فيها هذه الأصول المالية مما أعطى المتعاملين درجة من الثقة في سلامة هذه الأصول المالية .

كما ظهر نوع من الأدوات المالية لدى البنوك التي تتميز أصولها بدرجة سيولة متفاوتة ، منها ما يمكن إعطائه الصيغة السائلة بسهولة ، و ذلك بمجرد التنازل عنها (سندات الخزينة) ، بالموازاة نجد أصول أخرى، تحمل شكل قروض للأفراد و المؤسسات تتميز بدرجة سيولة منخفضة ، إذ لا يمكن التنازل عنها في شكلها الأصلي . هذا النوع من القروض يحد من القدرة التنافسية للبنك ، حيث يؤدي إلى تجميد الأموال

سعيًا من البنوك لتجنب هذه الآثار السلبية ، شهدت المهنة المصرفية تغيرات في طبيعتها و أدواتها ، فقد تم ابتكار أسلوب المشتقات المالية ، فاستطاعت أن تتنازل على هذه الأصول (القروض) باستعمال تقنية تعرف بالتوريق أو التسنيد ، التي أدت إلى ترابط القطاع المصرفي بالأسواق المالية .

عملت البنوك بفضل عملية التوريق على تحرير أموالها المجمدة في أصول غير سائلة لتوظيفها في مجالات أخرى مربحة. وهكذا، لعب القطاع المصرفي دورًا مهمًا في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية ، لكن استخدام عملية التوريق أدى إلى إفراط البنوك في منح القروض ، وبالتالي إصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد الحقيقي . وهكذا، زاد عدد المدينين و زاد حجم المخاطرة . ورغم ربط حدود التوسع في الاقتراض التي حددتها اتفاقية بازل ، إلا أن بنوك الاستثمار استطاعت أن تتجاوز هذا الحد.

ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض، ما يعني مزيد من المخاطر. وذلك التوسع في الاقتراض لا يرجع إلى تجاهل اعتبارات الحدود المفروضة ولكنه يرجع إلى استخدام عملية التوريق .

ولدت الأزمة المالية لسنة 2008 نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهونات العقارية ، فالعقارات في أمريكا أكبر مصدر للإقراض و الاقتراض ، حيث قامت البنوك بتوريق القروض العقارية للحصول على مصادر تمويل جديدة. لكن عندما أصبح المدين غير قادر على تسديد التزاماته ، وصلت البنوك لوضعية عدم كفاية موجوداتها لتغطية مطالبها (الأصول لا تكفي لتغطية الخصوم) فتعرضت للإفلاس.

بسبب طبيعة النظام الاقتصادي الجديد الذي يتمثل في تلك العلاقات بين القطاع المصرفي و الأسواق المالية ، انتقلت الأزمة إلى هذه الأخيرة ، وبسبب ترابط العمليات المالية للبنوك، انتقلت الأزمة إلى مختلف البلدان الأخرى.

أدت الأزمة إلى مجموعة من الانعكاسات السلبية على اقتصاديات الدول المتطورة والنامية ، كما أدت إلى تراجع النظام الرأسمالي خصوصا فيما يتعلق بعدم جواز تدخل الدولة في السوق ، وعدم السماح بتدخلها في إدارة النشاط الاقتصادي ، وانفصال الاقتصاد الحقيقي عن المالي.

رغم حدة الأزمة المالية لسنة 2008 إلا أنها لم تنعكس بقدر من الشدة على البنوك الإسلامية، ويرجع ذلك إلى اختلاف طبيعة عمل البنوك الإسلامية عن طبيعة عمل البنوك التقليدية المعتمدة على الديون و الفوائد.

طرح الإشكالية

مما سبق ذكره يجدر بنا طرح الإشكالية التالية:

ماهو أثر عملية التوريق على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ؟

من خلال هذه الإشكالية يمكننا طرح مجموعة من التساؤلات التي قد يكون من أهمها ما يلي :

- لماذا منحت البنوك قروضا لأشخاص ليس لديهم القدرة على التسديد؟
- لماذا أفلست البنوك المطبقة لعملية التوريق ؟
- لماذا عرفت القروض المتدنية محل التوريق طلب من طرف المستثمرين على مستوى السوق المالي؟
- هل لانعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 علاقة بعملية التوريق ؟
- لماذا لم يكن باستطاعة السلطات الرقابية عزل الأزمة و حصرها في السوق التي شهدت انطلاقها؟

الفرضيات

للإجابة على تساؤلات الإشكالية يمكننا صياغة الفرضيات التالية :

- منحت البنوك قروضا لأشخاص ليس لديهم القدرة على التسديد لأن هذه الوضعية تكون لأجل قصير، و سوف تكون لهم القدرة للتسديد في الأجل الطويل.
- أفلسست البنوك المطبقة لعملية التوريق، لأن هذه العملية تقوم بتسيير المخاطر ليس عن طريق القضاء عليها و إنما تقوم بتحويلها و توزيعها على مستوى السوق المالي .
- عرفت القروض المتدنية محل التوريق طلبا على مستوى السوق المالي لأنها مضمونة بعقارات تمتاز بأسعار مرتفعة .
- ليس لانعكاسات الأزمة خارج الولايات المتحدة الأمريكية علاقة بعملية التوريق لأن هناك دول غير مطبقة للعملية و لكنها تأثرت بالأزمة المالية .
- لم يكن باستطاعة السلطات عزل الأزمة نظرا لطبيعة النظام الرأسمالي الذي أدى إلى تفشي استخدام الأدوات المالية المسببة للأزمة المالية .

أهمية الدراسة :

بعد تزايد الفضائح و الانهيارات المالية و إفلاس البنوك المطبقة لعملية التوريق، و كذا الشركات المتدخلة في تطبيق العملية ، و تعاضم حالات الإرباك في الأسواق المالية بسبب انخفاض أسعار الأوراق المالية المشتقة من عملية التوريق ، و نتيجة عولمة الأسواق المالية، قد أشير إلى العديد من الأسباب التي تطف وراء هذه الأزمة، كالإفراط في توريق القروض المتدنية، و غياب الشفافية و ارتفاع قيمة الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية فعلية ، لذلك جاءت هذه الدراسة لتبنى أثر التوريق على الأزمة المالية لسنة 2008 و دور الأطراف المتدخلة في العملية في تفاقم الأزمة ، و ماهية الإجراءات اللازمة للحد من الآثار السلبية لعملية التوريق و لاستعادة الأسواق المالية نشاطها . و ذلك من خلال التركيز على كيفية توريق القروض و علاقة هذه الأخيرة بالأزمة المالية.

أهداف الدراسة

بالإضافة إلى الإجابة إلى الإشكالية المطروحة و اختبار الفرضيات الموضوعية، فإن هذه الدراسة تهدف إلى:

- إبراز مفاهيم عملية التوريق و كيفية تطبيقها؛
- شرح مراحل عملية التوريق ؛
- شرح كيفية تحليل عملية التوريق؛
- دراسة أهم الاقتراحات المقدمة لمعالجة الأزمة المالية ؛
- التطرق إلى البدائل الإسلامية لمعالجة الأزمات ؛

أسباب اختيار الموضوع :

أسباب موضوعية:

- اعتبار الموضوع أحد أهم مواضع الساعة
- قلة الدراسات-في علم الطالبة- التي تناولت عملية التوريق و علاقتها بالأزمة المالية لسنة 2008.

أسباب ذاتية:

- التخصص في مجال نقود ، بنوك ومالية في الليسانس و الماجستير؛
- محاولة الاستفادة و الإفادة من الموضوع؛

منهج الدراسة :

تحقيقا لأهداف الدراسة ووصولاً لأفضل النتائج لتبيان أثر التوريق على الأزمة المالية لسنة 2008 ، فإننا نعتمد على المنهج الوصفي التحليلي بجمع أكبر عدد من المعلومات ، تحليلها و الوقوف على النتائج التي توصلنا إليها و كيفية الاستفادة منها للتغلب على الأزمات المالية.

حدود الدراسة

إن موضوع التوريق و الأزمات المالية موضوع متشابك واسع النطاق ،لذلك حاولنا من خلال هذا البحث التركيز على بعض النقاط التي نراها مهمة ، مثل نشأة عملية التوريق ، تطورها ، و ربطها بالأزمة المالية لسنة 2008 عن طريق البحث في أسبابها التي لديها علاقة بالعملية ، دون التركيز على بعض النقاط مثل تنشيط الأسواق المالية و تطورها باستخدام عملية التوريق ، و المشتقات المالية الأخرى.

صعوبات البحث

كل بحث علمي لا يكاد يخلو من صعوبات و عقبات يتلقاها الطالب عند انجازه لموضوع البحث ، حيث واجهتني صعوبة :

- حداثة الموضوع و نقص المراجع خاصة باللغة العربية في علمنا؛
- عدم استطاعة إجراء تربص لعدم استخدام التوريق في الجزائر؛

الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة إلى عالجت موضوع التوريق في علمنا، رسالة لل طالبة يوسفى كهينة التي جاءت تحت عنوان : إعادة تمويل البنوك باستخدام تقنية التوريق، لنيل شهادة مهندس دولة في تخطيط و إحصاء بالمدرسة الوطنية العليا للإحصاء و الاقتصاد التطبيقي، حيث تناولت الجانب الإيجابي للعملية و الذي يتمثل في كونها أداة فعالة لإعادة التمويل ، أما هذه الدراسة تناولت الجانب السلبي للعملية، وذلك بربطها بالأزمة المالية لسنة 2008.

خطة و هيكل الدراسة :

للإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، جزء كل فصل إلى مباحث و مطالب، مع محاولة تحقيق التوازن في الخطة حسب ما يقتضيه الإلمام بجوانب الموضوع.

في الفصل الأول تم التطرق إلى نشأة عملية التوريق ، أهم المتدخلين فيها ، مختلف مراحلها ، و إلى تجارب بعض الدول في العملية مع التطرق إلى تجربة الجزائر في ذلك .

في الفصل الثاني تم استعراض الأزمات التي حدثت قبل الأزمة المالية لسنة 2008 ، نشوء هذه الأخيرة، و إلى دور عملية التوريق في تفاقم الأزمة .

أما في الفصل الثالث و الأخير ، تم التطرق إلى انعكاسات الأزمة خارج الولايات المتحدة الأمريكية و أساليب هذه في معالجتها ، كما تطرقنا إلى النماذج البديلة لاحتواء الأزمة و التي تتمثل في الاقتصاد الكينيزي ، و الاقتصاد الإسلامي .

الفصل 1

التوريق قبل الأزمة المالية لسنة 2008

شهدت المهنة المصرفية في الوقت الحاضر تغيرات كبيرة في طبيعتها وأدواتها وتقنياتها ، بسبب مساسها بالحياة الاقتصادية للأفراد و المجتمعات ، فلم تعد وظيفة المصارف قاصرة على ممارسة المهنة التقليدية المتمثلة في دور الوسيط بين المقرضين و المقترضين عن طريق عمليات الائتمان قصيرة الأجل ، كتلقي الودائع و إصدار الشيكات ، بل نجد هذه المصارف قد اتجهت إلى التوسع في سياسات الإقراض باستعمال أدوات حديثة أهمها التوريق .

تعتبر عملية التوريق من أهم الإبداعات الجديدة في الهندسة المالية التي تلعب دور مهم في إسراع عجلة النمو الاقتصادي ، و تطوير الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي ، حيث أنه تسمح هذه العملية للبنوك و المؤسسات المالية الأخرى من تحويل الأصول الغير السائلة إلى أصول سائلة بتدفقات نقدية مستقرة وثابتة. وسوف نتعرف على هذه العملية في هذا الفصل ، من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث تطرقنا إلى تاريخ ظهور عملية التوريق و ماهيتها، كيفية توريق القروض ، و في الأخير تناولنا تجارب بعض الدول في العملية.

1.1. ظهور عملية التوريق و ماهيتها

بعد ظهور عملية التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات من القرن العشرين أصبحت المؤسسات تستخدم أسلوب آخر لتمويل مشروعاتها إضافة إلى استخدام القروض و الأسهم و السندات.

سنطرق في هذا المبحث إلى سوق الرهن العقاري الأمريكي لمعرفة كيفية إنشاء عملية التوريق ، ثم إلى المفاهيم العامة للعملية، و في الأخير نتطرق إلى الأدوات المشتقة من العملية.

1.1.1.1 سوق الرهن العقاري الأمريكي قبل ظهور عملية التوريق

من أبرز الخطوات التي اتخذتها الحكومة الأمريكية لتنشيط السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري هو تأسيس مجموعة من المؤسسات تتولى عملية الإقراض، التأمين، وإصدار الأوراق المالية.

1.1.1.1 المؤسسات الناشطة في السوق

بعد تأسيس نظام التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1930 [1] ص 47، تم سن القانون الوطني للإسكان سنة 1934 ترتب عليه مجموعة من المؤسسات التالية:

1.1.1.1.1 إدارة الإسكان الفيدرالي FHA [2] ص 310

أسست هذه الإدارة سنة 1934، حيث أسندت لها مسؤولية حماية المستثمرين في السوق عن طريق تقديم خدمة تأمينية ضد توقف المقرض عن سداد قيمة القرض.

2.1.1.1.1 الهيئة الفيدرالية الوطنية الرهونات FNMA [3]

تأسست هذه المؤسسة التي تسمى أيضا بفاني ماي سنة 1934، حيث يتمثل دورها في تقديم قروض الإسكان، وذلك بعد موافقة إدارة الإسكان الفيدرالي.

كانت فاني ماي مؤسسة حكومية إلى غاية 1968 لتصبح مؤسسة شبه حكومية منذ ذلك الحين إذ أنها تدار كشركة خاصة تعرض أسهمها في بورصة نيويورك لكنها تخضع للقواعد التنظيمية لوزارة الإسكان والتنمية العمرانية الأمريكية، ووزارة المالية الأمريكية.

3.1.1.1.1 إدارة خدمة المتمرسين VA [2] ص 310

أسست هذه المؤسسة سنة 1944، لتتولى مهمة حماية المستثمرين مثلها مثل إدارة الإسكان الفيدرالي و يتمثل هدفها في زيادة نشاط سوق الرهونات.

4.1.1.1.1. المؤسسة الحكومية الوطنية للرهنات او ما يسمى بـ جيني ماي GNMA [3]

أنشئت سنة 1968 وهي عبارة عن شركة مملوكة بالكامل للحكومة الأمريكية ، تقوم بإصدار أوراق مالية أصلها مجمعات القروض التي تضمنها إدارة الإسكان الفيدرالي FHA وإدارة المتبرسين VA التي تتمتع بثقة عالية كونها مضمونة بشكل كامل من طرف الحكومة الأمريكية ، و نتيجة لذلك تحمل الأوراق المالية لمؤسسة جيني ماي تصنيفا ممتازا بدرجة AAA.

2.1.1.1. ظهور أزمة المؤسسات الادخارية الأمريكية

إلى غاية 1960 كانت المؤسسات الادخارية تستخدم ودائع قصيرة الأجل و مدخرات الزبائن لتمويل طويل الأجل (تمويل العقارات) ، وذلك بسعر فائدة ثابت محدد من البنك الفيدرالي الاحتياطي ، حيث حققت أرباحا في نشاطها نظرا لاستفادتها من الإعفاء الضريبي ، ما جعلها تجلب عدد كبير من المودعين خاصة وإنها تمنح معدلات بـ 50 إلى 100 نقطة أساسا زائدة عن المعدل المطبق من طرف البنوك التجارية الأخرى [1] ص 50.

لكن لم يستمر الوضع طويلا ، فمع ارتفاع معدل التضخم سنة 1980 لم تعد المؤسسات الادخارية تستفيد من الإعفاء الضريبي ، ما جعلها ، تواجه منافسة من طرف البنوك التجارية فتعرضت للإفلاس ، هذا ما بين أن نظام تمويل العقارات كان سببا لذلك (الإعفاء الضريبي و سعر فائدة مرتفع على الودائع) [1] ص 50.

كانت أول خطوة لاحتواء الأزمة هو السماح لهذه المؤسسات الادخارية من الاستثمار في مجالات أخرى غير التمويل العقاري، وثاني خطوة هو تحويل جزء من أصولها الغير السائلة إلى أصول سائلة ، حيث تم إنشاء مؤسسات رهونات القروض الداخلية الفيدرالية FHLMC أو ما يسمى بـ فريدي ماك سنة 1970 بموجب امتياز من الكونغرس ، يوجد لدى هذه المؤسسة برنامجا مختلفان لشراء القروض [3]:

- الضمانات المقدمة فيما يتعلق ببرنامج مدفوعات سداد فائدة و أصل القرض في المواعد الصحيحة؛

- الضمانات التي تعزز شهادات مؤسسة فريدي مارك التي تشمل مدفوعات الفائدة و المدفوعات

النهائية لأصل القرض في وقتها؛

2.1.1. مفاهيم عامة لعملية التوريق

منذ ظهور عملية التوريق سنة 1970 تعددت تعارفها نذكر منها ما يلي:

1.2.1.1 التعاريف المختلفة لعملية التوريق

1.1.2.1.1.1 التعريف الأول: التوريق ويطلق عليه أيضا التسنيذ هو الترجمة العربية لكلمة

SECURITIZATION و التي تعني عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول [4].

2.1.2.1.1.1 التعريف الثاني: التوريق هو تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول بهدف الحصول

على سيولة ،حيث تتم من خلالها جمع ديون غير سائلة و متجانسة ووضعتها في شكل سندات تتداول في

سوق رأس المال ، وكما يشترط في الأصول الممكن تورقيها أن تكون مضمونة بضمان يحمل عدة أشكال

منها العقارات [5]ص82.

3.1.2.1.1.1 التعريف الثالث: التوريق عبارة عن تقنية مالية تسمح بإعادة تمويل المؤسسات، بتنازل هذه

الأخيرة عن أصولها مقابل الحصول على سيولة [6]ص159.

4.1.2.1.1.1 التعريف الرابع: التوريق هي عملية تحويل الديون أو الأصول الغير قابلة للتداول (استثمارات

غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق) في أسواق المال عن طريق خلق أوراق مالية

يمكن بيعها من المقرض الأساسي وهو البنك إلى مقرضين آخري [7]ص77.

5.1.2.1.1.1 التعريف الخامس: التوريق هي أداة جديدة للتمويل ، تقوم على تحويل الأموال غير السائلة و

التي تكون على شكل قروض مضمونة ، تستحق في تاريخ معين ، بالإمكان تحويلها إلى أوراق

مالية [8]ص45.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن التوريق هي عملية يتم من خلالها تحويل أصول غير سائلة إلى أوراق مالية تتميز بدرجة من السيولة، مما يعزز السوق و ينشطه ، كما تسمى أيضا بعملية التسييد نسبة إلى السندات التي تخلق من جراء هذه العملية .

ويمكن استنتاج من التعاريف السابقة أن عملية التوريق تخلق مصادر تمويل جديدة للمؤسسات دون إلغاء دور الوساطة المالية

2.2.1.1. دور الوسيط المالي في ظل عملية التوريق

يكمن الدور التقليدي للوسيط المالي في تجنب العراقيل التي قد يواجهها الدائن في علاقته مع المدين، مثل الحصول على المعلومات اللازمة ، فعالبا ما يفتقر المستثمر للمعلومات الكافية لإدراك كيفية إدارة القروض الخاصة بالشركة.

بعد تطبيق عملية التوريق تطورت مهام الوسيط المالي لتتضمن ما يلي[9]:

- توزيع و تقسيم المنتجات المالية: يقوم التوريق بتقسيم مهام الوسيط المالي إلى سلسلة من الأعمال الوظيفية، فتقوم البنوك الاستثمارية بعملية التسويق، بينما تقوم شركات التصنيف بمهمة التقييم، و يقوم بمهمة الإدارة مدير صناديق الاستثمار؛

- تحويل و توزيع المخاطر من خلال عدة صفقات مركبة؛

- تقديم أدوات و خدمات مالية جديدة فيذكر منها[10]:

استبدال الدين:

هو عبارة عن استبدال الحقوق و الالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويه كليا أو جزئيا إلى ورقة مالية.

التنازل:

هو التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين ، ولا يتحمل بائع الدين أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين و جدارته الائتمانية.

المشاركة الجزئية:

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص ، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ، ففي عقدي الإيجار و البيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة ، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق ، و بالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين .

3.2.1.1. الفرق بين التوريق و التورق

التورق هو شراء سلعة بالأجل و قيام المشتري بإعادة بيع السلعة المشتربة إلى طرف ثالث نقدا (غير البائع نقدا) بهدف الحصول على النقد .

التوريق يتحقق من خلال قيام البنك أو مؤسسة مالية بتحويل ملكية الأصول المالية التي لديها ، و المدرة للدخل إلى طرف آخر بهدف الحصول على السيولة .

يلاحظ أنه رغم اختلاف التوريق عن التورق فإن كلاهما يهدف إلى توفير السيولة للمستفيد ، ففي عقد التورق نجد أن العميل الذي اشترى السلعة بالأجل يقوم ببيعها إلى طرف ثالث نقدا بهدف الحصول على السيولة ، أما في عملية التوريق فإن البنك أو المؤسسة المالية ، تقوم بنقل ملكية الأصول لديها إلى طرف آخر ، و استلام القيمة الحالية لتك الأصول، و الاستفادة من تلك السيولة لتمويل المشروعات الجديدة [11]

3.1.1. الأوراق المالية المشتقة من عملية التوريق

نظرا لاختلاف نوع و قيمة الضمانات التي يقدمها المقترض، أدى ذلك إلى اشتقاق أنواع مختلفة من عملية التوريق، ونذكر منها ما يلي:

1.3.1.1. الأوراق المالية المضمونة بأصول ABS و ينقسم إلى [12] ص33:

- شهادات مضمونة بتملك سيارة CAR: هي تلك الأوراق المضمونة بقروض السيارات.

- أوراق تجارية بأصول ABCP : وهي أوراق الدين قصيرة الأجل، وفي هذه الحالة تنتج عن

عملية التوريق ورقة تجارية (أصول قصيرة الأجل)، و يستخدم أكثر من قبل بنوك تجارية لتمويل

التزامات قصيرة الأجل مثل أصول الاستغلال (أصول متداولة).

2.3.1.1. الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري MBS : تلك الأوراق المضمونة برهن عقاري،

وتنقسم إلى ما يلي [12]:

- الأوراق المالية المضمونة برهن تجاري CMBS^(*): هي تلك الأوراق المضمونة برهن تجاري

أي عقارات تجارية.

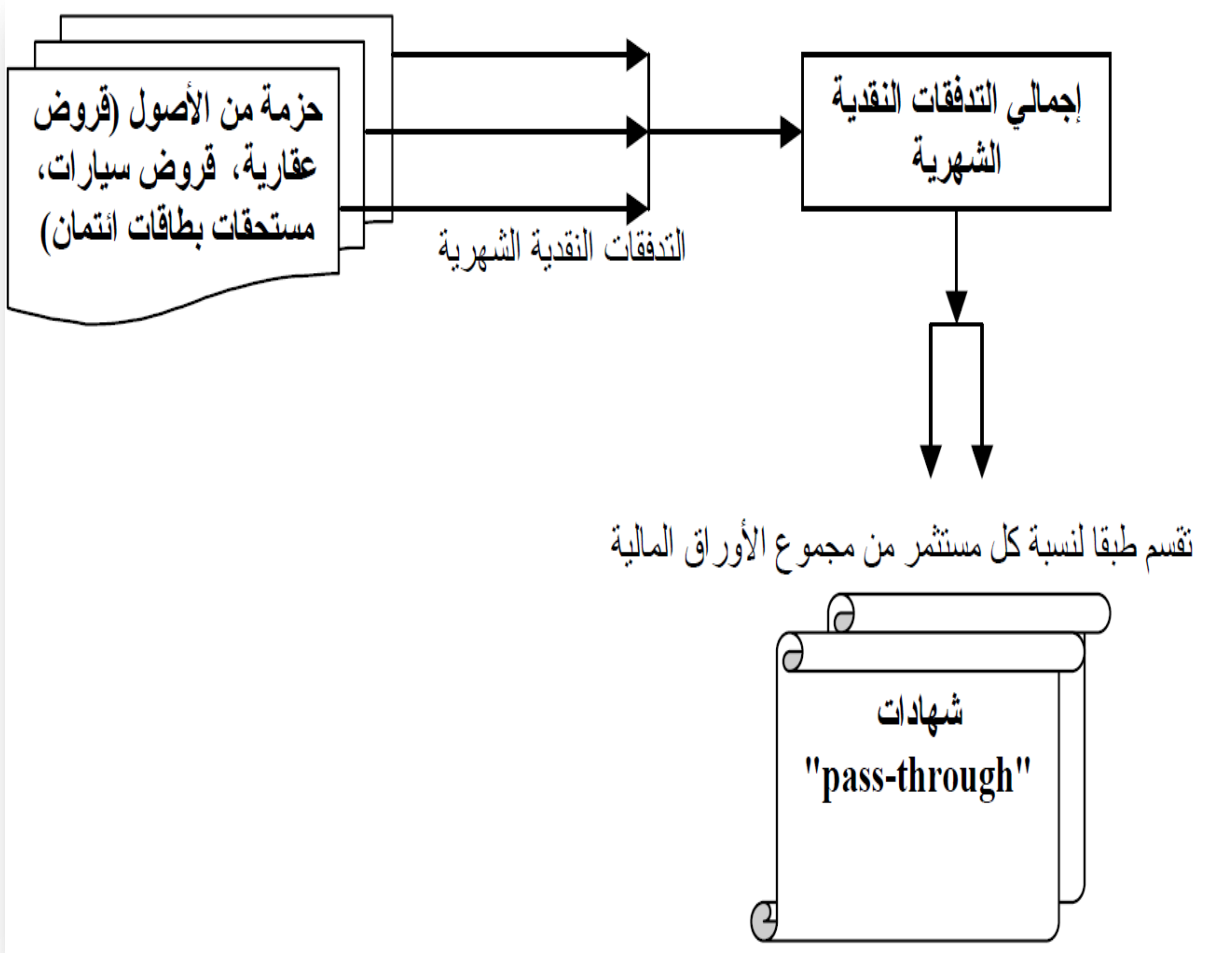
- الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني RMBS وهي الشكل الأساسي الأول لعملية التوريق

، و هي تلك الأوراق المضمونة بممتلكات عقارية سكنية .

3.3.1.1. فئة الباستروث PASS-THROUGH: [9]: هي أوراق مالية مضمونة بوعاء من القروض

العقارية ، و يتم توزيع التدفقات الناجمة عن تلك القروض بناء على نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر في

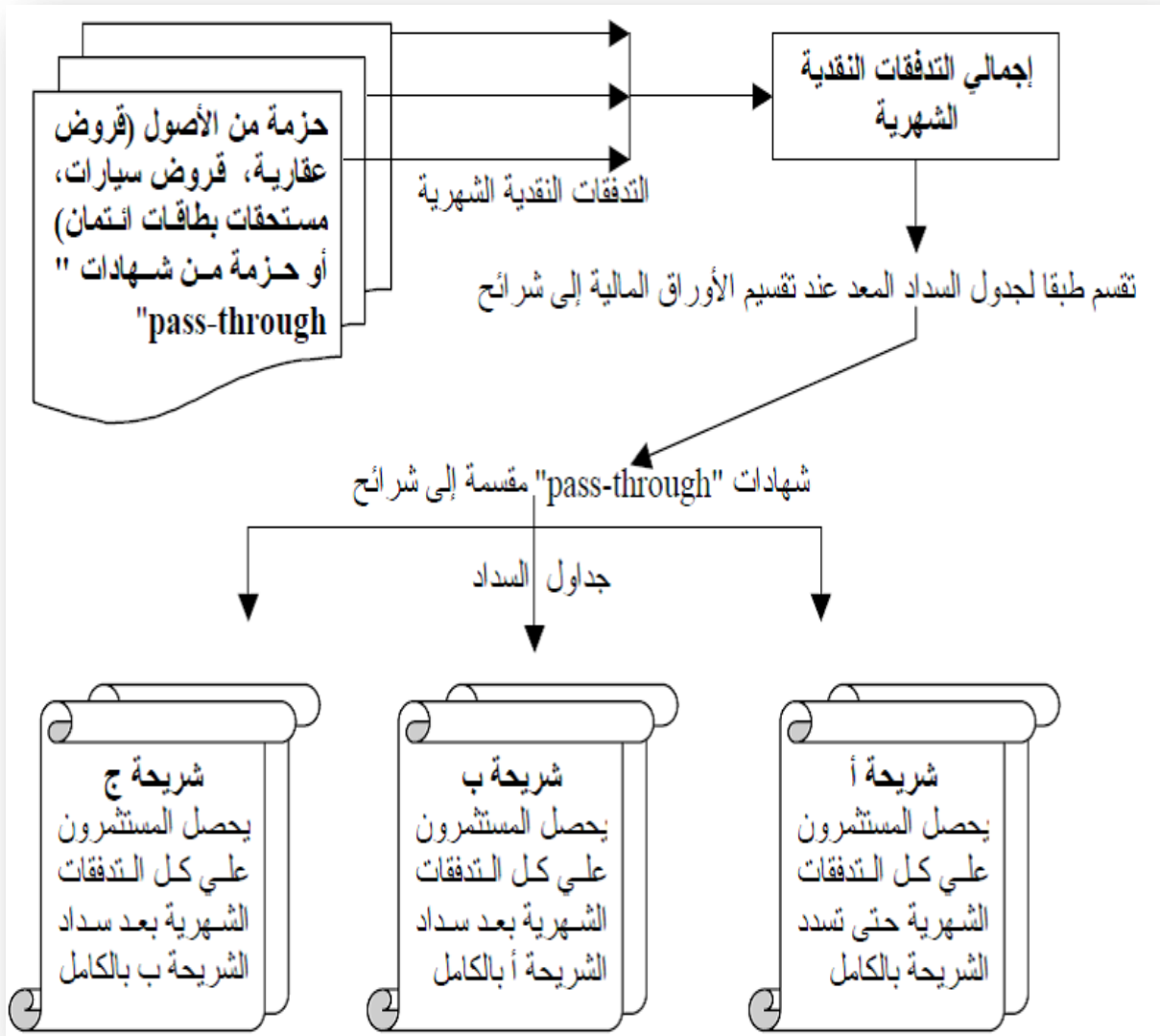
الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك القروض.



الشكل رقم 1: رسم توضيحي لفئة pass-through [9]

4.3.1.1 . التزام الرهن العقاري المضمونة CMO او ما يسمى بالبايتروث PAY-THROUGH

يقصد بها الأوراق المالية المضمونة بمجمع القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني، و عادة ما تتضمن العملية حزمة من الشهادات الـ pass-through بحيث يكون لها تواريخ استحقاق معينة.



الشكل رقم 2: رسم توضيحي لفئة pay-through [9]

ومما سبق نستنتج أن الفرق بين pass-through و pay-through يتمثل فيما يلي:

تتمثل الأوراق المالية من فئة pass-through ملكية مباشرة للمستثمر في كل الأدوات الناجمة من

الأصول الضامنة للأوراق المالية، على أن توزع طبقاً لنسبة الأوراق المالية.

أما بالنسبة لفئة الـ pay-through فيإضافة إلى إصدارها بضمان حزمة من الأصول ، يمكن ضمان حزمة من شهادات الـ pass-through التي تقسم إلى شرائح مختلفة من حيث توزيع الإيرادات و التدفقات النقدية الناتجة من الأصول ،مما يؤدي إلى اختلاف آجال تلك الشهادات.

2.1. كيفية توريق القروض

يسبق تحقيق عملية التوريق ،خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك المتنازل عن الأصول ،الحصول على سيولة المستهدفة من جراء العملية مقابل نقل ملكية هذه الأصول.تتمثل أهم الخطوات في تحديد أهم المتدخلون لنجاح العملية ثم تحديد مهامهم.

1.2.1. أهم المتدخلون في عملية التوريق

يمكن تحديد أطراف عملية التوريق الرئيسة على النحو التالي[13]:

1.1.2.1. المنشئ (البنك المتنازل): وهو الجهة التي تملك الأصل محل التوريق، فبعد تقييمه يقوم البنك ببيعه لشركة تتولى عملية التوريق، وبالتالي يخرج من ميزانيتها*).

2.1.2.1. الشركة ذات الغرض الخاص (مؤسسة التوريق) SPV: وهي ما يمكن اعتباره كيانا اقتصاديا مستقلا عن المورق الأصلي، تتولى هذه الشركة مهمة إصدار أوراق مالية للاقتراض مضمونة بالأصل الذي قد اشترته من المورق الأصلي تحت رقابة هيئة غالبا ما تكون بنك استثمار أو شركة تأمين.

3.1.2.1. شركات التصنيف الائتماني: هي تلك الشركات التي تتولى عملية تقييم المخاطر الائتمانية (مخاطر عدم التسديد.....الخ)، وتركز تصنيفات هذه الشركات الخاصة بالديون(**) على درجة قيام المصدر بسداد أصل المبلغ و الفوائد الدورية بتاريخ الاستحقاق. وقد أخذت تقييمات ثلاث شركات (ستانداردأندبورس موديس وفيشبكا) الصبغة العالمية بالنظر لاعتماد البنوك العالمية عليها في تقييم المخاطر الائتمانية.

يتم تصنيف الأوراق المالية حسب الجدول التالي:

جدول رقم (1) يبين مختلف التصنيفات من طرف شركات التصنيف العالمية للأوراق المالية [14]

تفسير التصنيف	تصنيف شركة فيبشكا (Fitchibca)	تصنيف شركة موديس (Moody's)	تصنيف شركة ستندارد أند بوس (Standard and Poors)
أوراق مالية عديمة المخاطر و ذات جودة ممتازة.	AAA	Aaa	AAA
أوراق مالية ذات جودة جيدة.	AA	Aa	AA
احتمال وجود مخاطر في بعض البيئات الاقتصادية.	A	A	A
أوراق مالية ذات جودة متوسطة.	BBB	Baa	BBB
وجود مخاطر عدم التسديد على أجل طويل و انطلاقا من هذا التصنيف العملية تصبح مضاربة.	BB	Ba	BB
احتمال عدم التسديد مرتفع.	CCC	Caa	CCC
مصدر الأوراق المالية في وشك الإفلاس، المقرض مضارب.	c	Ca	C
المقترض في حالة إفلاس.	D	C	D

4.1.2.1. شركة التأمين [5]: لضمان نجاح عملية التوريد و لزيادة الثقة للمستثمرين ، فإن البنك المتنازل عن الأصول غالباً ما يلجأ لتأمين القروض المورقة لدى شركات تأمين للحصول على أحسن تقييم لدى شركات التصنيف.

2.2.1. مراحل عملية التوريد

يمكن تلخيص أهم مراحل عملية التوريد فيما يلي:

1.2.2.1. اختيار الأصول محل التوريد: يجب أن يكون مجمع الأصول المطلوب توريقه متجانس^(*)، حيث يجب أن يحقق ما يلي [15] ص 92:

- المدة: يجب اختيار القروض التي لديها أجل طويل من أجل أحسن إهلاك؛

- كيفية التسديد: يتم اختيار القروض التي تسدد في كل مدة استحقاق، قد تكون شهرية أو ثلاثية أو

سداسية؛

- معدل فائدة القروض: يجب أن يكون للقروض معدلات فائدة متقاربة؛

2.2.2.1. تقدير شركة التصنيف الائتماني للمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية:

كما سبق الذكر فإن شركة التصنيف الائتماني تقوم بتقييم المخاطر الائتمانية للأوراق المالية، ليتم

التصنيف حسب الجدول رقم (1) و يتم تقسيم المحفظة على شكل شرائح كما يلي [16] ص 224:

- الشريحة الأولى " SENIOR " (**): هي تلك الشريحة المتكونة من أوراق مالية تسدد في

تواريخ استحقاقها بقيمتها وفوائدها، وهي مسجلة في الصنف AAA ، ما يجعل من الأكيد الحصول على

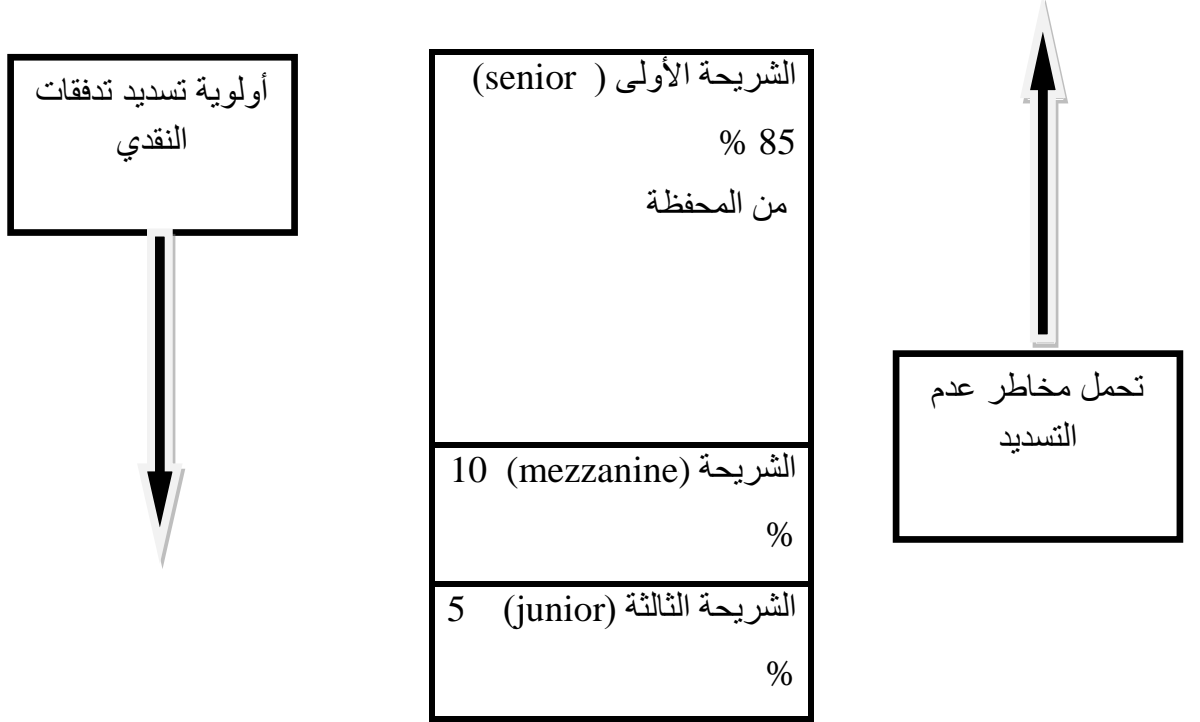
قيمتها في تواريخ الاستحقاق، ويمثل 80% إلى 85% من المحفظة المالية.

- الشريحة الثانية " MEZZANINE " : تحتوي على أوراق مالية أقل ضمان من الأولى، و

تمثل 15% من المحفظة المالية.

- الشريحة الثالثة " JUNIOR " : و تسمى أيضا شريحة القروض المشروطة ، أي أن تسديد قيمتها يكون مشروط بتسديد قيمة الشريحة الأولى و الثانية ، وتمتاز هذه الشريحة بتعرضها أكثر لمخاطر الائتمان، و تمثل من 5 % إلى 10 % من المحفظة المالية (المجمع).

الشكل رقم 3 : رسم توضيحي لشرائح المحفظة محل التوريق [17]ص3



مثال توضيحي:

يريد بنك أن تقوم بتوريق ما قيمته 50 و.ن على شكل شرائح ، تقوم شركة ذات الغرض الخاص ببيع ما قيمته 35 و.ن على شكل الشريحة الأولى ، 10 و.ن على شكل الشريحة الثانية، و 5 و.ن على شكل الشريحة الثالثة، يمكن أن يتحقق ثلاث سيناريوهات

- السيناريو الأول:تحقق خسارة قيمتها 3 و.ن . في هذه الحالة الشريحة الأولى والثانية تسدد بالكامل، أما الشريحة الثالثة فيسدد منها ما قيمته 2 و.ن لأنها تتحمل كل الخسارة .

- السيناريو الثاني:تحقق خسارة قيمتها 10 و.ن . في هذه الحالة الشريحة الأولى تسدد بالكامل

ولا تتحمل أية خسارة، بينما الشريحة الثانية فيسدد منها ما قيمة 5 و.ن فقط ، فنظرا لارتفاع قيمة الخسارة أكثر من قيمة الشريحة الثالثة فإن الباقي تتحملها الشريحة الثانية .

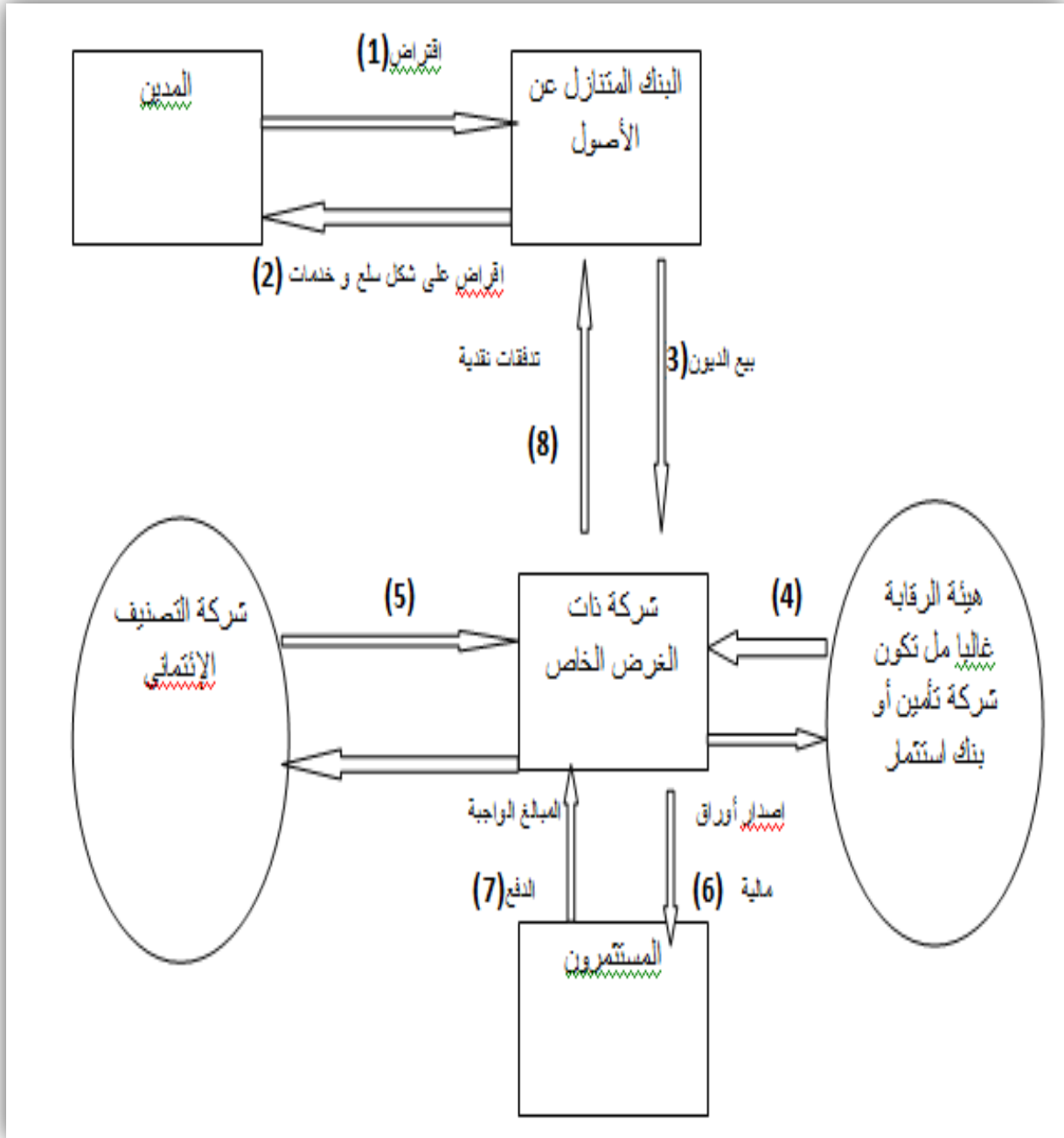
-السيناريو الثالث: تحقق خسارة قيمتها 20 و.ن ، ففي هذه الحالة تتحمل الشريحة الثالثة و الثانية خسارة قيمتها 5 و.ن و10 و.ن على الترتيب، أما الباقي، والتي تبلغ قيمتها 5 و.ن [$5 = (5+10) - 20$] تتحملها الشريحة الأولى.

3.2.2.1. بيع الأصول: في هذه الحالة يقوم البنك المتنازل من بيع مجمع الأصول المضمونة لشركة ذات الغرض الخاص. عملية البيع هذه تأتي بعد تحقق البنك من جدوى التوريق و المقارنة بين تكلفة التمويل عن طريق التوريق و بين المصادر الأخرى للتمويل.

4.2.2.1. سداد قيمة الأصول للبنك وقيمة الفوائد للمستثمرين: [5]ص86

بعد بيع الأوراق المالية الناتجة من عملية التوريق، تستخدم شركة ذات الغرض الخاص السيولة المتحصل عليها لسداد قيمة الأصول المتنازل عنها من طرف البنك، ليستعملها إما لشراء حقوق أخرى ذات خصائص مختلفة (استبدال دين أصلي مقابل دين جديد) ، أو لغرض تمويل آخر .

الشكل الموالي يلخص أهم مراحل عملية التوريق :



الشكل رقم 4 : رسم توضيحي لخطوات عملية التوريق [18] ص 119

3.2.1. تحليل عملية التوريق

تحقق عملية التوريق منافع لجميع المتعاملين ، نظرا لما تلعبه من دور هام في إعادة تمويل البنوك، تحويل المخاطر، و تنشيط السوق المالي .

1.3.2.1. فوائد عملية التوريق

تتمثل ايجابيات التوريق فيما يلي [11]:

1.1.3.2.1. بالنسبة للمصدر (منشأ الأصل)

يتضح مما سبق أن المصدر ، الذي يكون عادة شركة أو مؤسسة ، تستطيع عن طريق توريق بعض

أصولها المدرة للدخل ، أن تحصل على العديد من المنافع و الفوائد أهمها ما يلي :

- توفير أداة تمويلية (خارج الميزانية) ذات كلفة منخفضة بالمقارنة مع أدوات أسواق رأس المال

الأخرى ، خاصة في حال الحصول على تصنيف ائتماني مرتفع من وكالات التصنيف العالمية ؛

- تعتبر أداة مناسبة لإدارة المخاطر؛

2.1.3.2.1. بالنسبة للمشتري (المستثمر)

- استغلال السيولة الفائضة المتوافرة لدى هذه البنوك و المؤسسات المالية ، عن طريق شراء أصول مدرة

للدخل، تحقق هوامش ربحية عالية تفوق معدل العائد على الفرص البديلة المتاحة في أسواق رأس المال ؛

- يطلب المشتري عادة ضمانات بنكية مقابل الصكوك التي يتم إصدارها (الكمبيالات أو السندات الأذينية

)، وذلك لضمان التزام المصدر بالسداد، وفقا لعملية إعادة الهيكلة التي تم الاتفاق عليها

2.3.2.1. منح القروض في ظل غياب التوريق

يعتمد البنك في دراسة القروض التي تمنحها على قدرة المقترض على تسديد أقساط القرض و فوائده التي

يحددها متغيرتين، أولها هو العائد المتوقع من المشروع الممول المتوقع، وثانيها تتمثل في قيمة

التكاليف (قسط القرض + الفائدة) التي يسدها المقترض، و عليه دراسة القرض من طرف البنك تكون كما

يلي [18] ص122:

يتم حساب قدرة المقترض على تسديد القرض بالعلاقة التالية :

B: قيمة القرض

Q_t^e : العوائد المتوقعة من المشروع الممول في الفترة t

Ψ : قدرة المقترض على تسديد قرضه

$$(1) \quad \psi = \frac{B}{Q_t^e}$$

لكن يجب على المقترض دفع أقساط القرض زائد الفائدة، و بالتالي تصبح العلاقة (1) كما يلي:

r : معدل الفائدة

إذا افترضنا أن دفع أقساط و الفائدة موزعة بالتساوي خلال فترة اهتلاك القرض ، فتصبح المعادلة رقم

(2) كما يلي:

$$(2) \quad \psi = \frac{(1+r)B}{Q_t^e}$$

n : هو عدد استحقاقات القرض

$$(3) \quad \psi = \frac{(1+r)B/n}{Q_t^e}$$

بمأن Q_t^e عبارة عن عائد متوقع للمشروع ، فإنه يستطيع أن يختلف عن العائد الحقيقي ، وإذا أخذنا بالاعتبار تباين العائد المتوقع عن الحقيقي ، فإن المعادلة (3) تصبح كما يلي :

$$(4) \quad \xi = \frac{\frac{B}{n} + \frac{rB}{n}}{Q_t^e - \delta_{Qt}^2}$$

δ_{Qt}^2 : تمثل تباين العوائد المتوقعة

عند دراسة العوائد المتوقعة فإن البنك تعتمد على متغيرتين هما

- λ معامل ثقة البنك في المشروع

- τ قيمة الضمان الإجباري الذي يقدمه المقرض للبنك ، وهكذا تصبح المعادلة (4) كما يلي :

$$(5) \quad \xi = \frac{\frac{B}{n} + \frac{rB}{n}}{\tau(Q_t^e - \lambda\delta_{Qt}^2)}, \quad \tau < 1, \lambda > 1.$$

ومن هذه المعادلة نستطيع تعيين قيمة القروض كما يلي:

$$B = \frac{n\xi\tau(Q_t^e - \lambda\delta_{Qt}^2)}{(1+r)}$$

أما فيما يخص تكاليف منح القرض من طرف البنك فإنها تتمثل فيما يلي:

- معدل على الودائع ذلك لجذب هذه الأخيرة التي نعتبرها كتكاليف عامة ونعبر عنها بالمعادلة (6)
- قيمة الاحتياط الإجباري الذي تضعه لدى البنك المركزي التي نعتبرها تكاليف غير ظاهرة، و نعبر عنها بالمعادلة (7)

$$(6) \quad CP = (1 + \rho)DT$$

$$(7) \quad CC = q(1 + r)DD$$

CP: مصاريف عامة

P: معدل الفائدة على الودائع لأجل

DT: قيمة الودائع لأجل.

r: معدل الفائدة على القرض

q: معدل الاحتياط الإجباري

DD: قيمة الودائع الجارية

و عليه يقوم البنك بحساب قيمة ربحها كما يلي:

$$(8) \quad \pi^e = (1+r) \sum_n B_i - (1+\rho) \sum_n DT_i - q(1+r) \sum_n DD_i$$

$\sum B_i$: مجموع قيمة القروض

تحدد قيمة الودائع الجارية و معدل فائدة عليها حسب معدل الفائدة على القرض، ومن الطبيعي أن يكون

هذا الأخير أكبر من معدل الفائدة على الودائع، و عليه نستطيع افتراض أن $\rho = \gamma r$

بتعويض قيمة P في المعادلة (8) نتحصل على ما يلي :

$$(9) \quad \pi^e = (1+r) \sum_n B_i - [1+\rho(r)] \sum_n DT_i(\rho) - q(1+r) \sum_n DD_i(r)$$

لتقدير قيمة القروض الممنوحة من طرف البنك، نفترض أن مجموع الأصول تساوي مجموع الخصوم

حسب المعادلة التالية:

$$(10) \quad \sum_n B_i = (1-q) \sum_n DD_i(r) + \sum_n DT_i(\rho)$$

الجدول الموالي يلخص النتائج السابقة :

الجدول رقم (2) : نتائج دراسة القرض من طرف البنك [18]ص125

التوقعات	قدرة المقرض على تسديد القرض	قيمة الضمان الإجباري τ	معامل الثقة λ	التباين δ^2	الربح المتوقع Q^e	قيمة القرض B
متفائلة	مرتفعة	يزداد	ينقص	ينقص	يزداد	تزداد
متشائمة	منخفضة	ينقص	يزداد	يزداد	ينقص	تنقص

3.3.2.1. منح القروض في ظل تطبيق التوريق

عندما تقوم البنك بتوريق جزء من قروضها ، فإنه هناك جهات عديدة تتدخل (السابقة الذكر) ، كما تخلق هذه العملية مصادر أخرى للتمويل، وتسمح لها بتحويل المخاطر إلى مستثمرين ، وعلية لا تهتم البنك على قدرة المقرض على استرجاع قيمة القرض ، ما يؤدي إلى انخفاض ثقتها في المقرض ، وقيمة الضمان الإجباري الذي كانت تفرضه على المقرض.

والجدول التالي أهم التغيرات التي تحدث من جراء عملية التوريق

جدول رقم (3): أهم تغيرات من جراء تطبيق التوريق [18] ص 126.

قيمة الضمان τ	معامل الثقة λ	التباين δ^2	الربح المتوقع Q^e	قيمة القروض الممنوحة B
تنقص	ينقص	لا يتغير	لا تتغير	تزداد

عند تطبيق عملية التوريق يتم الحصول على مجمع متجانس ، أي يتم تحويل مجموعة من القروض محل التوريق إلى قرض واحد بمعدل فائدة واحد ، حيث يتم حساب قيمته ، فائدته ، و أجل استحقاقه كما يلي [1] ص ص 87-93:

3.1. تجارب بعض الدول في عملية التوريق

بدأت فكرة التوريق تكتسب أهمية بعد أن وجدت فيها المؤسسات ملاذاً مالياً هاماً، لزيادة سيولتها و تقليل مخاطر محافظها المالية، فانتشرت في باقي دول العالم.

سنحاول في هذا المبحث الإشارة إلى تجارب بعض الدول المتقدمة و الدول النامية.

1.3.1. تجارب الدول المتقدمة

منذ ظهور التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 عرف تطورا ونجاحا هاما ، ثم شرعت دول أوروبا في تطبيقها.

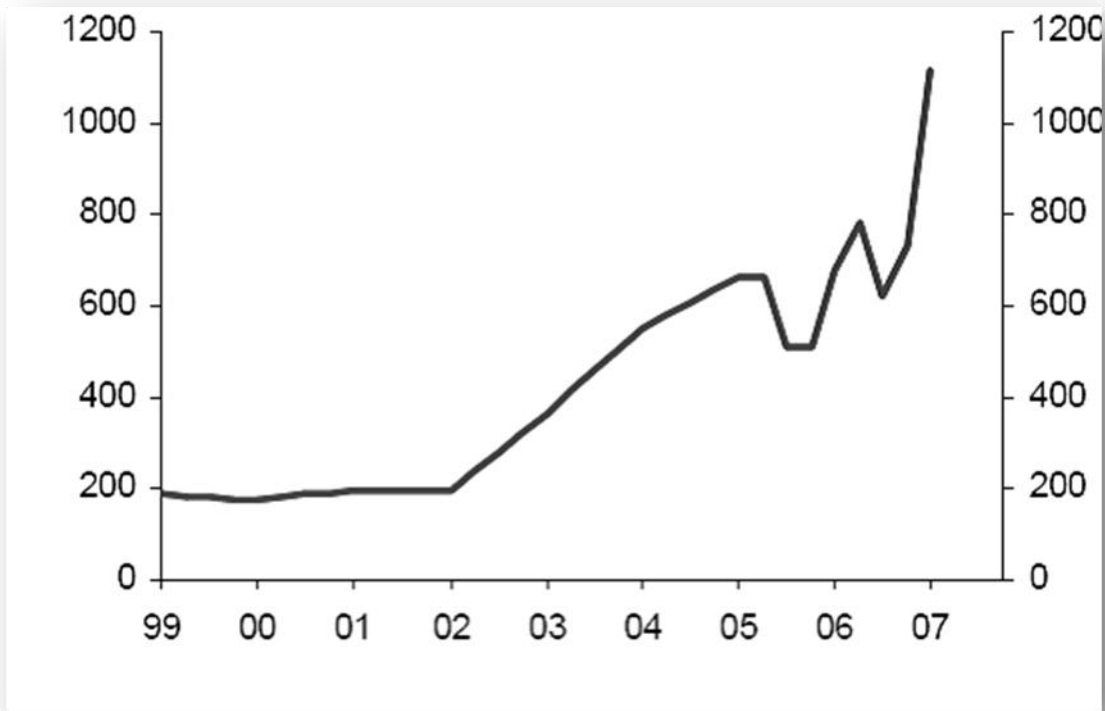
1.1.3.1. تطور التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية :

زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية خلال الثمانينات، بسبب العمليات المنفذة من قبل شركة فريدي ماك و شركة فاني ماي .

تقوم هذه الشركتين بشراء قروض الرهن العقاري من البنوك التجارية و المؤسسات الاقتصادية و بنوك الرهن العقاري و المقرضين الأوليين، ثم تقوم بحفظ هذه القروض في محافظتهما الخاصة أو بيعهم لمستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية [9]، وقد ازدادت وتيرة نمو شركة "

فاني ماي" و"فريدي ماك" باستمرار، بالتزامن مع إلغاء القيود على المنظومة المالية. ففي العام 1990، كانت المؤسسات تمتلكان 740 ملياراً من القروض. وقد ارتفع هذا الرقم ليبلغ 1250 مليار دولار في العام 1995، وليتخطى 2000 ملياراً في العام 1999 ثم 4000 ملياراً في العام 2005. وعشية تأميمهما، كان في حوزتهما 5400 مليار دولار (3825 مليار يورو)، أي ما يعادل 45 في المائة من الرقم الشامل للقروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية. من جهة أخرى، كانت الشركتان تدعمان بمفردهما 97 في المائة من السندات المرفقة بقروض الرهن العقاري. ويمكن تفسير تسارع وتيرة النمو، بالتأثير المتزوج للفقاعة العقارية بين العامين 2001 و2006 وبالتطورات التي تحققت في مجال الهندسة المالية خاصة عملية التوريق [19].

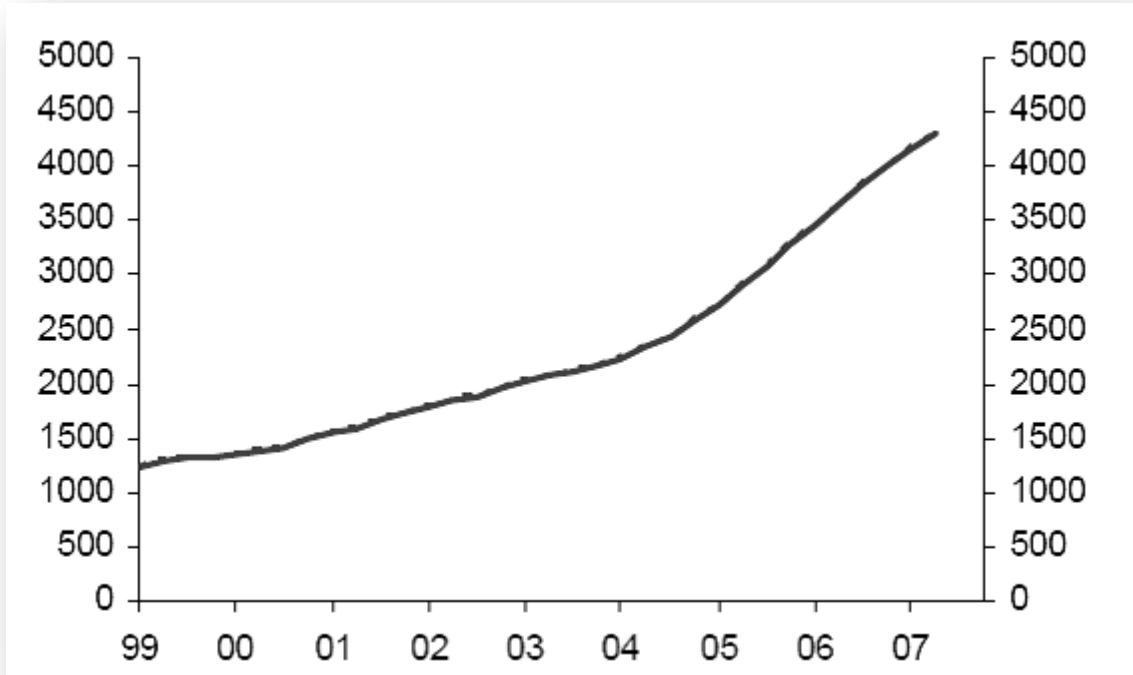
ولعل أهم مؤشر يبين زيادة نشاط هذه الشركات هو زيادة نسبة القروض خاصة تلك الممنوحة لذوي الدخل المحدود، والتي تسمى بقروض متدنية "SUBPRIME" حسب ما يبينه المنحنى التالي :



منحنى (1): تطور قروض SUBPRIME في الولايات المتحدة الأمريكية. [20] ص 4

الوحدة: مليار دولار

يعود هذا التوسع في الاقتراض إلى إدارة الرئيس ريغان الذي قال أن المجتمع مثل الدولة، يمكن تسيير أموره بالاقتراض ، حيث بدأ التوسع في ذلك بعد ظهور عملية توريق القروض ، ما يؤدي بالضرورة إلى زيادة إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول حسب المنحنى التالي:



المنحنى (2): تطور قيمة الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS) في الولايات المتحدة

الأمريكية [21] ص 3

الوحدة : مليار دولار

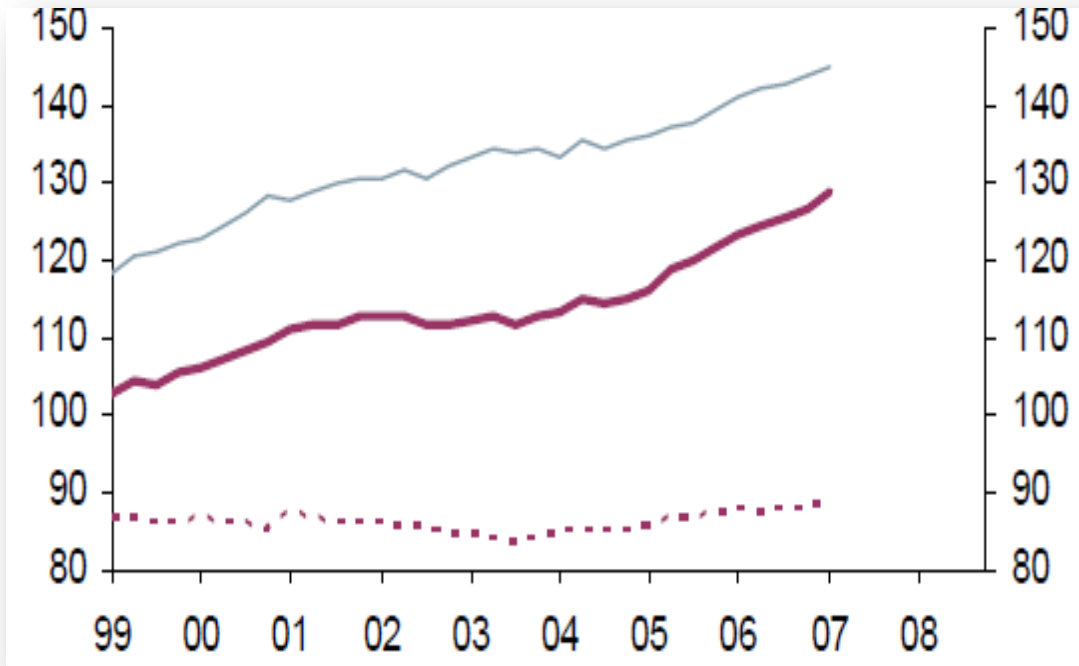
نلاحظ من المنحنى زيادة إصدارات من الأوراق المالية المضمونة بأصول خلال الفترة 1999 إلى غاية 2007 ذلك لزيادة توريق القروض من طرف البنوك، للحصول على مصادر تمويل جديدة، لما تتمتع به الأوراق المشتقة من عملية التوريق من قبول من طرف المستثمرين في الأسواق المالية ، ولذلك اعتبرت هذه الأوراق كأحسن مصدر تمويل للبنوك في الولايات المتحدة الأمريكية في فترة ما بين 1999- 2007

2.1.3.1. التوريق في أوروبا: تطور التوريق ليشمل عدد كبير من دول أوروبا، كوسيلة حيوية لمواكبة عملية تحرير و توحيد أوروبا، حيث يبين الجدول التالي تواريخ ظهور عملية التوريق في بعض دول أوروبا.

جدول (4) : تواريخ ظهور التوريق في دول أوروبا [22]

الدولة	تاريخ ظهور التوريق
المملكة المتحدة	1987
فرنسا	1989
إيطاليا	1990
السويد	1990
إسبانيا	1993
فإنلندا	1994
ألمانيا	1995
الدانمارك	1995

منذ ظهور عملية التوريق في أوروبا، أصبح أمام البنوك الأوروبية مصادر تمويلية جديدة ، ومنذ ذلك الحين لم تعد البنوك تعتمد على دخل الفرد في استعادة أموالها التي منحتها على شكل قروض بل انتقلت إلى الأسواق المالية لتتعامل بالأوراق المالية المضمونة بأصول ، مآدى بهذه البنوك إلى التوسع في عملية الإقراض حسب ما يبينه المنحنى التالي :



_____ تطور القروض في خصوم العائلات و المؤسسات الغير مالية

———— تطور القروض في أصول البنوك التجارية

----- نسبة القروض في خصوم العائلات من قروض في أصول البنوك التجارية

منحنى (03) : تطور القروض في أوروبا (% من الناتج الداخلي الخام) [20]ص5

نلاحظ أن ميل منحنى تطور القروض في خصوم العائلات والمؤسسات الغير مالية أكبر من ميل منحنى تطور القروض في أصول البنوك- رغم أن هذه الأخيرة هي التي منحت كل القروض للعائلات ، وهذا ما يفسر أن البنوك قامت بتوريق جزء من قروضها ،لذا لم تظهر في ميزانيتها ، فعملية التوريق تقوم بفصل جزء من أصول البنك عن الميزانية .

3.1.3.1. التوريق في اليابان

ظهرت عملية التوريق بصورة رسمية سنة 1998 مرورا بالمراحل التالية :

1948 : إصدار قانون (the security exchange law-sel) لبيع و شراء الأوراق المالية

1970 : بداية ظهور عملية التوريق، فتم توريق 1% من الأصول الرهنية .

1991: تم تعديل قانون بيع و شراء الأوراق المالية، حيث تم السماح التعامل بالأدوات ABS و MBS بعد أن منع ذلك في سنة 1970 .

1997 : إلغاء إجبارية إبلاغ المدين عن توريق دينه ، كما تم إلغاء بموجب أمر 297 من القانون المدني تحديد سقف الإصدارات .

1998 : ظهور عملية التوريق بصورة رسمية .

مما سبق، نستنتج أن عملية التوريق في اليابان استغرقت وقتاً طويلاً (من 1970 إلى غاية 1998) مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية (1970) ، ذلك لأن البنوك اليابانية لم تستقبل الفكرة، خوفاً من ضياع الزبائن منها، و خوفاً من إلغاء نشاطها الأساسي وهو الوساطة [23].

2.3.1. تجارب الدول النامية

ظهرت عملية التوريق في معظم دول العالم الثالث، مع تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام 1982، عندما قامت هذه الدول بتحويل ديونها الخارجية إلى سندات.

1.2.3.1. التوريق في الكويت

بدأت عملية التوريق في الكويت مع أزمة سوق المناخ 1982 ، عندما تدخلت الحكومة عبر برنامج تسوية التسهيلات الائتمانية الصعبة بشراء ديون الجهاز المصرفي الكويتي مقابل إصدار سندات على الدولة أو مضمونة منها تستحق خلال مدة لا تتجاوز عشرين عاماً اعتباراً من تاريخ 31 ديسمبر 1991 ، وتم إصدار قانون رقم 41 لسنة 1993 لتنظيم العلاقة بين الدولة و بين جميع الأطراف المستفيدة من عملية التوريق ، وكانت أول عملية التوريق تمت بين شركتين كويتيتين هما شركة المنار للتمويل و الإجارة ، وشركة دار الاستثمار سنة 2003 عند قيام المنار بشراء حقوق لمصلحة دار الاستثمار بقيمة 5.3 ملايين دينار كويتي [24]

وعلى الرغم من الجهود المبذولة لتطوير أداء سوق الكويت للأوراق المالية، لكنه لا يزال يفتقر إلى القوانين المنظمة لأدوات سوق رأس المال بما في ذلك من أدوات التوريق [24].

2.2.3.1. التوريق في كوريا الجنوبية:

قبل الأزمة الآسيوية عام 1997 ، كانت هناك بعض المناقشات في كوريا عن التوريق ولكن النشاط الفعلي قد بدأ ينمو في السوق أثناء 1999 ، حيث كانت أكبر صفقات التوريق في ديسمبر 1998 بواسطة بنك إكسيم الكوري . وقد اشترك البنك في تمويل العمليات الخارجية للشركات الكورية ولديه سندات قبض في العملات الأجنبية ، حيث قام البنك بتمويل ما قيمته 265 مليون دولار أمريكي من تلك السندات وقد تم تصنيفها AAA ، لذا فقد قامت الحكومة بمبادرة هامة وهي إنشاء كيان للتمويل العقاري تسمى بشركة الرهن الكورية (KOREA MORTGAGE CORP (KOMOKO) ، ورغم كل الجهود بقي نشاط التوريق منخفض في كوريا، وأهم سبب في ذلك هو عدم وجود قوانين التي تنظم هذا النشاط [9].

3.2.3.1. التوريق في المغرب

ظهرت عملية التوريق في المغرب حسب الخطوات التالية [23]:

- 13 أبريل 2001 : ظهور صندوق الودائع و التسيير CDG ، وكان الهدف من وراء ذلك هو تنشيط سوق الرهونات.

11 أبريل 2002 : تأسيس صندوق الجماعي للتوريق الذي هو عبارة عن مساهمة لشركتين (شركة المغرب للتوريق و قرض العقاري و الفندقية) ، وتمثل مهمته في شراء أصول رهنية من طرف مؤسسات القرض.

4.2.3.1. التوريق في مصر:

تم تناول نشاط التوريق في المادة الحادية عشر من الباب الثالث من قانون التمويل العقاري رقم 148 لسنة 2001 ، ويهدف هذا القانون إلى تنشيط السوق العقاري بمصر عن طريق منح المواطن بصفة عامة و محدودي الدخل بصفة خاصة الوحدة السكنية المناسبة [9].

تحت عنوان " قبل الضمان العقاري و حوالة الحقوق الناشئة عن اتفاق التمويل " وطبقا لهذه المادة فإنه يجوز للممول أن يتنازل عن ديونه إلى إحدى الجهات التي تباشر نشاط التوريق، وذلك بعد موافقة إدارة هيئة سوق المال وفقا لأحكام قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992[9].

وبالرغم من صدور قانون التمويل العقاري، و أهميته بالنسبة لسوق العقارات في مصر ، إلا أنه لم يتم تفعيله حتى الآن .

3.3.1. التوريق في الجزائر

يتضمن القانون رقم 05-06 الصادر في 20 فيفري 2006، عملية توريق القروض الرهنية ، حيث يهدف هذا القانون لتحديد الإطار القانوني لتحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية ، و عليه نقوم في هذا المطلب التطرق إلى ظهور عملية التوريق في الجزائر مرورا بمراحل تطور نظام تمويل العقارات.

1.3.3.1. نظام تمويل العقارات قبل 1994

يتميز نظام تمويل العقارات هذه المرحلة بما يلي[25]:

- الاحتكار من طرف الدولة، و يعتبر العقار بمثابة مشكل اجتماعي وهو مسجل ضمن نشاطات الدولة، إذ تتدخل في التسيير، الإنتاج و الإسكان.
- تمتاز برامج البناء بطبيعة اجتماعية ، ما جعل القطاع غير مربح، ولذلك لا تسترجع الأموال المخصصة للبناء كون الأسعار (الإيجار أو البيع) رمزية و لذلك لا يمكن للاستثمارات أن تهتك على أساس كلفة الإرجاع .
- عدم التوازن بين عرض و طلب العقارات ، نظرا لارتفاع معدل النمو الديموغرافي ، وهذا يستلزم موارد أخرى لتلبية الطلب .
- هناك مؤسسة وحيدة تخصصت في تمويل قطاع الإسكان، وهي الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط

. CNEP

إصدار قانون 07/86

تم إصدار قانون 07/86 الذي ينص على الترقية العقارية ، حيث يهدف هذا القانون إلى تنشيط قطاع الإسكان بتخفيف الضغط على الدولة التي كانت الوحيدة تؤمن هذا القطاع ، فموجب هذا القانون سمح للبنوك الأخرى من النشاط في هذا القطاع[26].

لكن نظرا لعدم كفاءة المرقيين العقاريين في تسيير أنشطتهم، عرف القانون فشل. ما أدى بالدولة إلى تعديل القانون في التسعينات حيث قامت الدولة في هذه الفترة بتبني إستراتيجية جديدة في مجال بناء السكنات ، بنيت على الأسس التالية[27]:

- إعادة النظر في دور الدولة بالنسبة لإنجاز السكنات؛
- خلق سوق عقارية منتظمة أين يكون بقدرة الدولة التدخل من أجل مساعدة الطبقات الفقيرة من المجتمع قصد الحيازة على ملكية سكن؛
- إعادة الاعتبار أو خلق " سوق رهنية" تمويلي للسكنات (أي عن طريق القروض العقارية) وذلك من أجل تطوير ميكانزمات و أدوات تمويل السكنات؛
- تعزيز دور البلديات و إدماجها في عملية توزيع السكنات باعتبارها الأقرب إلى وضعية المواطن.
- تخلى الدولة عن دورها في مجال انجاز السكنات عن طريق خوصصة مؤسساتها العمومية ، وترك المجال أما مؤسسات القطاع الخاص ؛

أهم ما تميزت به هذه المرحلة هو النمطين السكنيين التاليين[27]:

– برنامج السكن الاجتماعي:

مع صدور المرسوم رقم 84/93 المؤرخ في 23 مارس 1993، حدد بمزيد من الوضوح مفهوم السكن الاجتماعي انطلاقا من طريقة تمويله و طابعه الإيجاري الغير قابل للتنازل.

يتم انجاز السكن الاجتماعي من طرف وكالات الترقية و التسيير العقاري OPGI، ويمول من قبل ميزانية الدولة و يوجه أساسا للفئات المستضعفة.

تحدد برامج السكن الاجتماعي إيجارا سنويا من قبل الدولة في إطار ميزانيتها ، غير أن تكلفة الإيجار لا تساوي للتكلفة الحقيقية له ، وهكذا يقع تمويل السكن الاجتماعي على عاتق الدولة (او الجماعات المحلية) ، و بالتالي على عاتق الخزينة العمومية .

– برنامج السكن الترقوي:

أعدت الدولة الاعتبار للسكن الترقوي في سنة 1993 بموجب المرسوم التنفيذي رقم 03/93 الصادر في 01 مارس 1993 ، بما يتماشى مع التحولات الاقتصادية الجديدة التي شرع في تطبيقها مع بداية التسعينات ومع نظام اقتصاد السوق الحر.

إن الهدف الأساسي الذي جاء به هذا المرسوم هو تصحيح نقائص قانون 1986. لقد وكلت مهمة انجاز السكنات الترقية لعدة مرقين عقاريين ، و يتكفل صندوق الوطني للتوفير و الاحتياط بتمويل هذا النوع من السكنات عن طريق موارد خاص (ادخار العائلات).

2.3.3.1. نظام تمويل العقارات خلال فترة 1995-2000

تميزت هذه المرحلة بعدة تحولات عرفها قطاع السكن ، حيث عرفت السياسة السكنية عدة أبعاد و اتجاهات اختلفت عما كانت عليه سابقا وما تميز هذه المرحلة هو ظهور نمط سكني حضري جديد لم تعرفه الجزائر من قبل ، وهذا بهدف امتصاص كثرة الطلب المتزايد على السكنات مقارنة بالعرض .

كما عرفت هذه المرحلة تغيرات أخرى إلى جانب ظهور النمط السكني الجديد لفتح مجال المبادرة أمام البنوك التجارية في عملية تمويل السكنات عن طريق القروض العقارية ، بالإضافة إلى ظهور هيئات تمويلية جديدة أخرى متخصصة في تمويل السكنات والتي تتمثل فيما يلي :

1.2.3.3.1. شركة ضمان القرض العقاري [SGCI] [28]

انطلقت شركة ضمان القرض العقاري نشاطها سنة 1998 ، وقد قدمت أول تقرير لأنشطتها السنوية في سنة 1999 .

تتولى هذه الشركة مهنة ضمان القروض الرهنية الممنوحة من قبل البنوك ، وتضمن التمويلات الرهنية الممنوحة في مجال السكن ، و يتمثل المساهمون فيها في البنوك و شركات التأمين.

تمنح شركة ضمان القرض العقاري للمقترضين الرهنيين ضمانا بسيطا (موجه لتغطية حالات العسر النهائية للمقترض) وضمانا كليا (وجه لتغطية حالة العسر المؤقتة أو التأخر في التسديد).

1.2.3.3.1. شركة إعادة التمويل الرهني SRH

أنشئت الشركة سنة 1997 ، وهي عبارة عن شركة مالية يتمثل دورها في إعادة تمويل القروض العقارية الممنوحة للعائلات من طرف البنوك ، وهي عبارة عن شركة مساهمة تأسست برأسمال قدره

3.290.000.000 دج [29].

في سنة 2000 أمضت الشركة اتفاقيتين لإعادة التمويل مع القرض الشعبي الجزائري، بموجبهما اقترض القرض الشعبي الجزائري من الشركة لإعادة تمويل القروض الرهنية مع بقاء البنك المدين الرئيسي للشركة [28].

1.3.3.3.1. نظام تمويل العقارات خلال فترة 2000-2009

طبقت الحكومة في هذه المرحلة إستراتيجية واسعة تهدف لتحريك الاستثمار عن طريق السوق المالية ، وجعلها آلية أساسية لمعالجة أزمة السكن في الجزائر التي تعرف اتساعا كبيرا في الفجوة بين العرض والطلب ، حيث تقوم شركة إعادة التمويل ألرهنى بشراء القروض العقارية و السكنية التي تقدمها البنوك التجارية العمومية أو الخاصة للمواطنين ، وتصدر مقابلها سندات في السوق المالية ، لإعادة تمويل البنوك بسيولة متوسطة و طويلة الأجل وهي العملية التي أصبحت ممكنة من الناحية القانونية بفضل قانون توريق القروض الرهنية الصادر في سنة 2006.

1.3.3.3.1. ظهور التوريق في الجزائر

ينص مشروع قانون توريق القروض في الجزائر، الذي ظهر في سنة 2006 على ما يلي [30]:

- ضرورة إرساء آلية جديدة لتوفير تمويلات خارج ميزانية الدولة؛
- تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالية؛
- منح البنوك و المؤسسات المالية فرصة التعامل مع القروض خارج أصولها المالية؛
- تطوير سوق القروض الرهنية؛

توفير إطار قانوني مرن يسمح بتسهيل عملية تحويل القروض الرهنية؛

1.3.3.3.1. الإطار القانوني للتوريق في الجزائر

يتم في الجزائر توريق القروض الممنوحة في إطار تمويل سكنى ،حيث عرفت العملية و المتدخلون فيها كما يلي: [31]

- تعريف التوريق: تعرف المادة الثانية عملية التوريق كما يلي :

التوريق عملية تحويل القروض الرهنية الى أوراق مالية وتتم هذه العملية في مرحلتين ، تتمثل المرحلة الأولى في التنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى ، أما المرحلة الثانية فتتمثل في قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق ممثلة للقروض الرهنية.

- تعريف مؤسسة التوريق : عرفتها المادة الثانية من القرار كما يلي :

مؤسسة التوريق هي هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية.

- تعريف المؤسسة المتنازلة : حسب المادة الثانية من القرار فإن المؤسسة المتنازلة ، هي مؤسسة

مصرفية أو مالية تتنازل بواسطة جدول التنازل عن قروض ممنوحة في إطار تمويل السكن .

- المؤتمر المركزي على السندات : أنشئ بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي

1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم للقيام بالوظائف التالية :

- المحافظة على الأوراق المالية؛

- تداول الأوراق المالية بالدفع من حساب الى حساب ؛

- إدارة الأوراق المالية؛

رغم وجود النص القانوني في الجزائر لعملية التوريق، إلا أن التطبيق الفعلي لتقنية توريق القروض ما

يزال يندرج ضمن المشاريع المستقبلية لمؤسسة إعادة التمويل الرهني.

خلاصة

لعملية التوريق انعكاسات إيجابية على كل من الاقتصاد و البنوك أهمها التحرر من قيود الميزانية العمومية ، حيث تعد هذه العملية بديلا مناسباً تسمح بتحرير جزء من أموال البنوك التي تخصصها لمقابلة تلك الديون عن طريق تحويل هذه الأخيرة من السوق النقدي إلى السوق المالي في شكل أوراق مالية .

ولنجاح عملية التوريق يستلزم وجود هيئات متخصصة في تداول السندات المشتقة من العملية لتشجيع الاستثمار و تنشيط السوق المالي ، كما يستلزم توفر منظومة متكاملة من الشركات أهمها شركة التوريق التي تتولى عملية تحويل الأصول الغير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول ، وشركات التصنيف لأنها تلعب دورا بارزا ، فمن الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الذي يساعد علي تمكين المستثمرين من قياس مخاطرها .

كما أن لعملية التوريق أهداف عديدة، حيث طبقتها الولايات المتحدة الأمريكية كحل لأزمة السوق الثانوي للرهونات، ثم للتخلص من القروض الإسكانية غير السائلة ، في حين نجد دول أوروبا طبقتها لزيادة نشاط السوق المالي و توحيد أوروبا ، أما الدول النامية فظهر التوريق فيها كحل لمشكلة المديونية الخارجية .

الفصل 2

التوريق و علاقته بالأزمة المالية لسنة 2008

تعتبر الأزمات المالية من أهم الاضطرابات التي يعرفها النظام الرأسمالي منذ ظهوره ، حيث عرفت دول العالم ، متقدمة كانت أم متخلفة العديد من الأزمات ،وتعد الأزمة المالية لسنة 2008 امتداد لانهيئات مالية حدثت خلال السنوات الماضية ، التي تعرضت لها العديد من اقتصاديات دول شرق آسيا ، و أمريكا اللاتينية و الولايات المتحدة الأمريكية ، ولم تقتصر انعكاساتها على النظام المالي فقط أو قطاع العقارات فحسب، بل امتدت تأثيراتها إلى كلّ مناحي الحياة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

ولعل ما يميز الأزمة المالية لسنة 2008 عن الأزمات الماضية هو الدور الذي لعبته الابتكارات المالية في تفاقم هذه الأزمة .

نحاول من خلال هذا الفصل الذي قسمناه إلى مبحثين إدراج أهم مفاهيم الأزمات المالية، استعراض البعض منها ثم التطرق بالتفصيل إلى الأزمة المالية 2008.

1.2. ماهية الأزمات المالية

إن الاختلالات التي تحدث سواء في النظام النقدي أو المالي تؤثر سلبا أو إيجابا على الاقتصاد الدولي، ونحن بغرض معالجة الجانب السلبي الذي يتمثل في الأزمات المالية، وهذا من خلال تعاريفها وإبراز علاقتها بالأنظمة الاقتصادية و استعراض البعض منها

1.1.2. مفهوم الأزمات المالية

سنعالج في هذا المطلب الأنظمة الاقتصادية و علاقتها بالأزمات المالية

1.1.1.2. الأنظمة الاقتصادية

1.1.1.2. النظام الليبرالي قبل 1930 اعتمد الفكر الاقتصادي الغربي على النظام الليبرالي الرأسمالي ، وهو نظام الاقتصاد الحر الذي يركز على ضرورة حرية السوق و عدم تدخل الدولة فيه بأي شكل من الأشكال [32].

فالليبرالية من الناحية الاقتصادية تعني حرية الملكية الشخصية و الفعل الاقتصادي وفق قانون السوق ، ولقد كان الإسهام النظري لأدام سميث في تشكيل الرؤية الاقتصادية الليبرالية ، فكتابه "ثروة الأمم" يعد عند المؤرخين الكتاب الذي جعل مؤلفه مؤسس الاقتصاد السياسي . حسب سميث ثمة قانون طبيعي يحكم تصرفات الأفراد وهو عبارة عن "اليد الخفية" تضبط الواقع الاقتصادي ومن ثم لا ضرورة لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي [33].

2.1.1.1.2. النظرية الكينزية 1930-1973 بعد الكساد العالمي لسنة 1929 تغير النظام ليتم تطبيق النظرية الكينزية ، حيث بين كينز في كتابه الشهير "النظرية العامة" على وجوب تدخل الدولة لحفز الاقتصاد من خلال الدعم الاجتماعي و عدم ترك الفعل الاقتصادي مرتهنا بعبارة "دعه يعمل دعه يمر" لأن هذه العبارة تفتقر للنظرة الكلية للواقع الاقتصادي [33]

3.1.1.1.2. النظام النيوليبرالي 1973- إلى يومنا هذا

في 1973 شهد العالم أزمة إثر ارتفاع أسعار النفط ، فكان هذا الوضع فرصة لليبراليين لانتقاد النظرية الكينزية بإدعائهم أن سبب الأزمة يكمن في ارتفاع نفقات الدولة على الخدمات العامة التي تقدمها للطبقات الفقيرة ، ما يستوجب الرجوع إلى النظرية الليبرالية بصورتها الجديدة (النيوليبرالية) حيث يقول Milton Friedman أحد مؤسسي النيوليبرالية في كتابه "الرأسمالية و الحرية" : الذي يكمن خلف غالبية الحجج المقدمة ضد اقتصاد السوق هو عدم فهم معنى الحرية [33].

2.1.1.2. التعاريف المختلفة للأزمات المالية

تعددت تعاريف الأزمات المالية منذ ظهورها ، وعليه سنذكر منها ما يلي :

1.2.1.1.2. التعريف الأول يقصد بالأزمة المالية ذلك التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي أداء مهامه الرئيسية ، والذي ينعكس سلبا على قيمة العملة و أسعار الأسهم ، مما تنجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج و العمالة [34]ص200.

2.2.1.1.2. التعريف الثاني الأزمة المالية هي فرصة للأعوان الاقتصاديين من مراقبة النظرية الاقتصادية عن طريق كشف نقائصها والتي تتمثل في مظاهر هذه الأزمة [35]

3.2.1.1.2. التعريف الثالث الأزمة المالية هو عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس الأموال للمستثمرين أصحاب المشاريع الأكثر مرد ودية [36]ص50.

من خلال التعاريف السابقة يمكن صياغة تعريف شامل كما يلي :

الأزمة المالية عبارة عن اضطراب يصيب النظام المالي في دولة ما سواء في السوق المالي أو في السوق النقدي ، نتيجة سوء تسيير الاقتصاد نظرا لعيوب النظام المطبق ، و الذي ينعكس سلبا على النشاط الحقيقي بتراجع الاستثمارات ما يستوجب إعادة النظر في كيفية تسيير و مراقبة الاقتصاد .

3.1.1.2. أنواع الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى ثلاث أنواع

1.3.1.1.2. الأزمة المصرفية تظهر الأزمات المالية عندما تواجه الدولة ارتفاع مفاجئ في سحبات الودائع ، و ينبع ذلك أساسا من الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية [37]ص280.

2.3.1.1.2. أزمة العملة يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تحصل هجمات المضاربة على عملة بلد ما مما يؤدي إلى تخفيض قيمتها أو هبوط حاد فيها ، فتؤدي إلى تدخل البنك المركزي للدفاع عن العملة ببيع جزء من احتياطاته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة [38]ص5.

3.3.1.1.2. أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات) تحدث هذا النوع من الأزمات بتكون الفقاعة و ذلك عندما ترتفع سعر الصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر ، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل، الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل

، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون اتجاهها قويا لبيعه وهكذا تنهار قيمته [39]ص191.

4.1.1.2. النظريات المفسرة للأزمات المالية

1.4.1.1.2. نظرية مينسكي minsky's theory

وفقا لهذه النظرية فإن السبب للأزمات المالية هو النظام الرأسمالي ، حيث أن القطاع المالي يتميز بالهشاشة . وتختلف درجة الهشاشة باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورة الاقتصادية . بعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد ، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي . أما في مرحلة النمو تبدأ التوقعات المتفائلة في الطفو و تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل و التوسع في الاقتراض. و ينتقل التفاؤل بدوره إلى القطاع المالي فتتوسع المؤسسات المالية في الإقراض دون التحقق من قابلية استرداد تلك القروض، ولكن بناء على قدرة الشركات على الحصول على الأرباح مستقبلا. و في حالة تغيير في هذه التوقعات يبدأ النظام المالي في الإحساس بالخطر ، الأمر الذي يؤثر على قدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها [39]ص191.192.

2.4.1.1.2. نظرية المبارات game's theory

حسب هذه النظرية فإن من يلعب دور في حدوث الأزمات المالية هو الاقتصاديون (المضاربون، المستثمرون....) حيث أنه قد يكون قرار شراء أصل ما بناء على توقع قيمة الأصل ، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرا لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار . فمثلا نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقرار سعر الصرف لفترة طويلة، لكن قد يحدث له انهيار لمجرد توقع انخفاض سعر الصرف ومن ثم يبدأ بالانخفاض [39]ص192.

2.1.2. الأزمات المتتالية

عرف الاقتصاد العالمي عدة أزمات قبل أزمة المالية التي عرفها في سنة 2008 ، نذكر منها مايلي :

1.2.1.2. أزمة الكساد الكبير سنة 1929 [40] ص ص 30.31

تعد أزمة الكساد الكبير أول أزمة عالمية ذات آثار بالغة في جميع المجالات ، وكما سبق الإشارة أنها كانت السبب في تغيير البناء الهيكلي للنظام العالمي ، وقد جاءت هذه الأزمة سنة 1929 ، وفي أعقاب هذه الفترة شهدت فيها الولايات المتحدة ازدهارا غير مسبوق ، حيث غمرت الأموال جميع البنوك و الشركات الأمريكية ، وتم توظيف جزء كبير منها في السواق المالية .

و بفضل التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوى الدخل المنخفضة تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة. بحلول عام 1929 تضاعفت أسعار الأسهم أربع مرات خلال خمسة سنوات ، فارتفعت قيمة مؤشر "داوجونز" في الأسهم الرئيسية ببورصة نيويورك في سبتمبر 1929 إلى 381.7 نقطة صعودا من 66.75 نقطة فقط في ديسمبر 1929 .

حذر العديد من الاقتصاديين من انفجار الفقاعة المالية ، وحدث هذا بالفعل في 18 أكتوبر 1929 حين هبطت قيمة الأوراق المالية في البورصة بشكل كبير و مفاجئ ، ففي يوم واحد تم عرض للبيع ستة ملايين سهم ، و انخفض مؤشر " داوجونز " الصناعي بمقدار 21 نقطة . استمر سوق الأوراق المالية في الإنهيار حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك في 13 نوفمبر التالي ما قيمته 30 مليار دولار ، واستمرت الأزمة حتى أن الأسواق المالية قد استغرقت 25 عاما للتعافي من هذا الكساد و استعادة قيمتها الأصلية .

2.2.1.2 الأزمة المالية المكسيكية لعام 1994

كان منطلق هذه الأزمة هو أزمة المديونية سنة 1982 ، حيث بدأت الدولة في القيام بإصلاحات هيكلية تضمنت عدة نقاط غرضها إعادة الثقة لدى المستثمرين قصد إعادة جذب رؤوس الأموال الأجنبية .

عرفت المكسيك تنامي العجز في ميزان المدفوعات خاصة في ديسمبر 1994 بحيث تدهور رصيد الميزان الجاري في الفترة 1990-1994 ليصبح يقدر بـ 7.5% من الناتج الداخلي الإجمالي [41] ص 168.

أما المديونية الخارجية فقد بلغت قيمتها 35 مليار دولار سنة 1994 أي حوالي 10 % من الناتج الداخلي الإجمالي . ولقد كان هذا العجز في هذه الفترة أهم أسباب التي دفعت بالمستثمرين إلى التشكيك في مردودية

استثماراتهم في المكسيك ، فكان أول مظهر للأزمة المكسيكية ظهور ضغوطات على سعر الصرف البيزو 8% من الناتج الإجمالي الداخلي [42]163.

مع انخفاض سعر الصرف البيزو تحولت أزمة الصرف الى أزمة السيولة ، وقد كان الأثر المباشر لتدهور قيمة البيزو ارتفاع قيمة المديونية الخارجية (مقيمة بالعملة الوطنية) أي ما قيمته 143 مليار دولار في نهاية 1994 منها 85 مليار كمديونية عمومية [43]ص56.

3.2.1.2. الأزمة الآسيوية 1997

عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمة مالية رغم أنها كم تلك التي تسجل أكبر معدلات النمو في العالم

تتميز اقتصاديات هذه البلدان بوجود [44]ص3 :

- أسواق داخلية معتبرة و محمية من دخول المنافسة الأجنبية؛

- شركات تحظى بحماية من طرف الدولة، وتوفر اليد العاملة لاسيما بفضل الزحف الريفي؛

في أوساط التسعينات ظهرت بعض العوامل التي سرعان ما أثرت سلبا على الثقة التي وضعها المستثمرين في هذه البلدان وأدت إلى ظهور الأزمة . فالسبب المهم يرجع إلى التحسن المتزايد لسعر الصرف الدولار بالنسبة للين الياباني و باقي العملات الأوروبية انطلاقا من سنة 1995 ، الأمر الذي أدى إلى تدني قدرة المنتجات الآسيوية الموجهة للتصدير على المنافسة نظرا لانتهاج معظم دول جنوب شرق آسيا نظام صرف يعمل على ربط قيمة العملة الوطنية بعملة أجنبية.

4.2.1.2. أزمة اليابان

اتفق معظم الاقتصاديين على أن سبب الأزمة المالية التي شهدتها اليابان خلال الفترة من 1993 حتى سنة

2000 يكمن في الفقاعة التي شهدتها الاقتصاد الياباني ، فخلال الفترة التي امتدت من 1950 إلى 1973

تضخمت أسعار العقارات وانتشرت المضاربات في هذا القطاع وارتفع معدل الاقتراض للاستثمار فيه ،

فزادت القروض التي استندت إليها ضمانات ذات مخاطر عالية . فضلا عن انعدام الشفافية في القطاع

المصرفي مما أدى إلى انتشار عدم اليقين لدى المستثمرين بالنظام المالي الياباني و تراجع التقييم الائتماني

للمؤسسات المالية اليابانية بمعرفة وكالات التقييم الأمريكية ، وكانت النتيجة هي الأزمة المالية حيث أفلس

14 بنكا من بين 21 بنكا في اليابان ، وورث القطاع المصرفي ترليونيات من القروض المعدومة ،

واضطرت اليابان إلى الاقتراض من الخارج لدعم مؤسساتها المالية حتى بلغت مديونياتها الخارجية في شهر ديسمبر لسنة 1994 ما قيمته 1612 مليار دولار كقروض أجنبية . وظل البنك المركزي الياباني سبع سنوات كاملة في محاولات دائمة للسيطرة على الأزمة المالية ومنع انتشارها خارج حدودها [40 ص 34.35

5.2.1.2. أزمة فقاعة الانترنت

عرف العالم نوعا جديدا من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة و الذي يعرف بمؤشر ناسداك NASDAQ حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحا حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000 [45]، ومن أهم نتائجها :

- انخفاض أسعار تلك الأسهم؛

- تزامن هذه الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت؛

- استمرار الانخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بحوالي 78 / في 2002؛

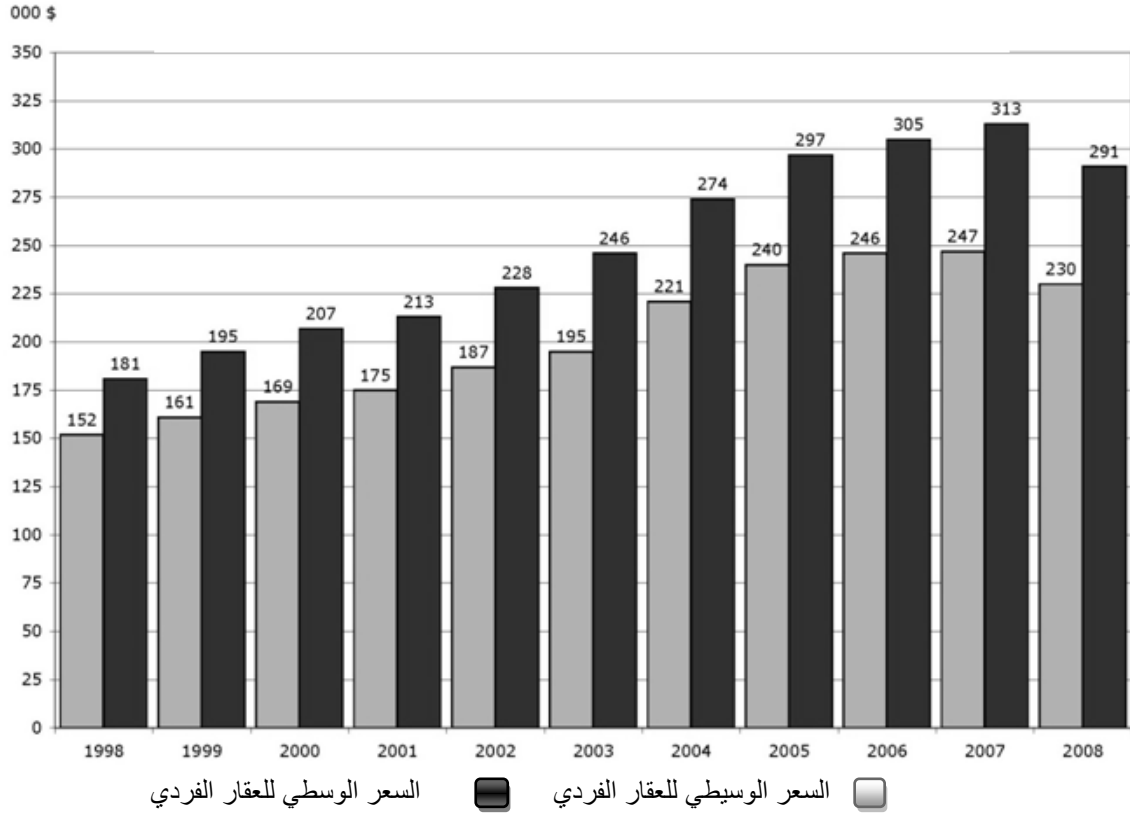
- قيام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25 الى 1/ وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات؛

3.1.2. نشأة الأزمة المالية 2008

يمر الاقتصاد العالمي منذ سبتمبر 2008 بأزمة مالية تعد من أسوأ الأزمات التي عرفها التاريخ الاقتصادي، نتجت عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

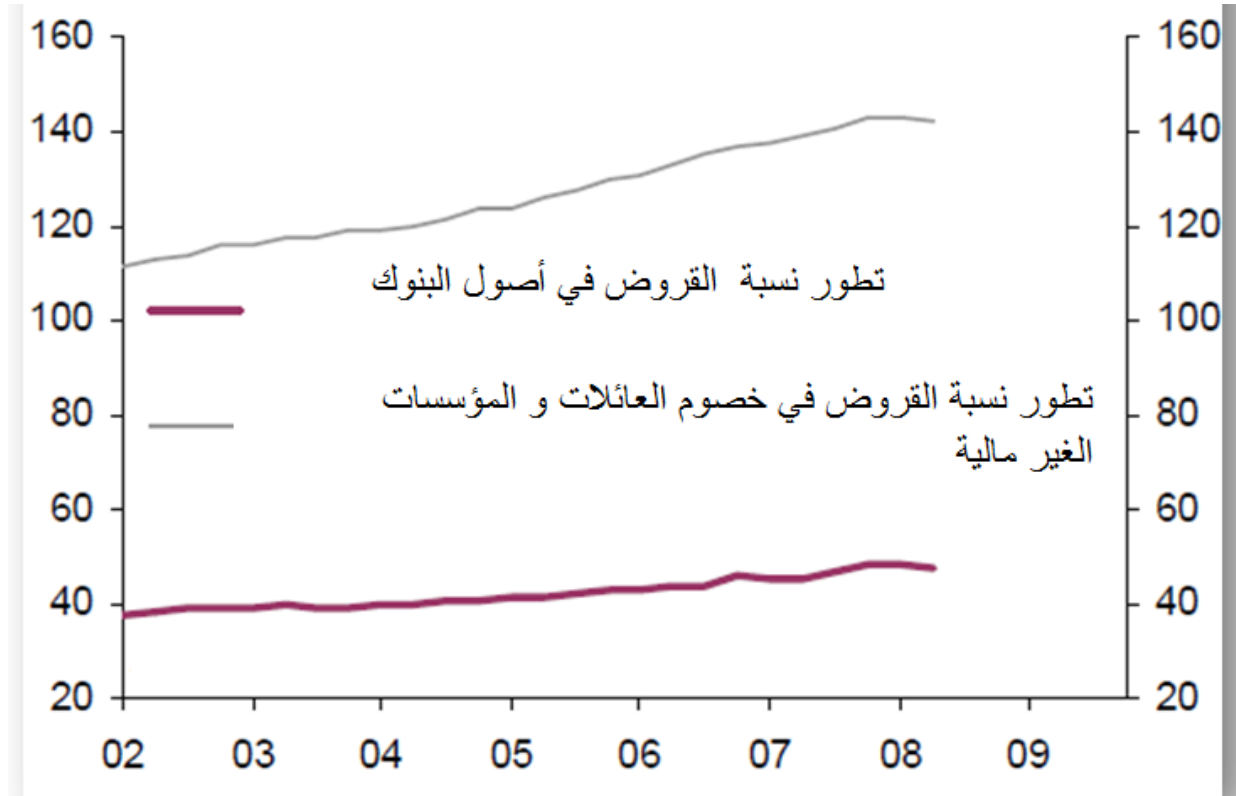
1.3.1.2. انفجار الفقاعة المالية في القطاع العقاري

سبق الأزمة المالية لسنة 2008 فترة من الراج شهدت أسواق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية حيث عرفت أسعار هذه الأخيرة ارتفاعا خاصة خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى غاية 2007 كما يبينه الشكل الموالي:



منحنى رقم (4): أسعار العقارات السكنية الشخصية في الولايات المتحدة الأمريكية [46]

نلاحظ من خلال الشكل أنه إلى غاية 2007 شهدت أسعار العقارات الشخصية ارتفاعا مستمرا، ويرجع ذلك إلى زيادة الطلب عليها من طرف الأشخاص الذين منحت لهم تسهيلات ائتمانية للحصول عليه، مما أدى إلى زيادة الطلب على القروض حسب المنحنى التالي :



منحنى رقم (05): نسبة القروض بالنسبة للناتج الداخلي الخام في الولايات المتحدة الأمريكية [47]

نلاحظ من خلال المنحنى ارتفاع نسبة القروض في أصول العائلات لزيادة الطلب على ذلك، تعود هذه الزيادة إلى انخفاض أسعار الفائدة إلى أقل من 1% ، كما يبين المنحنى أن نسبة تطور القروض في أصول العائلات أكبر من نسبة تطورها في خصوم البنوك ذلك للجوء البنوك إلى توريق قروضها.

2.3.1.2 نظام الإقراض في الولايات المتحدة الأمريكية

هناك في الولايات المتحدة الأمريكية نوعين من القروض الاستهلاكية: [48]

1.2.3.1.2 القروض المتوسطة (credit prime): وهي تلك القروض الممنوحة للطبقة المتوسطة

الفعلية (vraie classe moyenne).

2.2.3.1.2 القروض المتدنية (credit subprime): وهي تلك القروض الممنوحة للطبقة المتوسطة

أصلها متدنية (la fausse classe moyenne)، حيث يسمح هذا النوع من القروض لذوي الدخل

المحدود من الحصول على العقارات. وهذا ما يفسر زيادة الطلب على العقارات.

إضافة إلى ذلك تلك التسهيلات الائتمانية الممنوحة والتي تتمثل في المستوى المنخفض لمعدل الفائدة حيث بلغت حوالي 1% في منتصف 2003. كما توافرت أعداد كبيرة من العقارات نتيجة انفجار فقاعة شركات الانترنت . هكذا عرفت قيمة العقارات ارتفاعا دون تغيير يذكر في المتغيرات الأخرى المرتبطة بها مثل تكاليف البناء على سبيل المثال [49]ص75 .

لكن مع بداية عام 2006 حدثت حالة من التشبع في سوق التمويل العقاري ، وارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى 5.25 % ، فأصبح الأفراد المستفيدين من القروض المتدنية subprime غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم ، ما أدى بالبنوك و شركات العقارية الحجز على عقاراتهم فاتجهت إلى بيعها في عام 2007 ، مآدى الى زيادة العرض وبالتالي انهيار أسعارها، وهكذا لم تتمكن هذه البنوك من استرجاع أموالها ، فكان ذلك من أهم العوامل التي أدت إلى انفجار الأزمة المالية [49]ص76.

أما العامل الثاني، هو أنه الأشخاص الذين باستطاعتهم تحمل أعباء العقارات (vraie classe moyenne) (تطلب قروض رهنية جديدة لتستخدمها في تسديد ديون أخرى مثل بطاقة الائتمان وهذا ما نسميه بالحلقة المفرغة للقروض) [48].

3.3.1.2. الأزمة المالية في ثلاث مراحل [50]

1.3.3.1.2. أزمة سيولة

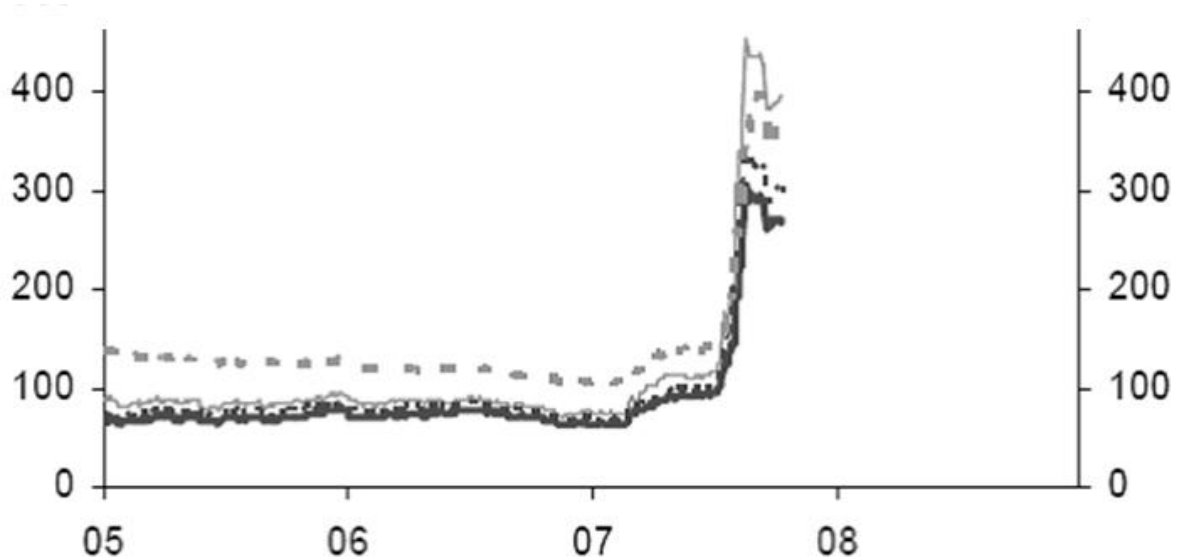
مما سبق نستنتج أن الأزمة المالية بدأت بإعلان البنوك عن إفلاسها في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007 من جراء أزمة الرهن العقاري ، فبتاريخ 2008/09/15 انهار بنكين عملاقين هما بنك ليمان بروذرز (LEHMAN BROTHER'S) و ميرل لينش (MERRIL LYNCH) .

جدول رقم (5) : نسب المتوقعة و الفعلية من اخفاق تسديد قروض متدنية في الولايات المتحدة الأمريكية [51]ص6.

النسبة المتوقعة من قروض المتدنية المعرضة لخطر عدم التسديد	النسبة الفعلية من قروض المتدنية التي لم يتم تسديدها	
%75	%5	- بنوك استثمار
%418	%31	- البنوك التجارية
%112	%21	- صناديق التحوط
%319	%23	- شركات التأمين
%95	%7	- مؤسسات مالية

2.3.3.1.2 من أزمة السيولة الى أزمة في سوق المال

أدى إفلاس البنوك وشركات التوريد الى انهيار قيمة أسهمها في السوق المالي ، بعد أن سمحت عملية التوريد لهذه الأخيرة من التعامل في الأسواق المالية. فحسب الشكل أدناه نلاحظ تراجع مؤشرات البورصة للمشتقات المالية المسجلة في البورصة في السداسي الثاني من سنة 2007 بعد ان حقق أعلى مستوى له السداسي الأول من نفس السنة .



مؤشر الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS) بمعدل ثابت ومتغير
 مؤشر الأوراق المالية المضمونة بعقار سكني (RMBS) بسعر فائدة متغير
 مؤشر الأوراق المالية المضمونة بعقار سكني بسعر فائدة ثابت
 مؤشر الأساسي للأوراق المالية المضمونة بأصول

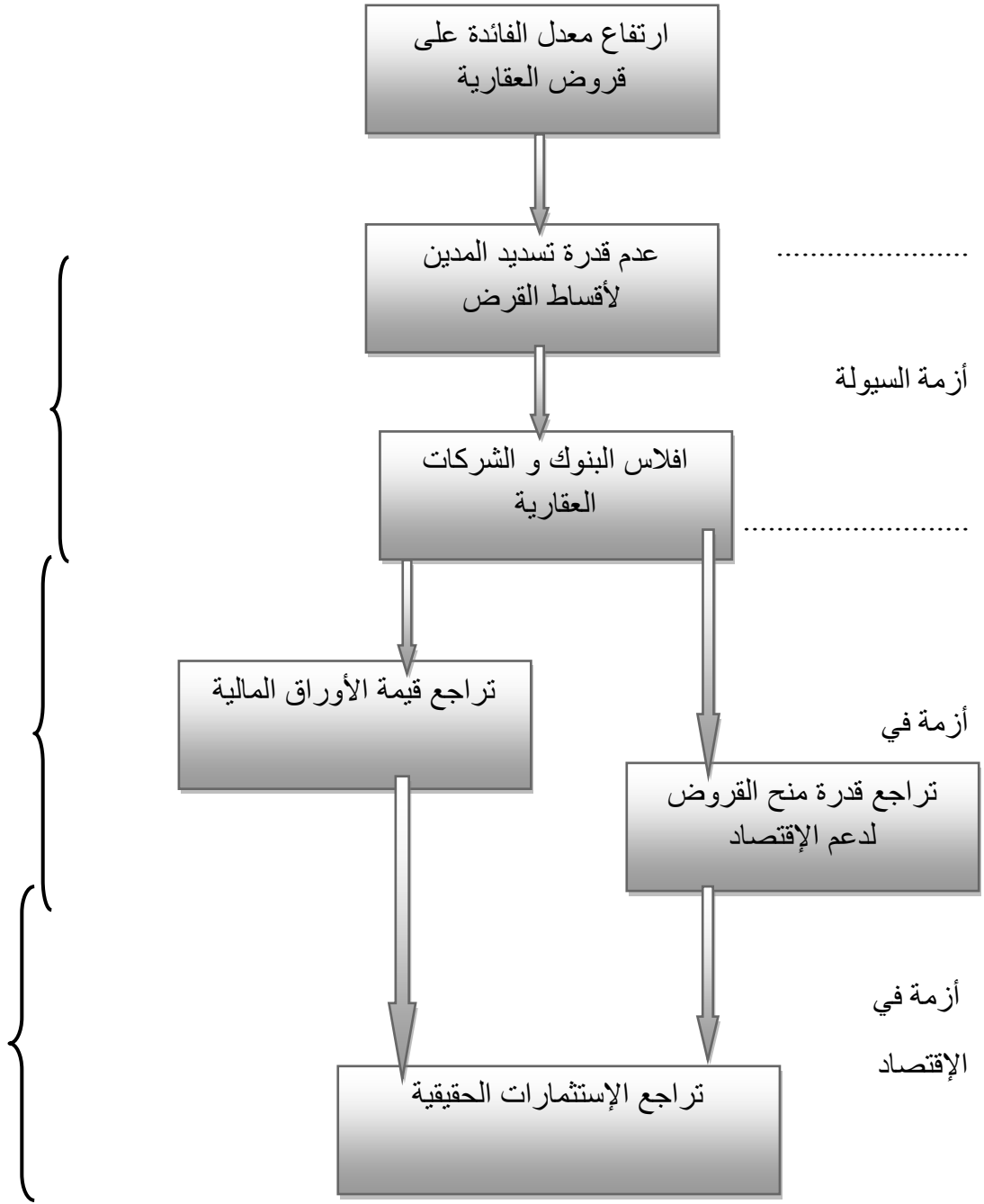
المنحني رقم (6) : تطور مؤشر البورصة للأوراق المالية المضمونة بأصول في الولايات المتحدة [52]

نلاحظ من خلال الشكل أن مؤشرات الأوراق المالية المضمونة بأصول (أوراق مشتقة من عملية التوريق) سواء بمعدل ثابت أو متغير عرف استقرار إلى غاية 2007 ، لكن في بداية النصف الثاني لسنة 2007 نلاحظ هبوط مؤشرات الأوراق المالية من 500 نقطة إلى غاية 250 نقطة ، ويعود ذلك لانخفاض الطلب على هذه الأوراق ، ما أدى إلى نقص مصادر تمويل المؤسسات ثم إفلاسها.

3.3.3.1.2 من أزمة في السوق المالي إلى أزمة في الاقتصاد الحقيقي

انتقلت الأزمة من السوق المالي إلى الاقتصاد الحقيقي عن طريق البنوك ، ففي أمريكا بنوك الاستثمار هي بنوك متخصصة ، أي أن أدوات تخصصها هي الأوراق المالية و المشتقات المالية ، أما مكان تخصصها هو السوق المالي [53] ، فعندما انهارت أسهم هذه البنوك في السوق المالي ما أدى إلى انخفاض قدرتها لتمويل الاستثمارات الحقيقية ، فانعكس ذلك بدوره سلبا على النشاط الحقيقي ما أدى إلى انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي . حيث حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزا قياسيا خلال العام المالي 2008/2007 بلغ 455 مليار دولار بزيادة قدرها 50% . وبلغت نسبة العجز في الميزانية إلى إجمالي الناتج المحلي 3.2%

ارتفاعاً من عجز بلغ 161.5 مليار دولار بنسبة 1.2% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي في العام المالي 2007/2006، ووصل إجمالي النفقات العامة إلى 2.98 ترليون دولاراً، بارتفاع بلغت قيمته 9.1% عن سنة 2007/2006 وهي أعلى نسبة ارتفاع منذ عام 1990، في حين بلغت قيمة الإيرادات العامة 2.5 ترليون دولار [40] ص ص 83-84.



الشكل رقم (5): الأزمة المالية في ثلاث مراحل من اعداد الطالبة اسنتادا الى [46]

4.3.1.2 الجذور الحقيقية للأزمة المالية

لعل ما يشير بوضوح الى عمق الأزمة المالية الأمريكية و تجاوزها حدود أزمة الرهن العقاري ما يلي [54]:

1.4.3.1.2. العجز التجاري : فمنذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجزا مزمنًا تزايد سنويًا حتى وصل في سنة 2006 إلى 758 مليار دولار ، ويثير ذلك إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك .

2.4.3.1.2. عجز الموازنة العامة : لا يزال العجز المالي مرتفعًا حيث أن إجمالي عجز الميزانية الفيدرالية الأمريكية قد زاد عن سقف 450 مليار دولار خلال أشهر الأحد عشر الأولى من السنة المالية المنتهية يوم 30 سبتمبر 2008 ، وارتفاع نسبته حوالي 76% مقارنة بالعام السابق .

والجدير بالذكر أن العجز الأمريكي المتفاقم يتميز بصيغة عسكرية في جانب النفقات العامة و بطابع سياسي في جانب الضرائب التي تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدل من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي ، و يمكن أن تساهم هذه الخاصية بظهور وتفاقم ما يعرف بالدورات الاقتصادية السياسية في مثل هذه الأنظمة الرأسمالية من خلال فرض ضغوط للأعلى على أسعار الفوائد مما قد يعمق من أزمة الأسواق المالية و يؤدي بالتالي إلى انخفاضات إضافية في أسعار الأسهم الأصول المالية الأخرى .

3.4.3.1.2. المديونية: أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية و الإدارات المحلية) من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003 و إلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007 متجاوز حاجز 10 تريليون دولار بنهاية سبتمبر 2008 ، و أصبحت هذه الديون العامة تشكل حوالي 70% من الناتج المحلي الإجمالي ، و بذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني من مشكلة مديونية عامة مزمنة و حادة ، و يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية ، ولا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الإدارات الحكومية بل يشمل الأفراد و الشركات أيضا .

5.3.1.2. أهم أحداث الأزمة المالية 2008

تتمثل أهم أحداث الأزمة المالية فيما يلي [55] ص ص 135-137 :

. فيفري 2007 : عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري ما يسبب أول عمليات الإفلاس في

المؤسسات المصرفية.

. أوت 2007 : تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة المالية ،وتدخل المصارف

المركزية لدعم سوق السيولة .

. من أكتوبر إلى ديسمبر 2007: مصارف تعلن عن انخفاض كبير في أسعار أسهمها

. 15 سبتمبر 2008 : يعلن بنك الأعمال "ليمان بروذرز " إفلاسه ، وفي الوقت نفسه

يعلن "بنك أوف أمريكا " شراء بنك في وول ستريت هو " مرييل لينش " .

- 02 أكتوبر 2008 : . اليورو يهبط إلى أدنى مستوى له أمام الدولار (\$1.38 /أورو)؛

. تراجع مبيعات السيارات إلى 40 % مقارنة بالشهر السابق؛

. وصل عجز الميزانية الأمريكية بداية من شهر أكتوبر 2008 الى غاية 30

جوان 2009 إلى حدود ترليون و مائة مليون (1.1) دولار أمريكي .

2.2.العوامل التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية 2008

ترجع جذور الأزمة المالية إلى اختلال في نمو الأصول المالية ، خاصة ادوات الدين، ولعل أهمها

هو التوريق بما يتجاوز حاجة الاقتصاد العيني ،وعليه زادت المخاطر المرتبطة بالتوريق خاصة عندما

أسرفت المؤسسات المالية في توريق ديونها.وفي هذا المبحث نتطرق الى النقاط التالية:

- دور متدخلون في عملية التوريق؛

-دور الأدوات المشتقة من عملية التوريق؛

- دور أثر الدومينو؛

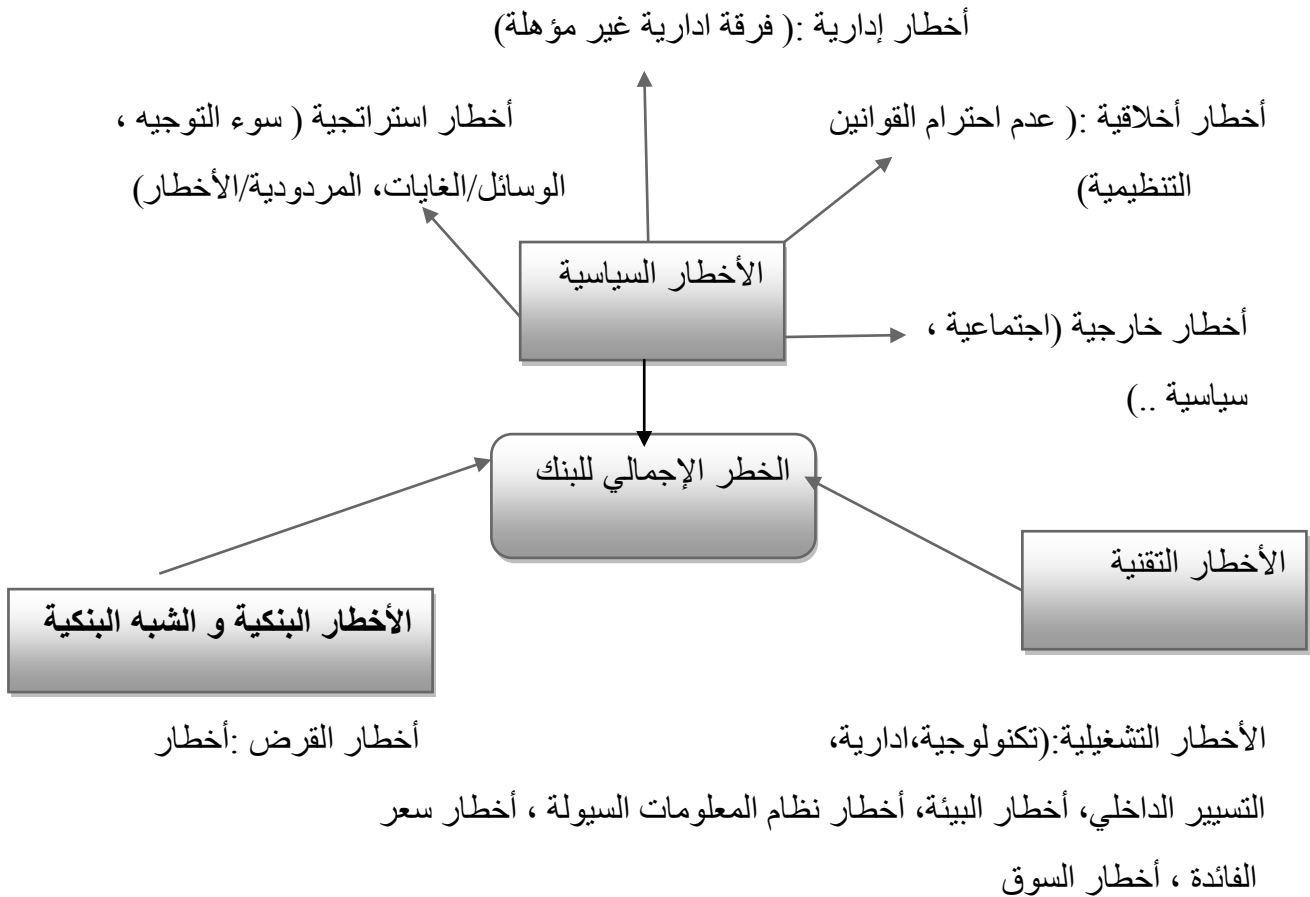
1.2.2.دور متدخلون في عملية التوريق

من أهم العوامل التي أدت إلى ضعف النظام الرأسمالي هو تلك الأدوار التي تلعبها البنوك ،

شركات التصنيف العالمية و سلوك المستثمرين في عملية التوريق.

1.1.2.2. دور البنك المتنازل عن الأصول

لعبت البنوك دورا في إحداث الأزمة المالية لسنة 2008، نظرا لسوء تسيير المخاطر التي تواجهها في أثناء نشاطها ، أهمها المخاطر المالية المتصلة بإدارة الموجودات التي تتطلب رقابة مستمرة من قبل إدارات البنوك وفقا لتوجه حركة السوق، الأسعار ، العمولات ، الأوضاع الاقتصادية ، والعلاقة بالأطراف الأخرى ذات العلاقة .



شكل رقم(06) : الأخطار التي تواجهها البنك [56]ص 286

فعندما تزايدت وطأة المنافسة بين البنوك أجبرها ذلك إلى التخلي عن الأعمال التقليدية (جمع الودائع ومنح القروض) و اللجوء إلى العمليات خارج الميزانية التي تمثل فيها المشتقات المالية خاصة عملية التوريق العنصر الرئيسي ، وطالما أن التعامل بالمشتقات المالية ينطوي على مخاطر كبيرة ، فقد تعرضت البنوك الى خسائر [57]ص5، حيث منحت هذه الأخيرة إعانات و تسهيلات عند إقراضها لذوي الدخل المحدود قصد الحصول على عقار ولم تعتمد في ذلك على قدرة المقترض من تسديد أقساط قرضه ، بل قامت بتسيير مخاطر عدم التسديد بفضل عملية التوريق التي تسمح لها من التخلص منها لتداول في الأسواق

المالية على شكل أوراق مالية ، وعند قيامها لذلك تخرج القروض المورقة من الميزانية . و لحماية ودائع المودعين يفرض على البنوك معدل إجباري للاحتفاظ على السيولة ، والذي يسمى " بمعدل كوك cooke" المقترح من طرف لجنة بازل سنة 1988 ، وهو عبارة عن معيار دولي للسيولة ، فمنذ 1993 ثبت المعدل في 8 % حيث يتم حسابه بالعلاقة التالية[58]ص147 :

أموال خاصة

$$\text{معدل كوك} = \frac{\text{أموال خاصة}}{\text{أصول ذات مخاطر}} \leq 8\%$$

أصول ذات مخاطر

بفضل عملية التوريق قامت البنوك بزيادة الإقراض دون تجاوز معدل كوك ، ذلك لأن عملية التوريق تؤثر على مقام العلاقة السابقة ، فبمجرد تطبيقها تخرج الأصول من ميزانية البنك ، وهكذا أي زيادة في الإقراض تقابلها توريق هذه القروض فإنها لا تظهر في العلاقة . ما سمح للبنوك التوسع في الإقراض.

أما شروط عقد القرض عادة ما تنص على ما يلي[59]ص28:

- أسعار الفائدة متغيرة و مرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي ؛
- إذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة ؛
- المدفوعات الشهرية خلال ثلاث سنوات الأولى عبارة عن تسديدات للفوائد ، أي ان العقار لا يصبح

ملك المدين إلا بعد ثلاث سنوات؛

كما سبق الذكر أن البنوك في منحها للقروض لا تعتمد على قدرة المدين من تسديد دينه ، و إنما تعتمد على متغيرة جديدة ظهرت بظهور التوريق التي يرمز لها بـ LTV ، وهي عبارة عن قيمة القرض بالنسبة لسعر العقار في السوق ، فإذا كانت النسبة أقل من 100 % يعني ذلك أن قيمة العقار تغطي قيمة القرض ، و عليه يمكن منح القرض و احتفاظ العقار كضمان [48].

لاستعادة سيولتها توجهت البنوك إلى بيع العقارات ، لكن زيادة العرض أدى إلى انهيار أسعار العقارات وهكذا أفلست هذه البنوك.

2.1.2.2. دور شركات التصنيف [60]

تلقت الأوراق المالية المشتقة من عملية التوريق قبولا في الأسواق المالية ، رغم أن أصلها هي الديون ، ذلك لتدخل شركات التصنيف العالمية عن طريق تصنيف هذه الأوراق حسب الجدول رقم (1) دون الإفصاح عن طرق تقديرها للمخاطر ، لذا سميت بالعلب السوداء (boites noires). ولكن لم يكن ذلك عائقا بالنسبة للمستثمرين، لأنه لا يتم الاعتراف بشركات التصنيف إلا بعد تحقيقها للشروط التالية:

- الموضوعية : أن يكون لدى الشركة أسلوب قياس دقيق و منتظم و يتم اختبار النتائج على أساس تاريخي (يفضل لمدة سنوات) و أن تخضع للمراجعة المستمرة و ان تستجيب للتغيرات في الحالة المالية.
- الاستقلالية: لا يوجد ضغوط سياسية أو اقتصادية على شركة التصنيف تؤثر على تقييمها .
- الشفافية: إتاحة التقييمات لكل من يريد الإطلاع عليها و بشروط متساوية.
- الإفصاح: عن طريق التقييم، معاني التصنيفات المختلفة.
- الموارد : ينبغي أن يكون لدى شركة التصنيف موارد مادية و بشرية كفؤة تسمح لها بالقيام بتقييمات ذات جودة مرتفعة.
- المصدقية : ان اعتماد على تقييم مؤسسة التصنيف الخارجي من جانب أطراف مستقلة (المستثمرين ، البنوك) يعتبر دليلا على مصداقية المؤسسة كما ان هذه المصدقية تعتمد على وجود إجراءات داخلية تمنع إساءة استخدام المعلومات السرية.

ونضرا لأن هذه الوكالات تتلقى أجرا من البنوك و الشركات المصدرة للأوراق، ولتعظيم أرباحها والحفاظ على زبائنها، تصنف الأوراق المالية في أحسن تصنيف ما يزرع الثقة في نفوس المستثمرين.

3.1.2.2. دور شركات التوريق [61]

تقوم شركات التوريق بتشكيل محافظ مالية التي تقسم الى ثلاثة شرائح (الشريحة الأولى senior ، الثانية mezzanine،الثالثة junior) وكما أشرنا فإن الخسائر المتوقعة تتركز في الشريحة الثالثة " senior " ، والتي تتمثل الشريحة الأصغر من حيث الحجم و الأعلى من حيث العائد ، وفي الشرائح الأعلى تصنيفا نقل الخسائر المتوقعة ، ما سهل عملية اختيار المستثمر للأوراق المالية التي تناسبه .

وقد تم تسويق الأوراق ذات التصنيف الجيد للعديد من شركات التأمين ، وصناديق الأمان الإجتماعي . أما بالنسبة للأوراق ذات الصنف الأدنى (مخاطر عالية) فقد تم تسويقها لصناديق التحوط (hegds fund) و المستثمرين المضاربين الباحثين عن عائد أعلى .

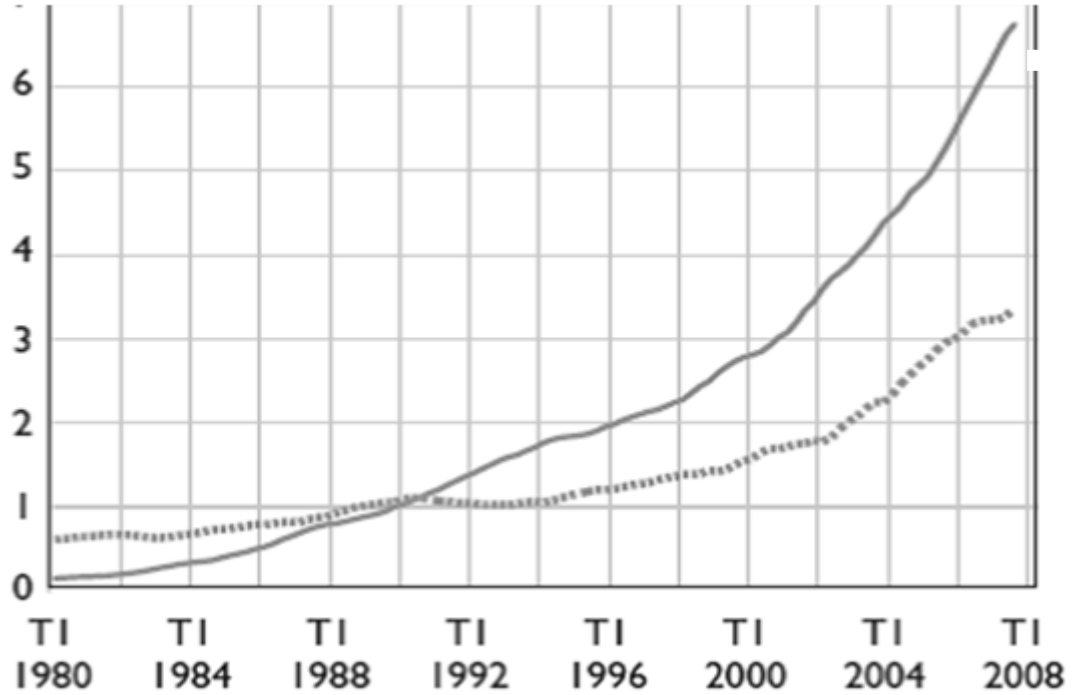
لكن عندما ظهرت مشكلات عدم السداد في الشريحة الأكثر خطورة ، انتشرت مظاهر الهلع و عدم الثقة بين حاملي الأوراق المالية لينتج عن ذلك التوجه الى البيع . وهكذا انهارت أسعارها .

4.1.2.2 دور شركات التأمين [48]

من العوامل التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية هو سوء عمل الهيئات التي تؤمن عملية امتلاك العقارات مثل "فريدي ماك Freddie-mac و فاني ماي Fannie mae" ذلك لتعارض أهدافها التي تتمثل من جهة تطبيق السياسة الاجتماعية (كل أمريكي لديه الحق في امتلاك العقار و لا تهم الأرباح) ومن جهة أخرى رغبات المساهمين فيها (أي تحقيق الأرباح) . فقامت هذه الشركات منة تأمين الوراق المالية المشتقة من عملية التوريق ، ما زاد الثقة لدى المستثمرين لاستثمار في مثل هذه الأدوات .

5.1.2.2 دور المستثمرون [50]

في وصفية للاقتصادية المثالية قبل الأزمة المالية (معدل تضخم منخفض)، المستثمرون لم يعطوا أهمية لتقدير المخاطر ، فاستثمروا في أوراق مالية ذات مخاطر عالية للحصول على عائد أكبر . وكل هذه العوامل أدت بالبنوك والشركات العقارية من التوسع في منح القروض الرهنية



المنحنى رقم (7) : تطور قيمة الأصول الرهنية العقارية لدى البنوك والمؤسسات المتدخلة في السوق المالي (بالتريليون دولار) [51]

2.2.2. دور الأدوات المشتقة من عملية التوريق

تطورت عملية إدارة مخاطر الأوراق المالية عن طريق تطور هذه الأخيرة خاصة بعد ظهور عملية التوريق سنة 1970 ، فبعد أن كانت تقاس هذه المخاطر باستخدام طريقة تحليل المخاطر (value at risk) التي تقوم بتعظيم الخسارة التي قد يتعرض إليها أصل مالي في استحقاقات مقترحة ومستويات احتمالات تكون معروفة ، أصبح هناك سوق تتداول فيه المشتقات المالية ليس من أجل الربح فحسب وإنما إضافة إلى ذلك من أجل تحويل المخاطر وهو ما يعرف بسوق المشتقات المالية [61] .

1.2.2.2. أنواع أسواق المشتقات المالية

تنقسم الأسواق المشتقة الى نوعين هما [63] ص 416 :

- الأسواق المنظمة les marchés organisés
- الأسواق بالتراضي les marchés gré a gré

1.1.2.2.2. الأسواق المنظمة

تتميز هذه الأسواق بوجود غرفة مقاصة chambre de compensation التي تنظم العمليات حيث أنها تضمن دوما وجود مقابل، وتراقب مدى مطابقة العمليات مع التنظيمات. كذلك يجب الإشارة إلى ان الوسطاء المعتمدين هم فقط المسموح لهم بالتدخل في هذه الأسواق سواء لحساباتهم الخاصة أو لحسابات زبائنهم . كما تفرض على المتدخلين وضع ودیعة الضمان .

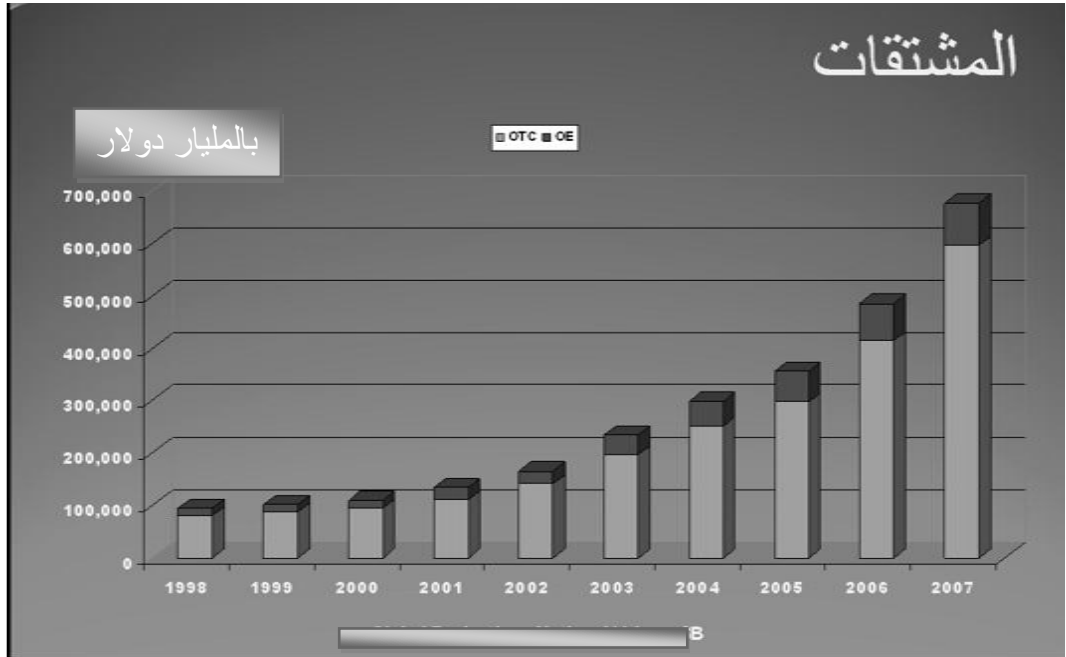
يعتبر Teulon أن الأسواق المزودة بغرف المقاصة توفر للمستثمرين السيولة الكبيرة ذلك

لسببين [64] ص ص 45-76:

- عموما يكون عدد المتدخلين معتبر بحيث يصبح تأثير كل واحد منهم على الأسعار مهملًا
- هناك دائما مقابل للعمليات

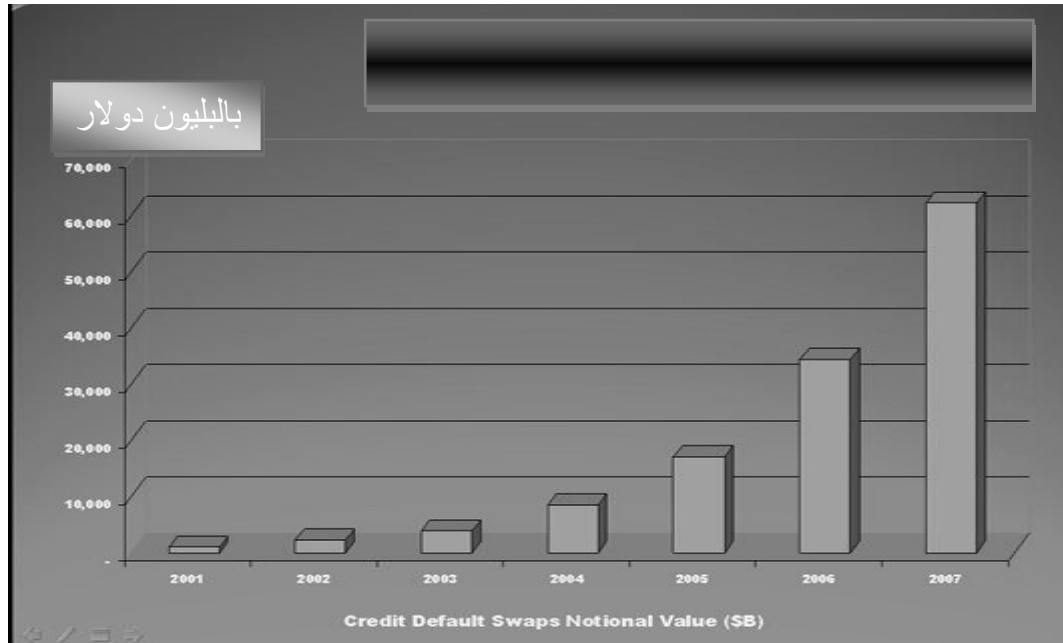
2.1.2.2.2. الأسواق بالتراضي

في هذا النوع من الأسواق تتبع المشتقات المالية احتياجات المستثمرين ، لكنها تتضمن وجود خطر المقابل ، فالمتدخلون يتعاملون فيها بصفة مباشرة الأمر الذي ينتج عنه وجود خطر المقابل ، حيث أن العمليات في مثل هذه الأسواق لا تخضع لأي مراقبة وهذا ما أدى إلى زيادة التعامل بالمشتقات المالية حسب ما يبينه الشكل التالي :



منحنى رقم (8): تطور التعامل بالمشتقات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية [65].

هذا التطور في التعامل بالأدوات المالية أدى إلى تطور حجم الأسواق مشتقات الائتمان .



(9) : [65].

ونظرا لغياب سقف محدد في مثل هذه الأدوات (أصول مالية مرتبطة بالديون و ليس بالملكية)، أسرفت المالية في التوسع في إصدارها بدرجة كبيرة تولد عنها اختلال في نسبة أحجام الديون ما يطلق عليها بالرافعة المالية .

2.2.2.2. محاسبة الأدوات المشتقة [66]

استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية على ربط حدود التوسع في الإقراض بتوافر الحد الأدنى من الأصول المملوكة ، فالمدين يجب أن يمتلك حد أدنى من الثروة حتي يستدين وأن يتوقف حجم استدانته على حجم ملكيته للأصول العينية . لكن في حالة المشتقات المالية (الأصول المرتبطة بالديون) استطاعت تجاوزه، ففي هذه الحالة يتم تسجيل المشتقات المالية حسب معايير (IFRS International Financial Reporting Standards) اعتمادا على قيمتها الحالية في السوق (juste valeur)

ففي حالة ما إذا تراجع أسعارها في السوق يؤثر ذلك سلبا على ميزانية البنك أو الشركة المصدرة لهذه المشتقات ، وهذا ما حدث بالفعل أثناء الأزمة المالية .

3.2.2. دور أثر الدومينو و سعر الفائدة.

1.3.2.2. أثر الدومينو

وفق الباحث الفرنسي طوماس غينولي فإن ما يلخص الأزمة هو مفعول الدومينو كما يلي [67]:
لنعتبر أنّ هناك صفيين من الدومينو تمّ وضعهما إلى جانب بعضهما البعض، وهناك صفّ آخر من الدومينو تمّ وضعه خلفهما: الصفان الأماميان يقعان، وكرّد فعل تنابعي يسقط البقية.

1.1.3.2.2. الدومينو الأول

في الولايات المتحدة شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001-2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري المرتفع المخاطر بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لمؤسسات القرض، حيث تقوم مؤسسات الإقراض بتمويل أصول وعقارات يكون واضحا من الأول أن الزبائن ليسوا قادرين على الوفاء بالتزاماتهم المالية.

ينبغي على هؤلاء خلال السنتين الأوليين دفع فوائد تلك القروض، وفي السنة الثالثة يقومون بدفع الدين وفوائده.

ولكن هناك حاليا الكثير من هؤلاء الذين لا يقدرّون على الدفع (حيث بلغ حجم القروض المتعثرة 100 مليار دولار)، وهو ما يعني أنّ قيمة تلك القروض قد ضعفت.

2.1.3.2.2. الدومينو الثاني

في الولايات المتحدة أيضا، هناك مؤسسات إقراض توافق على ديون تمنح بموجبها أموالا لأشخاص يملكون عقارا يتم استخدامه ككفالة أو ضمانا للقرض.

ولكن منذ شهر بدأ الطلب على العقارات في التضاؤل إلى أن وصل إلى حدّ التجمّد حيث ليس هناك طلب أصلا على شراء العقارات.

وأدى ذلك بطبيعة الحال إلى هبوط أسعار العقارات، وهو ما يدفع مؤسسات الإقراض إلى طلب السيولة والتعويض من أولئك الأشخاص الذين لا يملكون بالضرورة مالا.

ولذلك تبدأ تلك المؤسسات في المعاناة من أجل الحفاظ على قيمة تلك القروض والديون، وهو ما يضعف من قيمتها في السوق والتعاملات المالية.

3.1.3.2.2. الدومينو الثالث

هذه المؤسسات المالية، قامت بتحويل تلك القروض إلى "أصول" أي أنها حولتها إلى منتج جديد يمكن بيعه وشراؤه في البورصة، أي مثل أن تكون تدين لشخص بالمال ويقوم هذا الشخص ببيع دينك لشخص آخر.

ونظرا لكون "الأرباح الموعودة" من هذه العملية كانت مرتفعة، فقد أقدمت صناديق الاستثمار على شراء هذه "الأصول" في البورصة.

ولكن، مع بدء هذه الأصول في فقدان قيمتها، أرادت صناديق الاستثمار التخلص منها ببيعها.

ولكن المشكل أنه ليس هناك من مشتريين باستثناء راغبين في الشراء بأسعار متدنية.

4.1.3.2.2. الدومينو الرابع

ولتجنب مشاكل انعدام السيولة، تقوم صناديق الاستثمار هذه ببيع أصول أخرى تملكها في البورصة ولا علاقة لها بهذه القروض، وبفعل ذلك، ولاسيما التسرّع، تهبط قيمة هذه الأصول، ولكن زيادة على ذلك، فإنّ البنوك التي اشترت منها هذه الصناديق تلك الأصول تخسر الكثير من الأموال.

5.1.3.2.2. الدومينو الخامس

هذه البنوك التي فقدت الكثير من الأموال وتعاني من نقص السيولة، ستحاول الحصول على الأموال بواسطة الاقتراض من بنوك أخرى، وهو أمر يومي في الأسواق ويعرف بالسوق بين البنوك، ولكن ولأن كل بنك يجهل حقيقة وعمق المشكل المالي الذي يعاني منه البنك الآخر، فإنه يرفض بالتالي إقراضه، وذلك يعني تزايد عدد البنوك التي تعاني من مشاكل سيولة حتى لو كان وضعها جيدا وغير مشمولة بالأزمة.

6.1.3.2.2. الدومينو السادس

وبطبيعة الحال، إذا كان هناك عدد كبير من البنوك تعاني من مشاكل السيولة فإن النشاط المالي ككل يتأثر، ولذلك فإن البنوك المركزية (الأمريكي والأوروبية) تقرض تلك البنوك أموالا، والهدف هو الحفاظ على توازن على المدى المتوسط.

7.1.3.2.2. الدومينو السابع

والعاملون في البورصة يحتاجون دائما إلى سيولة تحت أيديهم حتى لا يكونوا مضطرين إلى بيع أصول كل مرة يطلب فيها أحد مستثمريهم مالا يستحقه عليهم، ولأن الكثير من أصول البورصة والأسهم تنخفض، فإنهم يبيعونها سواء للحصول على السيولة أو بفعل الذعر من الوضع الذي تمر به السوق، ويؤدي ذلك إلى مزيد من الهبوط في قيمة تلك الأصول .

2.3.2.2. دور معدل الفائدة

يعد خطر سعر الفائدة خطرا كلاسيكيا إلا أنه جديد من ناحية أهميته ، وهو يمثل بالنسبة لمؤسسة القرض إمكانية تأثر مردوديتها أو قيمة أموالها الخاصة بتطورات معدل الفائدة [68]ص17، فهو إذا ناتج عن تعرض البنك للخسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفوائد في السوق ، والتي قد يكون لها الأثر على عائدات البنك و القيمة الاقتصادية لأصوله .

من خلال هذا يمكننا القول أن : خطر سعر الفائدة هو الخطر الذي يتحمله البنك الذي يمتلك مستحقات أو ديون ذات معدلات ثابتة ، بفعل التطور المستقبلي لمعدلات الفائدة [69]ص98، وينعكس هذا على وضعية البنك بطريقتين :

- الطريقة الأكثر شيوعا ، وهي العلاقة العكسية بين معدل الفائدة و قيمة الأصل المالي ، حيث إذا تم تشبيه ميزانية البنك بمحفظة أصول مالية يتفاعل كل أصل ايجابيا أو سلبيا مع التغيرات في المعدل ، هذا الخطر يدعى خطر معدل الفائدة على عمليات السوق.
- أما الطريقة الثانية تؤدي إلى عدم تعديم الإستخدامات و تكلفة الموارد على مستوى حساب النتائج ويدعى هذا الخطر بخطر المعدل على عمليات القرض .

يشير (Partnoy,2009) إلى أنه بعد وقوع فقاعة شركات الويب ، في العام 2000، وقوع هجمات الحادي عشر من سبتمبر (أيلول) عام 2001 فإن الولايات المتحدة الأميركية ومعظم ، الاقتصاديات المتقدمة الأخرى قد استقرت في مرحلة تسودها سياسات اقتصادية توسعية تحافظ على بقاء ، هذه الاقتصاديات وتواجه الكساد بنجاح، على سبيل المثال فإن الاحتياطي الفدرالي الأمريكي قام بتخفيض معدل الفائدة أكثر من 27 مرة بين الأعوام 2001-2003[70].

لعبت معدلات الفائدة المتغيرة هي الأخرى دورا هاما في تكريس التفاوت في الثروات والدخول فيما بين مختلف الشرائح الاجتماعية، وذلك منذ بداية الثمانينات من القرن المنصرم، وهو تاريخ استعمالها على نطاق واسع في عمليات الإقراض، الدولي منه والمحلي. إن هيمنة القطاع المالي، بما فيها مكونه المصرفي، على الأنشطة الاقتصادية منذ عقد السبعينات من القرن الماضي قد عدل العلاقة رأس المال/العمل لصالح الأول حساب الثاني، مكرسا بذلك عملية توزيع الدخل والثروة لصالح كتلة الأرباح على حساب كتلة الأجور، خاصة على مستوى الاقتصاديات المندمجة في السوق العالمية. كما سبقت الإشارة إليه، إذا كانت حصة الأنشطة المالية من إجمالي الناتج قد عرفت نموا متعظما خلال العقود الثلاثة الأخيرة، فإن مدفوعات الفوائد نصيبا معتبرا فيها، وذلك بسبب تفاعل عاملين اثنين هما:

- كون مخزونات الديون بلغت مستويات قياسية في كافة بلدان العالم، وهو ما يعرف باقتصاد المديونية؛

- تزايد وزن معدلات الفائدة المتغيرة في إبرام القروض، بالإضافة إلى كونها تتطور دوما في صالح الوساطة الجهات الدائنة. من أهم الأمثلة على ذلك أن نسبة مجموع ديون العائلات والمؤسسات الحكومية الأمريكية بلغت عند انفجار الأزمة المالية الراهنة حوالي 400% في مقابل حوالي 290 % عشية انفجار أزمة 1929. هذا مع وجود فارق مهم بينهما، وهو أن جزء معتبرا بالنسبة لعام 1929 كان ناتجا عن الحرب العالمية الأولى. بالقيمة المطلقة تبلغ ديون مختلف الأعوان الاقتصاديين الأمريكيين عند مطلع عام 2009 حوالي 50 تريليون دولار، أي ما يزيد عن ثلاثة أضعاف ناتجها المحلي الإجمالي؛

بالإضافة إلى ما ورد في الفقرة السابقة حول دور معدلات الفائدة بصفة عامة ومعدلات الفائدة المتغيرة بصفة خاصة في تكريس التفاوت في الدخل، فإن معدلات الفائدة المتغيرة لعبت دور المفجر لأزمة القروض العقارية عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك تماما مثلما لعبت نفس هذا الدور في أزمة المديونية الخارجية للدول النامية في صيف 1982. إن سعي الكثير من المدينين لتسديد ديونهم، خاصة بسبب انكماش أسعار الأصول المالية *déflation des actifs financiers*، من شأنه أن يجعل آثار رافعة المديونية يعمل في الاتجاه المعاكس مما يؤثر سلبا على جانب الأصول من ميزانيات المدينين وقد يجعل وضع سيء للغاية. بتعبير آخر، إذا قام عون اقتصادي بتصفية ديونه فهذا يكون إيجابيا بالنسبة إليه دون أن يكون لذلك أثر يذكر على المتغيرات الاقتصادية الكلية كالتوظيف والنمو الاقتصادي وغيرها. لكن إذا سعى كل الأعوان الاقتصاديين إلى تصفية ديونهم وتطهير ميزانيتهم من خلال بيع جزئي كافي لأصولهم المالية *deleveraging*، فإن ذلك من شأنه أن يتسبب في أزمة مالية ومن ثم التأثير سلبا على النمو والتوظيف وغيرهما [71].

خلاصة

تعتبر الأزمات المالية من الظواهر المثيرة للقلق و الاهتمام ، فرغم اختلاف أنواعها (أزمة مصرفية أزمة النقد و أزمة في سوق رأس المال)، أسبابها ومكان حدوثها ، إلا أنها تتفق في خاصية المتمثلة في ذلك الاضطراب في أسواق النقد ، أسواق المال و البورصات ، و أنها تكشف عن ضعف النظام المالي أو النقدي أو كلاهما .

الأزمة المالية لسنة 2008 شأنها شأن الأزمات التي سبقتها، فبإضافة إلى جذورها التي تعود إلى الخلل في نظام الإنفاق للولايات المتحدة الأمريكية، كشفت عن وجود خلل في الأنظمة الأخرى المتمثلة فيما يلي:

- نظام الفائدة على الودائع؛
- نظام تجارة شركات التوريق و البنوك بالديون (التوريق) بيعا و شراء ؛
- نظام محاسبة الأدوات المشتقة من عملية التوريق (التسجيل بالقيمة السوقية)؛
- ضعف الرقابة على النظام النقدي (الإفراط في توريق القروض) و على النظام المالي (تصنيفات شركات التصنيف للمشتقات المالية)؛

الفصل 3

انعكاسات الأزمة المالية لسنة 2008 و أساليب مواجهتها

عندما بدأت الأزمة في 2007 كان الاعتقاد أنها قاصرة على قطاع الرهونات العقارية الأقل جودة في الولايات المتحدة الأمريكية ، ثم لم يلبث أن أفلست العديد من المؤسسات المالية العالمية ، فأصبح العالم بأسره يراقب التداعيات الخطيرة لهذه الأزمة في جميع أنحاء العالم ، حيث أدت العولمة إلى ترابط الأسواق الأمريكية مع الأسواق الأوروبية و الآسيوية وكذلك الأسواق الناشئة التي ظهرت في الاقتصاديات نتيجة الإصلاحات التي تبنتها الدول النامية و الدول المتحولة من النظام الاشتراكي إلى اقتصاد السوق ، لكن حدة هذه الأزمة فتحت المجال لمراجعة و إصلاح النظام الرأسمالي و القطاع المالي الاقتصادي عن طريق إعادة النظر في دور الذي تلعبه الدولة في تسيير الاقتصاد . وفي هذا الصدد نشير إلى النظرية الكينزية للقيام بذلك . كما تتجلى في ظل هذه الأزمة معجزة علمية من معجزات القرآن الكريم والتي تتمثل في معالجة جميع جوانب الحياة (السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية و البيئية....) عن طريق تقديم بدائل إسلامية، وهذا ما نقوم بمعالجته في هذا الفصل من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، نتناول في المبحث الأول انعكاسات الأزمة على باقي دول العالم و في الثاني نتناول انعكاساتها على الجزائر و إجراءات التي اتخذتها لمواجهة الأزمة أما في الثالث سنتناول أساليب مواجهة هذه الأزمة دولياً.

1.3. انعكاسات الأزمة المالية 2008 خارج الولايات المتحدة الأمريكية

بدأت الانهيارات في الولايات المتحدة الأمريكية ثم تبعتها المؤسسات الأوروبية ، وكما طالت تداعياتها دولا و أسواقا مالية و مؤسسات في أنحاء عديدة من العالم بسبب العولمة المالية و الاقتصادية التي تؤدي إلى انعكاس الاضطرابات التي تعاني منها دولة ما على باقي الدول الأخرى ، وهذا ما حدث بالفعل

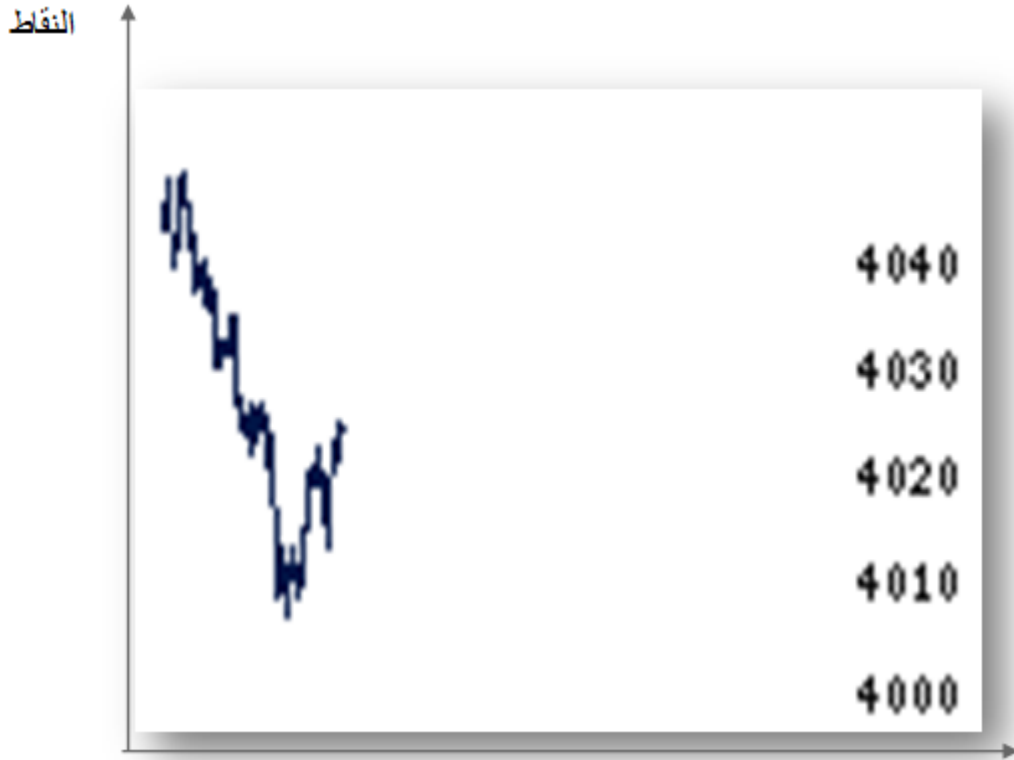
خلال الأزمة المالية لسنة 2008 لتحديث ركود عالمي .من خلال تقسيمنا لهذا المبحث إلى ثلاث مطالب ، سنحاول معالجة انعكاسات الأزمة على الدول الأوروبية ، انعكاساتها على الصين و في الأخير نتطرق إلى انعكاسات الأزمة على الدول العربية .

1.1.3. انعكاسات الأزمة على أوروبا

أدى تشابك الأسواق المالية الأمريكية بالأسواق المالية الأوروبية إلى تأثر هذه الأخيرة بالأزمة المالية من خلال حدوث انهيارات على مستواها ثم على مستوى الاقتصاد الحقيقي .

1.1.1.3. انعكاسات على الأسواق المالية

بمجرد انهيار بورصة نيويورك انتشر الخوف في نفوس الأوروبيون المستثمرون في سندات أمريكية مآدى بهم إلى بيع أوراقهم المالية المسجلة في البورصات الأخرى [72] ، فانهارت قيم الأسهم في بورصات أوروبا ولعل من أهم المؤشرات التي يبين ذلك ، مؤشر كاك 40 لبورصة باريس المؤسس في 31 ديسمبر 1987 بـ 1000 نقطة أساس [73] حسب ما يبينه المنحنى التالي:



منحنى رقم 10 : تغيرات سلوك مؤشر كاك 40 لبورصة باريس [74]

السنوات من 2006 الى 2009

حقق مؤشر كاك 40 انخفاضا من 4040 نقطة إلى 4020 نقطة خلال الفترة ما بين 2006-2009، ويعود هذه الانخفاض إلى انتقال الأزمة المالية إلى بورصة باريس من خلال انخفاض الطلب على أسهم الشركات المدرجة في المؤشر .

2.1.1.3-انعكاسات الأزمة على الاقتصاد العيني :

حقق الميزان التجاري لدول الإتحاد الأوروبي خلال شهر أوت 2008 عجزا قيمته 27.2 مليار أورو (ما يعادل 36 مليار دولار أمريكي) مقارنة بـ16.1 مليار أورو في أوت عام 2007 حيث ازداد

العجز التجاري في مجال الطاقة من 219.4 مليار أورو في الفترة من جانفي الى جويلية 2008 مقارنة بـ 144.8 مليار أورو في نفس الفترة من عام 2007 [40]ص86 .

أما في المملكة المتحدة نجد أن مكتب الإحصاءات الوطنية البريطاني أصدر تقريرا إحصائيا، استند إلى دراسة شملت حوالي 5000 شركة بريطانية أكد فيه على ارتفاع معدل البطالة في المملكة المتحدة في نهاية الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 5.7 % عنه في نفس الفترة من سنة 2007، حيث ارتفع عدد العاطلين عن العمل بواقع 164 ألفا إلى 1.7 مليون عاطل، وهو أعلى مستوى للبطالة في بريطانيا على مدى سبعة عشر عاما حينما تعرضت في أوائل العقد العاشر من القرن الماضي [40]ص88.

أما في ألمانيا التي يحتل اقتصادها المرتبة الثالثة بين اقتصاديات دول العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية (قبل الأزمة المالية) و اليابان فقد أدى انكماش الطلب على السيارات إلى استغناء شركة " فولفو " السويدية عن 6000 موظف لمواجهة أوضاع السوق المتدهورة في صناعة السيارات على مستوى العالم

كما أدى ذات السبب إلى أن مجموعة "ديملز" الألمانية العملاقة لصناعة السيارات بإيقاف الإنتاج لمدة خمسة أسابيع قبل أن تعلن من استغنائها عن بعض العمال لديها ، خاصة وأن أرباحها التشغيلية انخفضت من 1.9 مليار أورو في الربع الثالث من سنة 2007 إلى 648 مليون أورو خلال الربع الثالث من سنة 2008 بسبب انخفاض قيمة مبيعاتها خلال الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 0.7%

أما في اسبانيا فقد قامت شركة دلفين الأمريكية لصناعة السيارات باستغناء عن 1600 عامل.

وكل هذا أدى الى انخفاض نسب التنمية الاقتصادية في منطقة الأورور في سنة 2009 مقارنة بالسنوات

الماضية حسب ما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم 06 : يبين معدلات التنمية الاقتصادية في منطقة الأورو [75]

2009	2008	معدل التنمية من 2000 الى 2007	
1.0%	1.4%	1.42%	ألمانيا
1.2%	1.4%	1.99%	فرنسا
0.3%	0.3%	1.40%	ايطاليا
1.7%	1.8%	3.63%	اسبانيا

نستنتج مما سبق أن الأزمة المالية لم تنشأ في أوروبا، لكن يمكن القول أن أوروبا تأثرت بهذه الأزمة للأسباب التالية :

- سلوك الأوروبيين : تركز اهتمامات الأوروبي على الادخار عكس سلوك الأمريكي الذي يعتمد على الدين للعيش وهذا ما أدى إلى انخفاض نسب منح القروض في الإتحاد الأوروبي مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية [76]

- عدم وجود ديناميكية تقوم بتحويل انخفاض أسعار الفائدة إلى زيادة الاستهلاك و دين العائلات خاصة في اسبانيا [77]

- إعادة تمويل القروض الرهنية عملية غير تلقائية مثلما يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية ، ففي ألمانيا مثلا هذه العملية غير موجودة ، أما في فرنسا يتم إعادة تمويل القروض الرهنية عن طريق التوريق لكن تبقى العملية تجارية يتحملها و يوافق عليها المدين [78] .

2.1.3. انعكاسات الأزمة على الصين

تمكنت الصين خلال الثلاثة عقود السابقة على الأزمة المالية من تحقيق طفرة من التقدم الاقتصادي وأصبحت بمثابة ورشة صناعية عالمية وكما تمتاز منتجاتها بثمان رخيص ما أهلها إلى التمتع بمكان الصدارة بالنسبة للكيانات الاقتصادية الناشئة ، بل و أصبحت قريبة من احتلال مكان الصدارة أيضا على مستوى الإقتصادات المتقدمة لكن على الرغم من هذا ، فقد تأثرت الصين بالأزمة المالية العالمية سواء فيما يتعلق بمعدلات نمو الإقتصاد الصيني أو فيما يتعلق بما تملكه كاحتياطي نقدي من العملات الحرة بين دول العالم ، أو على صعيد حجم التجارة الخارجية لها مع هذه الدول أو حتى بسبب ما تملكه من سندات الخزينة الأمريكية .

1.2.1.3. معدلات نمو الإقتصاد الصين

تراجعت معدلات نمو الإقتصاد الصيني من جراء الأزمة المالية إلى ما دون نسبة 10% في نهاية الفصول الثلاثة الأولى من سنة 2008 وذلك لأول مرة منذ نهاية سنة 2005 ، حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي نموا بلغت نسبته 9.9% خلال الفترة بين الفترة جانفي إلى سبتمبر لسنة 2008 في مقابل 12.2% للفترة ذاتها من سنة 2007، وكانت نسبة التراجع تساوى 9% في الربع الثالث وحده من سنة 2008 انخفاضا من 10.4% في النصف الأول من تلك السنة [40]ص125 .

2.2.1.3. انعكاسات الأزمة على الصعيد الاحتياطي النقدي

تراجع حجم زيادة الاحتياطي النقد الأجنبي لدى الصين بسبب الأزمة المالية العالمية من 44.5 مليار دولار في المتوسط عن كل شهر خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2008 إلى 21.5 مليار دولار خلال شهر سبتمبر 2008 أي تراجع بأكثر من 50% عن الأشهر السابقة عليه [40]صص 126-127 .

3.2.1.3. انعكاسات الأزمة على التجارة الخارجية الصينية

رغم أن معدل التجارة الخارجية في الصين قد ارتفع بدرجة ملحوظة ، حيث بلغت صادراتها في شهر سبتمبر 2008 ما يعادل 136.4% مليار دولار و بلغت وارداتها 107.1 مليار دولار بزيادة في هذا القطاع بلغت 21% عن سنة 2007 ، ومع هذا فقد بلغ الفائض التجاري للصين خلال الأشهر التسعة الأولى من سنة 2008 حوالي 180.9 مليار دولار بانخفاض نسبته تعادل 2.6% عن الفترة المماثلة من سنة 2007 [40]ص124 .

4.2.1.3. انعكاسات الأزمة على نطاق مساهمة الصين في سندات الخزانة الأمريكية

أصبحت الصين أكبر مالك لهذه السندات على مستوى العالم بقيمة 1.3% تريليون دولار أمريكي متقدمة في ذلك اليابان التي احتلت المركز الثاني بتريليون دولار أمريكي .

كما تأثرت الصين عن طريق استثماراتها في المشتقات المالية (أدوات مالية مشتقة من عملية التوريق) في الأسواق الأمريكية ، وبالأخص لدى مؤسستي فاني ماي و فريدي ماك ، حيث بلغت قيمة الخسائر في هذا النوع من الاستثمارات سنة 2007 إلى 376 مليار دولار أمريكي [79] .

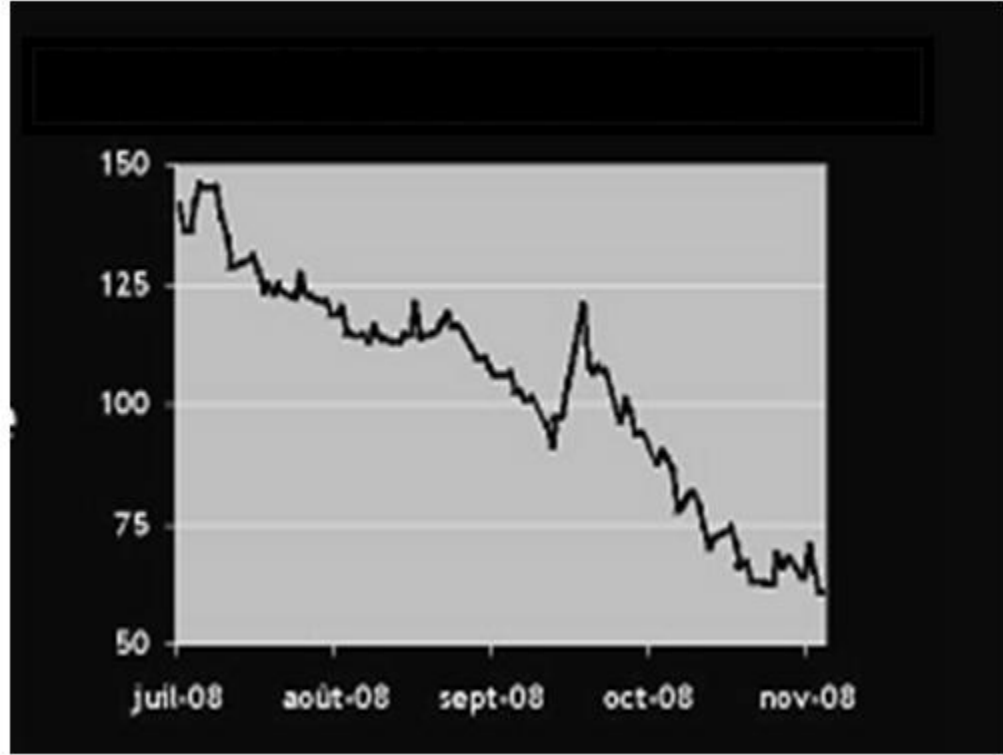
وهكذا يتضح لنا كيف تأثرت الصين بالأزمة المالية العالمية بصورة كبيرة مما دفعها إلى التدخل بصورة مباشرة من خلال خطة تحرك هدفت من خلالها زيادة الإنفاق الحكومي لتشجيع الطلب على الاستهلاك . إضافة إلى ما سبق الذكر حتى صناعة الأطفال طالها الكساد ، وانتشرت البطالة ، فرغم ان الصين تأتي على رأس دول العالم التي حققت فائضا في ميزانها التجاري بفضل تقدمها في المجال الصناعي بما في ذلك صناعة لعب الأطفال التي تقدمت فيها على المستوى العالمي ، إلا أنه وفقا لتقرير هيئة الجمارك الصينية ، فقد أدت الأزمة المالية إلى تقلص هذه الصناعة حيث أغلقت أكثر من نصف شركات صناعة ألعاب الأطفال في الصين أبوابها خلال الأشهر السبعة الأولى من سنة 2008 ، كان معظمها من الشركات الصغيرة التي كانت تكابد لتلبية معايير الأمان التي تطلبها الصين بعد تراجع معدلات الطلب الخارجي على هذه السلع [40]ص 91 .

3.1.3. انعكاسات الأزمة المالية على الدول العربية

بما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها لم تسلم من الأزمة المالية العالمية

1.3.1.3. الطلب على النفط و مستوى أسعاره

إن الاقتصاديات العربية في معظمها تعتمد على إنتاج و تصدير النفط وقد أدت الأزمة المالية إلى انخفاض سعر البترول، هذا إضافة إلى اضطرار دول الأوبك إلى تخفيض إنتاجها من النفط وهذا ما انعكس سلبا على الاقتصاديات العربية خاصة إذا أخذنا في الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل في كثير من البلدان العربية [49]ص 81 .



منحنى رقم 11: يبين انخفاض سعر البترول من جويلية 2008 الى نوفمبر من نفس السنة
الوحدة : الدولار/البرميل[80].

نلاحظ من خلال الشكل أنه في جويلية 2008 كان سعر البرميل الواحد مرتفع ، حيث بلغ 145 دولار يعود هذا الارتفاع إلى توقع المضاربين أن سعر البترول سيصل إلى حدود 200 دولار/البرميل في حدود 2011 ، لكن يبين الشكل أنه ابتداء من جويلية 2008 عرف سعر البترول تدهورا وذلك لانخفاض الطلب عليه.

2.3.1.3. أسواق الأوراق المالية

تعتبر البورصات الأكثر متأثرين عالميا وعربيا بالأزمة المالية العالمية ، وهي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة و التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات و مختلف القطاعات .

ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات العربية إلى مستويات قياسية لتبلغ نحو 1339 مليار دولار في عام 2007 مقارنة بـ 148 مليار دولار في عام 2000 بما يعني تضاعف القيمة تسعة أضعاف في حين لم تتجاوز الزيادة في الشركات المتداولة الجديدة نسبة 50% مما يشير إلى المضاربات

في هذه البورصات وهو ما ينتج عنه انخفاضات في القيمة السوقية للأوراق المالية العربية و خسارتها في متوسط 50% [49]ص83.

وإذا ما قارننا قيمة الخسارة بتلك التي حدثت في أوروبا أو الولايات المتحدة الأمريكية فإنها نجدها قليلة ، والسبب في ذلك يعود إلى أن غالبية المستثمرين في هذه الأسواق ليس لهم تواجد يذكر على الساحة العالمية ، إضافة إلى قلة الترابط بين الأسواق العربية و الدولية وان انكشاف المصارف العربية على أزمة الرهن العقاري الأمريكي ولأدواته المالية يعتبر محدودا ، فمعظم البنوك العربية لا يستثمر سوى القليل في مثل هذه الأدوات ، أما البنوك التي لها حيازة في صناديق التحوط تستثمر في سندات مغطاة بأصول عقارية فخسارتها تكون بقدر حيازتها لمثل تلك الأصول . وحسب استطلاع أجرته شركة التصنيف الائتماني "ستاندارد أند بورس STANDARD AND POORS" فإن مجموع استثمارات بنوك المنطقة العربية في سندات الرهن العقاري ذات التصنيف الائتماني المنخفض لا يزيد عن 1% من مجموع أصول هذه البنوك [81] .

في الواقع أن تداعيات هذه الأزمة لا تنحصر في الجوانب السابقة الذكر فقط حيث أن هذه الأزمة يمكن أن تنعكس على سياسات الإصلاح و بخاصة تحرير القطاع المالي فمن المتوقع أن يكون هناك على اثر هذه الأزمة إعادة النظر حول مدى ودرجة التحرير التي يمكن أن تكون مقبولة للأنشطة المالية دون ان تؤدي إلى تعرض الدول المعنية إلى مخاطر مماثلة لما حصل خلال هذه الأزمة ، فمن ناحية زيادة الحرص و التحوط فإن مثل هذه الموقف يمكن أن يكون مطلوباً [49]ص83 .

ومدى تأثير الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين الدول العربية والعالم الخارجي. في هذا الإطار يمكننا تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثيرها بالأزمة، وهي [82]:
المجموعة الأولى: هي الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي العربية

المجموعة الثانية: وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة أو فوق المتوسطة ومنها مصر والأردن وتونس

المجموعة الثالثة: وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المنخفضة ومنها السودان وليبيا بالنسبة للمجموعة الأولى فإن صادراتها تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي، ويعتبر النفط هو المصدر الرئيسي للدخل الوطني. وقد لوحظ جراء تداعيات الأزمة انخفاض أسعار النفط من حوالي 150 دولاراً

للبرميل في شهر يوليو/تموز الماضي إلى حوالي 77 دولارا للبرميل حالياً، أي بانخفاض بنسبة 50%. ومما لا شك فيه أن هذا الانخفاض الحاد سيؤثر على وضع الموازنات العامة القادمة وعلى معدلات النمو الاقتصادي، إذ أن معدلات النمو في النصف الثاني من العام 2008 والعام 2009 انخفضت مقارنة بمعدلات عام 2007 والنصف الأول من العام 2008. بلغت خسائر صناديق الثروات السيادية في الدول الناشئة بما فيها دول الخليج إلى حوالي 4 مليارات دولار، وتقدر الاستثمارات العربية بالخارج بحوالي 2.4 تريليون دولار. وكلما كانت تلك الجهة تتميز بدرجة عالية من المخاطر، فإن درجة التعرض إلى خسائر تكون أكبر. أما بالنسبة للبورصات فإن حالة الخوف والفرع هي التي أصابت المستثمرين في العالم كله ابتداء من أمريكا، حيث انهارت بورصة وول ستريت و بورصة إندونيسيا التي أغلقت أبوابها مرورا بالبورصات في معظم دول العالم ومنها إلى البورصات العربية وخصوصا الخليجية والمصرية. أما بالنسبة لدول المجموعة الثانية فإن تأثيرها بالأزمة سيكون أقل من دول المجموعة الأولى باستثناء تأثير البورصات فسيكون في مستوى تأثير بورصات المجموعة الأولى. أما بالنسبة لدول المجموعة الثالثة، وهي ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المحدودة، فسيكون التأثير عليها محدوداً أيضاً.

3.3.1.3. موقف الدول العربية في مواجهة الأزمة

اتخذت البنوك المركزية العربية حزمة من الإجراءات تحوطية للحد من أثار الأزمة المالية العالمية، من أهمها ضخ أموال في النظام المصرفي لمواجهة أي نقص في السيولة النقدية، وتحديد نسبة التمويل الموجه إلى الرهن العقاري، ومراقبة المؤسسات المالية العربية المرتبطة بالمؤسسات الدولية التي عصفت بها الأزمة، ونورد فيما يلي أهم تلك الخطوات التي أقدمت عليها البنوك المركزية في الدول العربية: [83]

1.3.3.1.3 في الكويت: إضافة إلى قيام الكويت بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق، عرض البنك

المركزي أموالاً لليلة واحدة ولأسبوع ولشهر للبنوك لإظهار استعداداته لضمان توفير سيولة كافية، وذلك كخطوة من الحكومة الكويتية لتخفيض أسعار الفائدة بين البنوك، كما أكدت استعدادها لضخ مزيد من الأموال إذا تطلب الأمر ذلك رغم المخاوف من ارتفاع التضخم.

2.3.3.1.3. الإمارات: قرر البنك المركزي الإماراتي أن يتيح للبنوك قروضا قصيرة الأجل من خلال تسهيل بقيمة 50 مليار درهم (13.61 مليار دولار)، وخصص البنك تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية استثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي، ومنحت التسهيلات للبنوك إعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14 يوما أو أكثر على أن يساوي أجل إعادة الشراء أو يقل عن الفترة المتبقية من الشهادات المقدمة كضمان أو أن يكون الحد الأقصى للأجل ثلاثة أشهر.

كما ألغى البنك المركزي قاعدة الأيام الستة للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية بصفة مؤقتة لإتاحة سيولة للبنوك في الأجل القصير، وفي خطوة إجرائية أخرى أعلن بنك دبي الوطني التقليل من القروض الكبيرة وخطط السداد طويلة الأجل تشجيعا منه للإقراض الذي يتسم بالإحساس بالمسؤولية.

3.3.3.1.3. قطر: بعد تضرر البورصة المحلية في قطر بسبب الخروج الجماعي للمستثمرين من أسواق الدول النامية، تم اتخاذ قرار من طرف هيئة الاستثمار بشراء ما بين 10% و 20% من رأسمال البنوك المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة في السوق، وتهدف الخطوة القطرية بشراء الأسهم إلى ضخ سيولة لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة بشكل أوسع وتأكيد الثقة الكبيرة في أوضاعها المالية، إلى جانب تخفيض الفائدة على أدوات السياسة النقدية في جميع الدول الخليجية لتقليل كلف السيولة على البنوك.

4.3.3.1.3. السعودية: في المملكة العربية السعودية، أعلن البنك المركزي أنه سيوفر أي سيولة تحتاج إليها البنوك، وطرح خيار لبنوك المملكة باقتراض 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها نحو مائتي مليار ريال (53.1 مليار دولار)، كما قرر البنك المركزي خفض نسبة الفائدة الرئيسية بنصف نقطة لتصبح 5% وخفض معدل الاحتياط الإلزامي الذي ينبغي على البنوك التجارية السعودية المحافظة عليه مقارنة بودائعها من 13 إلى 10 في المئة، وكانت ردة فعل القطاع المصرفي جيدة على هذه الإجراءات.

5.3.3.1.3. البحرين: أما بالنسبة إلى البحرين فإن أغلب بنوكها تستثمر أموالها في منطقة الخليج المنتعشة اقتصاديا، على حسب تصريحات محافظ بنوكها المركزي، وليس في الأدوات المالية المشتقة

مما حد من تعرضها للأزمة العالمية، شأنها شأن البنوك الإسلامية (ليست عرضة للتأثر بالأزمة)، كما أعلنت الحكومة البحرينية سلامة الأوضاع الاقتصادية فيها.

6.3.3.1.3. اليمن: كنتيجة مباشرة لآثار الإصلاحات الكبيرة التي قام البنك المركزي اليمني بتنفيذها خلال الفترة الماضية من برنامج الإصلاح وخاصة فيما يتعلق بإجراءات الرقابة الاحترازية مثل صدور مجموعة من القوانين التي تنظم مختلف جوانب العمل المصرفي وإتباع معايير كفاية رأس المال ومعايير الإئتمان والمخاطر المحتملة مثل مخاطر السوق والفائدة وأسعار الصرف والسيولة ومخاطر التركيزات وتفعيل الرقابة المكتتبية والرقابة الميدانية وإصدار قائمة المتعثرين وتبنيه البنوك بمخاطر حيازة النقد الأجنبي كنسبة من نسبة رأس المال، فضلا عن عمل معايير مخصصات الديون، فقد كان لذلك كله دور هام وكبير في حماية النظام المصرفي اليمني من تداعيات الأزمة المالية الراهنة.

وقد احتاجت بعض البنوك اليمنية للسيولة بالدولار وقام البنك المركزي بتلبية طلباتها من العملات الأجنبية فورا خصما من حساباتها الجارية وبحسب طلب واحتياجات كل بنك، وقد أبدى البنك المركزي استعداداه التام لتوفير أية مبالغ بالعملات الأجنبية وكذا القيام بتنفيذ التحويلات بالعملة الأجنبية لتلك البنوك.

7.3.3.1.3. تونس: أقرت الحكومة التونسية حزمة من الإجراءات على صعيد التصرف في مدخرات البلاد من العملة الصعبة وتتمثل خاصة في عدم اللجوء إلى الأسواق المالية الدولية عامي 2008 و2009 وتوجيه عمليات توظيف العملة في البنك المركزي التونسي نحو أدوات الاستثمار الأكثر أمنا.

2.3. انعكاسات الأزمة المالية لسنة 2008 على الجزائر و إجراءات مواجهتها

بعد ثماني سنوات من تسيير اقتصاد كلي سليم في الجزائر، تميزت سنة 2008 بالركود في بعض القطاعات خاصة المحروقات الذي سجل سنتين على التوالي من انخفاض القيمة المضافة و يعود ذلك إلى انعكاسات الأزمة المالية ، لأن الاقتصاد الجزائري مرتبط بالاقتصاد العالمي، لاسيما من خلال التجارة الخارجية و مؤخرا من خلال توظيف احتياطات الصرف ، وهذا ما دفع بالبنك الجزائري من مواجهتها باتخاذ مجموعة من الإجراءات الاحترازية ، وعليه سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى انعكاسات الأزمة على الاقتصاد الجزائري و الإجراءات التي اتخذتها الدولة للحد منها.

1.2.3. انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري

حتى و إن كانت الجزائر لم تتعرض إلى الصدمة الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية المسماة " بالصدمة المفاجئة"، فقد تأثر الاقتصاد الوطني بنوع آخر من الصدمة الخارجية ترتبط بالركود المتزامن على مستوى الدول المصنعة و الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008 ، فبعد سقوط أسعار المحروقات و انخفاض إيرادات الصادرات في الثلاثي الرابع من سنة 2008 فإنه هناك انعكاسات مباشرة على الاقتصاد الجزائري يمكن تلخيصها في النقاط التالية :

1.1.2.3. معدلات التضخم:

إن الزيادة المطردة في عجز الموازنة العامة للولايات المتحدة الأمريكية ، أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم [45]، فبعد أن انخفضت قيمته على أساس انزلاق سنوي منتقلة من 5.8% في ديسمبر 2008 إلى 5.2% في جوان 2009 ، على أساس متوسط سنوي ، ارتفع التضخم بـ 0.4 نقطة مئوية ، منتقلا من 4.5% في ديسمبر 2008 إلى 4.9% في جوان 2009 ، وهو يمثل معدل التضخم الأعلى في العشرية ، ويأتي هذا التطور ليؤكد السلسلة المتزايدة لمعدلات التضخم السنوي المتوسط منذ ثلاث سنوات (جوان 2006) ، ويعتبر الارتفاع الفوري في السداسي الأول من سنة 2009 في أسعار المنتجات الغذائية (6.5%) ، و الذي يتم جره بواسطة الانحراف في أسعار المنتجات الفلاحية (14.3% خلال سنة واحدة) على أنه المحدد الرئيسي في العملية التضخمية الداخلية التي تميز السنة الجارية ، كما تساهم الزيادة الجوهرية في أسعار الخدمات (6.7%) من جانبها في الزيادة في المستوى العام للأسعار [84].

2.1.2.3. الطلب عن الطاقة و المحروقات

إن دخول الاقتصاد العالمي في كساد أدى إلى تراجع الطلب العالمي على الطاقة و المحروقات ، خاصة وأن الاقتصاد الجزائري مرتبط مع الاقتصاد الأمريكي الذي دخل مرحلة ركود تميل من سنتين إلى ثلاث سنوات طبقا لتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي و البنك العالمي [45] .

و إذا كان سعر البترول قد سجل اتجاها تصاعديا بين جانفي و جوان 2009 بواقع 57.94% بعد السقوط المسجل في الثلاثي الرابع من سنة 2008 (56.59 دولار/برميل مقابل 115.91 دولار/برميل في الثلاثي الثالث على أساس متوسط) يتميز السداسي الأول من من سنة 2009 بانخفاض جوهري في الأحجام

المصدرة (- 13.48%) مقارنة مع نفس الفترة من السنة الماضية، والذي يغذي أثر الصدمة الخارجية بقيمة تساوي تقلص صادرات المحروقات (52.66%). أما سعر البترول الخام من جانبه الذي بلغ مستوى أدنى عند 41.21 دولار/للبرميل في المتوسط في ديسمبر 2008، فقد ارتفع في السداسي الأول 2009، ليبلغ 48.06 دولار/للبرميل في مارس، و 68.2 دولار/للبرميل في جوان، على أساس متوسط ثلاثي الأول من سنة 2009 إلى 59.05 دولار/برميل في الثلاثي الثاني من سنة 2009.

علما أن الحسابات الخارجية الجارية قد تأثرت بالقلب في أسعار البترول و التقلص في الكميات المصدرة حيث يعتبر التراجع في الصادرات خارج المحروقات في السداسي الأول من سنة 2009 جوهريا حيث لم يعد مبلغها (0.37 مليار دولار) يمثل سوى 45.1% من الأداء المسجل في السداسي الثاني لسنة 2008 (0.82 مليار دولار) في مجال مساهمة الصادرات خارج المحروقات في قابلية استمرار ميزان المدفوعات الجارية في هذا الظرف الحالي المتميز بالصدمة الخارجية [84].

حسب معطيات ميزان المدفوعات، استقرت واردات السلع في السداسي الأول من سنة 2009 عند 9.6 مليار دولار على أساس و تيرة ثلاثية، يعتبر هذا المستوى متناغما مع مبلغ الواردات في الثلاثي الرابع من سنة 2008 (9.5 مليار دولار)، و لكنه يوجد في حالة تراجع طفيف مقارنة مع مستواها (10.2 مليار دولار) المسجلة في الثلاثي الثالث و الثلاثي الرابع من سنة 2008. يترافق الاستقرار النسبي في مستوى واردات السلع في السداسي الأول من سنة 2009 (19.19 مليار دولار مقابل 19.70 مليار دولار في السداسي الثاني من سنة 2008) مع توسع قوي في بند سلع التجهيز الصناعية (34.07%)، والذي يعتبر متناغما مع ارتفاع وتيرة انجاز برنامج الاستثمارات العمومية للدولة و كذلك استثمارات قطاع المحروقات، بالقابل، سجلت الواردات بعنوان بند التغذية تقلصا جوهريا (- 21%) مقارنة مع المستوى المسجل في السداسي الأول من سنة 2008 حيث كان الارتفاع الشديد في واردات المنتجات الغذائية يعود في جزء كبير منه إلى القفزة المسجلة في أسعار هذه المنتجات في الأسواق الدولية.

يبقى مستوى الخدمات المستوردة مرتفعا في السداسي الأول من سنة 2009 (5 مليار دولار)، وهي تقريبا نفس الوتيرة السداسية المسجلة في سنة 2008 (5 و 6 مليار دولار). يفسر هذا المستوى المرتفع

أساسا بواسطة خدمات البناء و الأشغال العمومية (1.4 مليار دولار) و الخدمات الفنية للمؤسسات (1.46 مليار دولار) . بالفعل تمثل واردات الخدمات بعنوان البنى التحتية، بمعنى في إطار لإنجاز ميزانية تجهيز الدولة ، و بواسطة مؤسسات قطاع المحروقات (الجزء الأهم من الخدمات المستوردة) . نتيجة لذلك، استقر عجز ميزان الخدمات الذي تعمق في 2007 و 2008 في السداسي الأول من سنة 2009 على أساس وتيرة سداسية، لكن مستواه يبدو مرتفعا أمام التقلص الشديد في إيرادات صادرات المحروقات و خارج المحروقات.

إضافة إلى ذلك، وبعد تأكل فائض الحساب الجاري الخارجي في الثلاثي الرابع من سنة 2008 (2.13 مليار دولار) مقارنة مع الفائض المسجل في الثلاثيات الثلاثة الأولى من سنة 2008 (10.50 مليار دولار ، 10.42 مليار دولار و 11.40 مليار دولار على التوالي)، يعرف السداسي الأول من سنة 2009 عجزا في الحساب الجاري الخارجي بمبلغ 1.62 مليار دولار ، و يتعلق الأمر هنا بظاهرة اقتصادية جديدة ، نقص في الادخار مقارنة بالاستثمار ، و التي تتعارض مع الأداءات المسجلة في السنوات التسعة الأخيرة حيث وصل فائض الحساب الجاري الخارجي إلى الذروة في سنة 2008 (34.45 مليار دولار) ، وهو ما يؤكد الأثر السلبي للصدمة الخارجية المرتبطة بالأزمة الاقتصادية العالمية الخطيرة على ميزان المدفوعات الخارجية للاقتصاد الوطني إلى صادرات المحروقات[84].

3.1.2.3. الادخار الميزاني و عمليات الخزينة:

انتقلت إيرادات الميزانية (خارج الهبات) من 2483.3 مليار دينار في السداسي الأول 2008 إلى 1962.6 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009 مسجلة بذلك انخفاضا بنسبة 21% . يعود هذا الانخفاض إلى انخفاض إيرادات الجباية البترولية (35.4%) في ظرف تميز بارتفاع الجباية العادية (28.1%) . يرتبط الانخفاض القوي في مساهمة إيرادات المحروقات أساسا، بتطور أسعار المحروقات المصدرة طوال السداسي الأول من سنة 2009. بالفعل، يقع السعر المتوسط عند 51.89 دولار/برميل في السداسي الأول من سنة 2009 مقابل 111.56 دولار/برميل في السداسي الأول من سنة 2008 .

نتيجة لذلك ، لم تبلغ الإيرادات البترولية في السداسي الأول من سنة 2009 ، سوى 63.1% من مجموع الإيرادات الميزانية مقابل 77.2% في السداسي الأول من سنة 2008 [84].

بالفعل فقد انتقلت إيرادات المحروقات من 1918.3 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2008 إلى 1238.7 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009 ، بانخفاض قدره - 21%، بينما انتقلت إيرادات الجباية خارج المحروقات من 565 مليار دينار إلى 723.9 مليار دينار على التوالي ، وهو ما يعادل ارتفاعا قدره 28.1% .

4.1.2.3. التقلص النقدي:

سجلت السيولة المصرفية تقلصا هاما (- 10.4%) في ظرف يتميز باستقرار الموجودات الخارجية الصافية، و عليه، فإن الموجودات الخارجية الصافية لم تعد تغذي على الإطلاق عملية الإنشاء النقدي بشكل مستمر، منذ سنة 2000. إضافة إلى ذلك ، أضحت الموجودات الخارجية الصافية تتجاوز ، منذ نهاية 2005 السيولة النقدية و شبه النقدية في الاقتصاد الوطني [84] .

إن مجموع الموجودات الخارجية، الذي سجل ارتفاعا قويا (38.2%) في 2008 ، من بينها 23.6% في السداسي الثاني مقابل 11.8% في السداسي الأول ، و الذي يوافق ذروة تاريخية ، أصبح مستقرا في السداسي الأول من سنة 2009 . فقد بلغ مجموع الموجودات الخارجية الصافية كمقابل بالدينار، 10604.30 مليار دينار في نهاية جوان 2009 مقابل 10277.55 مليار دينار في نهاية مارس 2009 و 10246.96 مليار دينار نهاية ديسمبر 2008.

بعد تراجع معدل التوسع النقدي بعنوان M2 في السداسي الثاني من سنة 2008 (5.36%) ، والذي تلا وثائر 10.89% في السداسي الثاني من سنة 2007 و 10.5% في السداسي الأول من سنة 2008 ، يتميز السداسي الأول من سنة 2009 بتقلص نقدي (-1.13%) ، يفسر هذا التراجع في الكتلة النقدية M2 أساسا بتراجع نمو الودائع تحت الطلب لدى المصارف (- 11.7%) الناتج عن تقلص قوي في ودائع قطاع المحروقات (- 26.63%) . يعكس هذا الأمر أثر الصدمة الخارجية على الوضع النقدي للمؤسسات في

هذا القطاع ، فمنذ الثلاثي الثاني من سنة 2009 ، سجلت ودائع قطاع المحروقات انخفاضا جوهريا تلا ارتفاعها القوي في السداسي الأول من سنة 2008 (18.86%).

يبقى تطور هيكل الكتلة النقدية M2 مرتبطا بما فيه الكفاية بسلوكيات مؤسسات قطاع المحروقات ، حتى وإن بقيت تشكيلة المنتجات إلى تعرضها للمصارف جد محدودة . وعلى هذا الأساس نجد أن حصة الودائع تحت الطلب لدى المصارف، كنسبة من M2، قد انخفضت في السداسي الأول من سنة 2009 (38.1% في نهاية جوان مقابل 42.6% في نهاية 2008) ، في ظرف يتميز بتقلص الودائع تحت الطلب على مستوى المصارف العمومية (- 14.7%) و النمو الجوهري في الودائع تحت الطلب لدى المصارف الخاصة .

نمت حصة شبه النقود (الودائع بالعملة الصعبة)، بدورها متنقلة من 28.6% في نهاية ديسمبر 2008 إلى 30.4% في نهاية جوان 2009. إجمالا سجلت وسائل عمل المصارف تقلصا في السداسي الأول من سنة 2009 من جهة أخرى ، وباستبعاد ودائع قطاع المحروقات ، سجلت الكتلة النقدية M2 نموا بنسبة 4.74% في السداسي الأول من سنة 2009.

إن تراجع الكتلة النقدية M2 في السداسي الأول من سنة 2009 (-1.13%) هو عبارة عن ظاهرة نقدية لم تسجل من قبل من طرف الاقتصاد الوطني وهو الأمر الذي يكشف عن حجم الصدمة الخارجية في سنة 2009 . وتتعارض هذه الوضعية مع أهداف التوسع في المجامع النقدية المحددة من طرف السلطة النقدية . بالنسبة لسنة 2009، حدد مجلس النقد و القرض أهداف معدل التوسع في الكتلة النقدية بين 12-13% مع الاحتفاظ بهدف التضخم في حدود 4%.

تتراجع سيولة المصارف ، رغم أنها لاتزال واسعة ، بشكل تدريجي لتنتقل من 2845 مليار دينار في نهاية 2008 إلى 2549 مليار دينار في نهاية جوان 2009 ، أي بانخفاض يساوي 296 مليار دينار حيث يوافق ذلك تقلصا بنسبة 10.4% ، ويفسر كل من التقلص في ودائع قطاع المحروقات و الزيادة في الإدخارات المالية للخزينة العمومية لدى بنك الجزائر (142.4 مليار دينار) بشكل واسع هذا التقلص في السيولة المصرفية[84].

5.1.2.3. الاستثمار الأجنبي المباشر

جدول رقم (07): تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال فترة 2005-2007 [45].

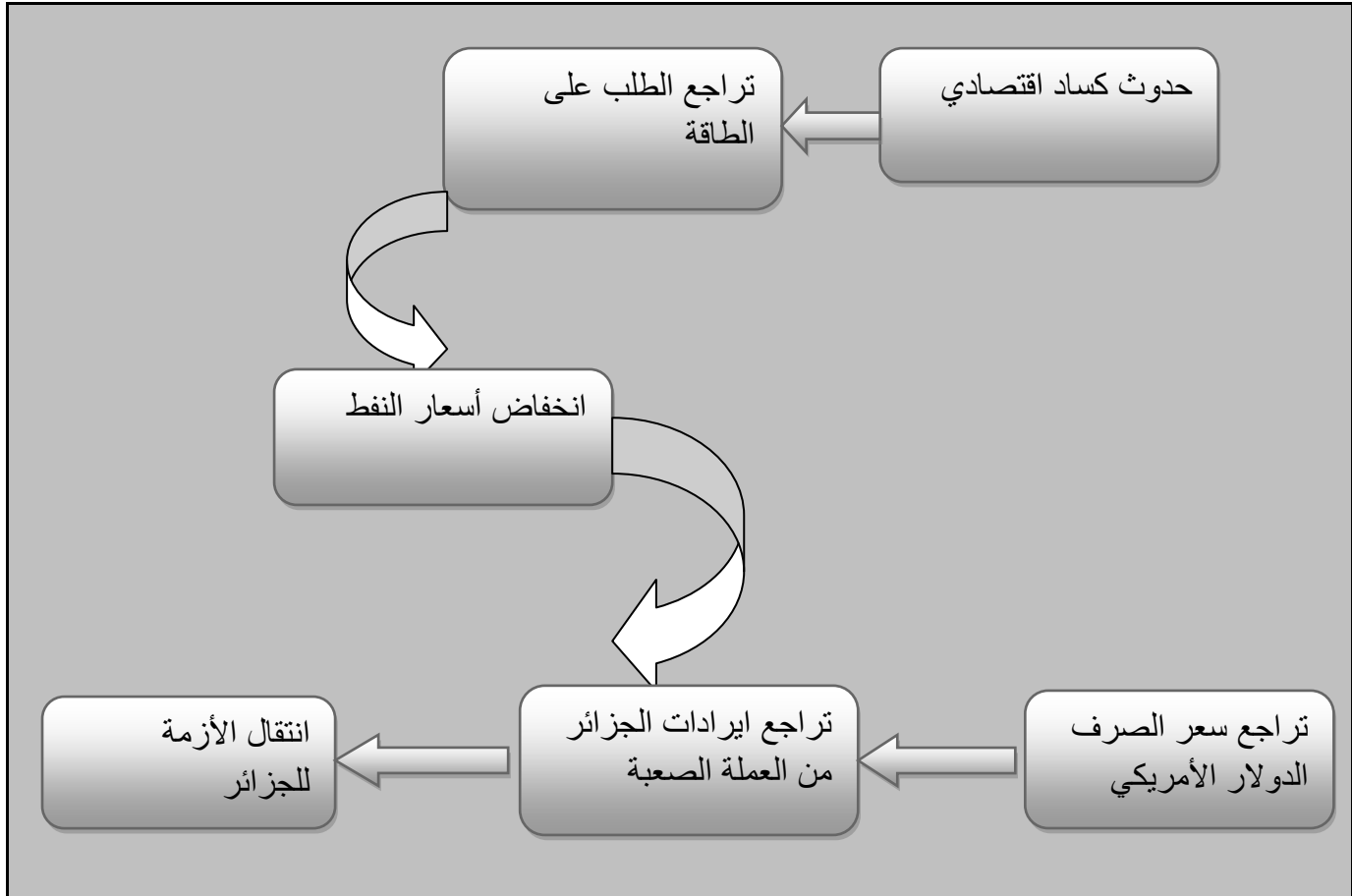
البيان	2005		2006		2007	
	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية
الصادر	23	35	52	290	729	
الوارد	1081	1795	66	1665	7-	

نلاحظ من خلال الجدول أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من الجزائر قد ارتفع خلال السنتين 2006 و 2007 و ذلك يرجع للارتفاع المستمر في أسعار النفط التي وصلت ذروتها في أواخر سنة 2007 و النصف الأول من 2008 . و يعزو تقرير الاستثمار العالمي الصادر عن الأمم المتحدة ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر و العديد من الدول العربية سنة 2006 إلى تضافر عدة عوامل ، يأتي على رأسها إضفاء المزيد من المرونة على الأطر التشريعية الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر في مجال الخدمات المالية العقارية أو الاتصالات ، حيث استقطبت هذه القطاعات أكبر حصة من الاستثمار الأجنبي المباشر بعد قطاع المحروقات.

كما يبدو في سنة 2007 تراجع اعتماد الجزائر على الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة الاعتماد على المدخرات المحلية لتمثل الخطط الاستثمارية المحلية و الذي يعود بدوره الى ارتفاع أسعار النفط العالمية

في تلك الفترة ، مما شجع الجزائر على الإنفاق من الإيرادات النفطية المتراكمة على المشاريع في قطاع البنية التحتية [45] .

و يمكن توضيح الإشارة في المخطط الموالي :



الشكل رقم (07) : آثار الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري [45]

2.2.3. الإجراءات التي اتخذتها الجزائر لمواجهة الأزمة المالية

تمثل الظاهرة الجديدة في فائض حساب رأس المال و العمليات المالية أداء استثنائيا يسمح للجزائر بمواجهة " الصدمة الخارجية" ذات الحجم الكبير المرتبطة بوضعية التقلص القوي جدا في التمويلات الخارجية بالنسبة للدول الناشئة و الدول النامية و اشتداد الصدمة الفجائية.

1.2.2.3. استخدام فائض حساب رأس المال

على الرغم من أثر الصدمة الخارجية على ميزان المدفوعات الإجمالي الذي سجل عجزا يساوي 1.64 مليار دولار في السداسي الأول من سنة 2009 ، تبقى الوضعية المالية الخارجية الجزائرية متينة. على الخصوص ، يوجد قائم احتياطات الصرف الرسمية في نهاية جوان 2009 (144.32 مليار دولار) في ارتفاع طفيف مقارنة مع نهاية ديسمبر 2008 (143.1 مليار دولار) ، حيث ساهم أثر إعادة التقييم بشكل ايجابي في ذلك . كذلك تجدر الإشارة الى أن سياسة توظيفات احتياطات الصرف المتبعة من طرف بنك الجزائر تساهم في التخفيف من أثر الصدمة الخارجية على وضعية احتياطات الصرف الرسمية للجزائر. من زاوية الوضعية المالية الخارجية الصافية للجزائر، يعتبر من المفيد الإشارة إلى أن قائم الدين الخارجي المتوسط و الطويل الأجل قد تراجع إلى 3.9 مليار دولار في نهاية جوان 2009 مقابل 4.3 مليار دولار في نهاية 2008 ، وذلك في ظرف من الارتفاع الطفيف في احتياطات الصرف الرسمية. يشكل كل من المستوى المعتبر لاحتياطات الصرف الرسمية للجزائر و المستوى الأدنى للمديونية الخارجية وسائل هامة لحماية الاقتصاد الوطني أمام الأزمة المالية .

2.2.2.3. الإجراءات للحد من التقلص النقدي و تضخم الأسعار

قصد استكمال تحسين مستوى الإطار العملياتي للسياسة النقدية و انسجاما مع التطورات الحديثة على المستوى الدولي على إثر الأزمة المالية ، أصدر مجلس النقد و القرض في ماي 2009 تدابير جديدة في المجالات التالية[84] :

- الزيادة الجوهرية في متطلبات رأس المال الأدنى للمصارف و المؤسسات المالية؛
- تدعيم أدوات التقارير المالية للمصارف و المؤسسات المالية من طرف بنك الجزائر، وهو ما يسمح بتحسين متزايد للإشراف على القطاع المصرفي؛
- تكثيف متابعة تطور المخاطر المصرفية من طرف بنك الجزائر، لاسيما في مجال تركيز مخاطر القرض للتأكد من تنمية قروض سليمة للاقتصاد بهدف هذا الأمر لتعزيز الاستقرار المالي للجزائر حيث يبرز النظام المالي كأولوية على الصعيد العالمي؛

3.3. أساليب مواجهة الأزمة المالية 2008 دولياً.

توافقت جهود كل الدول على مواجهة الأزمة المالية، تدخلت الحكومات الأمريكية و الأوروبية بشكل استثنائي لإنقاذ بعض المؤسسات المالية ، و ذلك خلق حالة من التوتر الاقتصادي يعيشها النظام الرأسمالي ، إذ اعتبرت هذه الأزمة كفضل لهذا النظام ، أدى من جديد إلى إعادة الوعي لدى الباحثين أن النظرية الكينزية قد تكون حل لها كما كانت حل لأزمة 1929 ، كما نادوا بأخلاقية النظام ، ولعلى أنه لو قام العلماء بصياغة النظرية الاقتصادية الإسلامية في شكل قواعد و آليات شاملة ، لا يعرف العالم أي أزمة ، فمن خلال هذا المبحث نتطرق إلى أساليب مواجهة الدول المتقدمة للأزمة في المطلب الأول أما في الثاني نتطرق إلى أساليب صندوق النقد الدولي و في الثالث ندرس النظام الكينزي و النظام الإسلامي في مواجهة الأزمات .

1.3.3. أساليب مواجهة الدول المتقدمة للأزمة المالية

بمجرد إعلان بنك ليمان بروذرز " lehman brother's " عن إفلاسه في منتصف شهر سبتمبر 2008 ، أدركت الحكومة الأمريكية و الدول الأوروبية أن الأزمة المالية التي ستواجهها هي من الأزمات المالية الكبيرة

1.1.3.3. الولايات المتحدة الأمريكية

أعدت وزارة الخزينة على يد هينري بولسون خطة لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة ، عرفت خطة الإنقاذ المالي أو خطة السبعة مائة بليون دولار ، وتولى الرئيس الأمريكي السابق "جورج بوش" الإعلان عن هذه الخطة ، ومساندتها ، بل انه وصفها بأنها تبعث بإشارات قوية إلى الأسواق حول العالم بأن الولايات المتحدة الأمريكية جادة بخصوص استعادة الثقة و الاستقرار في نظامها المالي ، وأكد على أهمية هذه الخطة في تجنب الاقتصاد الأمريكي لكارثة النهائية لها ، كما أكد على تدني التكلفة النهائية لها ، باعتبار أن الأصول الخطيرة التي تمتلكها الدولة بموجبها قادرة على تعويض خسائرها في المستقبل عندما تتعافى هذه الأصول و تبيعها الدولة فيما بعد[40]صص103-104 .

1.1.1.3.3. بنود خطة الإنقاذ المالي الأمريكية

تتمثل بنود خطة الأمريكية فيما يلي[39]صص339:

- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة سبعة مائة مليار دولار (700)، و تكون

مرتبطة بالرهن العقاري.

- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة الأمريكية إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة 250 مليار دولار في المرحلة الأولى ، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من رئيس الولايات المتحدة الأمريكية ، ويملك أعضاء الكونغرس الأمريكي حق الفيتو على عمليات الشراء ، والتي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بسبعة مائة مليار دولار .

- تساهم الدولة الأمريكية في رؤوس أموال و أرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة ، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق

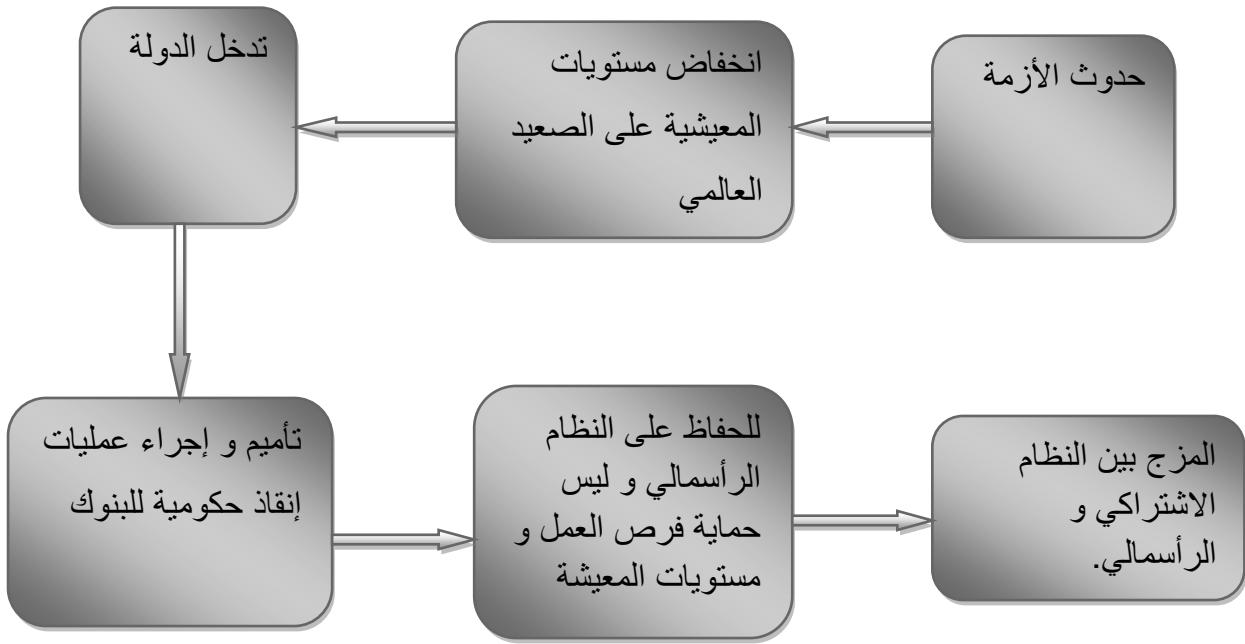
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات و المصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة .

- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو 100 مليار دولار للطبقة الوسطى و الشركات .

إضافة إلى هذه الخطة نادت الولايات المتحدة الأمريكية للتعامل بالمعاملات المصرفية الإسلامية كونها أكثر جاذبية مستقبلا لجذب جزء هام من الاستثمارات.

2.1.1.3.3. تقييم خطة الإنقاذ

توفر حزمة الإنقاذ الاقتصادي الفيدرالية علاجاً مؤقتاً ، وهو في الأساس علاج نفسي ، يهدف إلى تعزيز ثقة المستثمرين المفقودة ، ولكن الإنقاذ الاقتصادي لن يفلح إلا إذا كانت الأصول المعينة ذات قيمة ، فإذا أخذنا في اعتبارنا قيم العقارات، نجد أن معظم الرهونات العقارية عبارة عن قروض متدنية مبنية على تفكير في أن قيم العقارات سوف تستمر بالارتفاع، ومن غير المحتمل أن تزداد قيمة هذه العقارات ، بل من الممكن أن تنخفض أكثر منذ ذلك ، فتغرق الأموال التي تستخدمها الحكومة لشراء هذه الأصول ، أو ربما تزداد قيمتها و لكن بدرجة قليلة ، فتحتجز الأموال الفيدرالية في أصول عديمة الفعالية ، و أن حزمة الإنقاذ الاقتصادي الفيدرالي التي تروج إليها إدارة بوش على أنها علاج سريع لكافة المشكلات لن تزيد الأوضاع الا سوءا ، ومن غير المحتمل ان يؤدي ضخ المزيد من الأموال إلى إصلاح المؤسسات و الشركات المبنية على طبقات من الدين المغل للفائدة [85] .



الشكل رقم (08): خطة إنقاذ الولايات المتحدة الأمريكية لإقتصادها استنادا لما سبق ذكره

2.1.3.3. الإتحاد الأوروبي

عند انتقال آثار الأزمة المالية إلى دول أوروبا ، أعلنت كل دولة عن تحركات أحادية تتضمن خطط إنقاذ مالية .

ومن بين هذه الدول ما يلي :

1.2.1.3.3. بريطانيا

تم تخصيص 37 مليار جنيه إسترليني (ما يعادل 63.3 مليار دولار أمريكي) لشراء أسهم لدى البنوك

البريطانية ، و أصبحت الدولة بذلك أكبر مساهم في العديد من البنوك ، من أشهرها بنكي " رويال بنك

أوف اسكتلندا " و " اتش بي اواس) ، وقامت في مقابل ذلك بإجبار البنوك على الحد من المكافآت التي

كانت تمنح لمديرها ، على اعتبار أن هذه المكافآت المبالغ فيها كانت على رأس العوامل التي شجعت من

زيادة المخاطرة ، وتسببت تبعا لذلك في الأزمة المالية العالمية مع تأكيد وزير الخزانة البريطانية – نفس

الوقت – على ان تدخل الحكومة آنذاك كان لمجرد التأمين وليس للإدارة المباشرة من قبل الدولة أنها لا

تزال مع النظام السوق الحر ، الذي يقضي بإدارة البنوك على أساس تجاري تحكمه قوى السوق ، ولكن

تحت رقابة الحكومة [40]ص114 وكما أخذت بريطانيا تتجه نحو التمويل الإسلامي للخروج من الأزمة ،

حيث توجد في بريطانيا أربعة بنوك إسلامية (المصرف الإسلامي البريطاني ، المصرف الأوروبي

للاستثمار الإسلامي بنك لندن و الشرق الأوسط و بنك التمويل الأوروبي) تجري معاملاتها بالكامل بما يوافق المبادئ الإسلامية [39]ص347

2.2.1.3.3. إسبانيا

أقرت الحكومة الإسبانية قانونا يضمن ديون البنوك حتى نهاية سنة 2009 بقيمة 100 مليار أورو كحد أقصى ، وأعلنت عن إمكانية شراء كميات من الأسهم في المؤسسات المالية ، في إطار الإجراءات التي أقرتها حكومات الإتحاد الأوروبي لدعم قطاع البنوك [40]ص118

3.2.1.3.3. فرنسا

أكدت Cristine LAGARDE أن عملية مراجعة القوانين المالية الفرنسية من أجل تسهيل استقبال البنى المصرفية إلى مواجهة الأزمة يتم عن طريق تقديم خدمات مالية إسلامية. كما أكدت أن الأرضية أصبحت جاهزة للبدء باستخدام الأدوات الإسلامية شرط أن يكون أدائها متوافقا مع القوانين الإسلامية. وفي أوج الأزمة المالية العالمية ، حيث كان العالم يبحث عن الحلول و المعالجات للإنقاذ ما يمكن إنقاذه من النظام المالي العالمي ، صدر في شهر أوت 2008 تقرير من معهد يوروبلاس المالي بعنوان " التحديات و الفرص المتاحة لتطوير التمويل الإسلامي في سوق باريس المالية " وهو تقرير يبين فيه أن فرنسا قادرة على أن تصبح مركزا ماليا عالميا في مجال التمويل الإسلامي عن طريق رفع القيود التشريعية الضريبية التي تمنع إصدار صكوك إسلامية [86] ، وأن التقرير قدم اقتراحات تمكن فرنسا من جذب مدخرات الأجانب [87] .

4.2.1.3.3. إيطاليا

حاولت السلطات الإيطالية ومديرو البنوك تهدئة الأسواق عن طريق تأكيدهم أن المخاطر التي تتعرض إليها إيطاليا من اضطرابات الأسواق المالية محدودة بفضل ممارسات الإقراض المنخفضة ، وأعلنت الحكومة الإيطالية عن إطلاق خطة تستهدف استقرار السوق كإجراء احترازي لإنقاذ البنوك و الودائع البنكية حتى لا يتعرض أي بنك للإفلاس بتوفير تمويل إنقاذ بقيمة 20 مليار أورو لقطاع البنوك [40]ص118.

5.2.1.3.3. هولندا

قررت الحكومة الهولندية توفير مبلغ 20 مليار أورو للمؤسسات المالية الهولندية ، بما في ذلك البنوك

شركات التأمين لتفادي المزيد من عدم استقرار في القطاع المالي [40]ص118 .

6.2.1.3.3. نيزولندا

أعلنت الحكومة النيوزلندية ضمانا لودائع العملاء في جميع البنوك، وكذا في جميع المؤسسات المالية الأخرى، بهدف تعزيز الثقة في نظامها المالي [40]ص119.

3.1.3.3. تقييم جهود دول الإتحاد الأوروبي

طبقت كل دولة من الإتحاد الأوروبي أساليب وقائية تعود بالمنفعة لكل واحدة منها على حدى ، ولم يؤخذ بالاعتبار الاتحادية ، ما جعلها غير قادرة على مواجهة الأزمة في بدايتها ، وعليه يجب اتخاذ قرارات مشتركة تتمثل فيما يلي [72] :

- إعادة الثقة في أسواقها المالية ووضع قواعد مشتركة في كل أسواق دول الإتحاد الأوروبي .
- إنشاء قواعد محاسبية تسمح بمراقبة تغيرات في الأسواق المالية على مستوى الأوروبي .
- إعادة تنظيم الأسواق مع الأخذ بالاعتبار دخول البنوك إلى هذه الأسواق وذلك عن طريق تدخل البنك المركزي- رغم انه غير متخصصة في ذلك- بوضع قواعد خاصة للبنوك للتعامل في الأسواق المالية .
- نلاحظ أن كل الاقتراحات تخص الأسواق المالية، أما النظام البنكي فعلى غرار اقتراح استخدام الأدوات الإسلامية ، ليس هناك أي إصلاحات ، لعدم تضرره كثيرا لأن بنوك الودائع و بنوك الاستثمار غير مستقلة فيما بينها لذا لم تتعرض للإفلاس، مثلما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية أين بنوك الودائع مستقلة عن بنوك الاستثمار التي تعتمد على الأسواق المالية للحصول على مصادر التمويل [88] .

2.3.3. أساليب صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية

اقترح أعضاء صندوق النقد الدولي في الاجتماع الذي انعقد يوم الأحد 26 أبريل 2009 بعض حلول التي من شأنها أن تعزز دور صندوق النقد الدولي على المستوى العالمي، من خلال وضع مبادئ خطة

الإنعاش لإقامة نظام عالمي جديد صعيد

1.2.3.3. مبادئ خطة الإنعاش

تتجسد مبادئ خطة إنعاش من خلال ما يلي [89]:

- تمويل فوري من أعضائه يصل إلى مستوى 210 مليون دولارا،
- إمكانية حصول الصندوق على تمويل ثاني من خلال إصدار سندات على الأسواق المالية الدولية ؛

- مضاعفة القدرة على منح قروض مسيرة للدول المتدنية الدخل ؛
 - ينبغي أن تقصر الشروط على الشفافية والمسؤولية (*)؛
 - تخلى الصندوق على شروطه على صعيد الاقتصاديات الصغرى ؛
 - وضع معايير عالمية للرقابة المالية ؛
- بالإضافة إلى كل ذلك قام صندوق النقد الدولي بإصلاح أدواته حيث قام بإنشاء تمويل هو التسهيل التمويل للسيولة القصيرة الأجل وهذا من أجل مساعدة البلدان ذات الاقتصاديات القوية على مواكبة ضغوط السيولة القصيرة الأجل [89].

2.2.3.3. معالم النظام العالمي الجديد

تتمثل معالم النظام العالمي الجديد فيما يلي [73]:

- انخفاض هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية؛
- ازدياد أهمية الاقتصاديات الناشئة مثل الصين، الهند، البرازيل و روسيا؛
- زيادة الدور التنظيمي والمالي لصندوق النقد الدولي وذلك لان مواردها سترتفع لكي تتمكن من مساعدة البلدان التي تحتاج الى قروض مثل البلدان التي هي في شرق أوروبا ؛
- أصوات كل من اليابان والاتحاد الأوروبي والصين سوف تنمو في الصندوق ؛

4.2.3.3. الخطوات الخمسة الواجب اتخاذها من اجل إنشاء نظام العالمي الجديد:

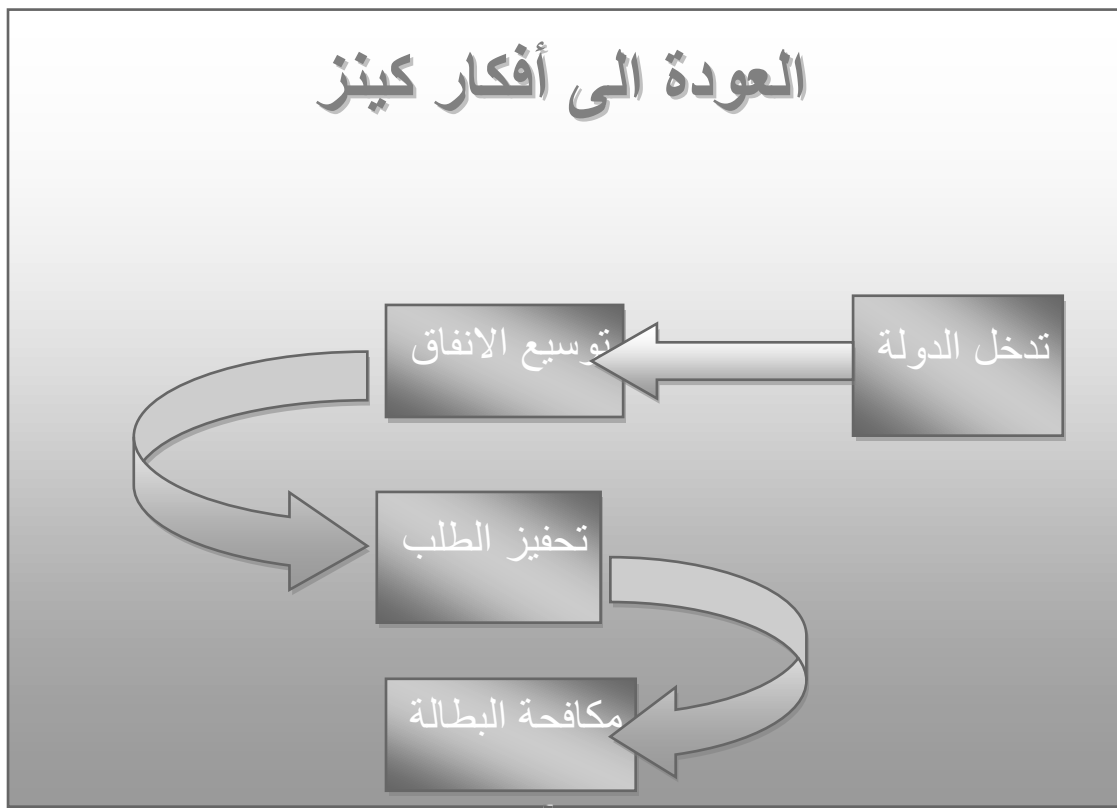
- يجب على الحكومة ألا تحاول إنفاذ المضاربيين، والسماح لسوق المشتقات وغيرها من القيم أن تنهار لأنها مجرد ورقة، والأولى من ذلك على الحكومة حماية المشاريع الإنتاجية المفيدة للتجارة؛
- يجب حماية الائتمان وديون الخزانة العامة الصادرة من الحكومات الوطنية ؛
- يجب الا يكون هناك أي عمليات الطرد الجماعي (حدوث بطالة)؛
- يجب ان يعمل رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بالتنسيق مع الحكومات الأخرى من اجل وضع نظام نقدي و مالي جديد ، حيث يجب على البنوك أن تضع حد لجزء من الأصول محل التوريد وان تورد قروضها بدون تحويل المخاطر، أي تبقى البنك هي التي تتحمل مخاطر عدم السداد وتكتفي باعتماد على التوريد كمصدر إعادة التمويل و ليس كأداة لتحويل المخاطر [92]؛

-وضع برامج من أجل إنعاش العالم ، وتبرز معالم هذا الانعاش من خلال انشاء ممرات ذات التكنولوجيا العالية والبنية التحتية والتنمية الصناعية[93] ،

3.3.3. النماذج البديلة لاحتواء الأزمة المالية

تضمنت اقتراحات كينز وضع التوازن في العلاقات الدولية كأسس لسلامة المعاملات الدولية، وعلي عكس النظام الحالي الذي لايفرض اية قيود أو جزاءات علي دول الفائض فقد رأي كينز ان اختلال التوازن في العلاقات الدولية هو مسؤولية مشتركة بين دول العجز ودول الفائض.

1.3.3.3. الإقتصاد الكينيزي



الشكل رقم(09) : يلخص النظرية الكينزية في تسيير الاقتصاد [94]

حسب كينز فإن العجز لا يتصور قيامه إلا إذا وجد فائض مقابل لدي طرف آخر، ولذلك فان كينز لم يكتف بفرض قيود علي دول العجز، بل اقترح فرض جزاءات أيضا علي دول الفائض، فإذا تراكمت الفوائض لدولة ما لعدة سنوات، فإنها تكون معرضة لالغاء هذه الفوائض وبهذا الشكل يضع النظام المقترح ضغطا علي دول الفائض لكي تعمل علي تخفيض أو إلغاء هذه الفوائض بتشجيعها علي الاستيراد من الدول الأخرى، خاصة من دول العجز، مما يؤدي إلي فتح فرص جديدة أمام دول العجز للتصدير

لدول الفائض. ولكن كينز لا يكتفي بذلك، بل هو يريد ان يكون النظام دوليا بالمعني الكامل، بحيث لا تكون النقود الدولية مجرد عملة وطنية تتداول دوليا بل تقوم مؤسسة دولية بإصدار عملة دولية في شكل ائتمان، تقدمه هذه المؤسسة للدولة المحتاجة عن طريق عملة جديدة، فالمؤسسة الدولية المقترحة لا تقرض نقودا وطنية لاحدي الدول، وإنما تصدر ائتمانا عليها، ويقبل هذا الائتمان في التعامل من مختلف الدول، وهكذا تتحول هذه المؤسسة النقدية الدولية إلى نوع من البنك المركزي العالمي الذي يصدر نقودا دولية باعتبارها ائتمانا علي الاقتصاد العالمي وتقبل من جميع الدول، وبطبيعة الأحوال فان إدارة هذه المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالإصدار النقدي تكون علي مستوي جماعي ويراعي في إصدارها احتياجات الاقتصاد العالمي، ولا يخفي أن ظهور حقوق السحب الخاصة في نهاية الستينيات قد أخذ بشكل جزئي بمفهوم كينز عن إصدار نقود دولية في شكل ائتمان يصدر عن صندوق النقد الدولي، ولكن مازال دور حقوق السحب الخاصة محدودا جدا في المعاملات الدولية، وفي اجتماعهم الأخير قررت مجموعة العشرين زيادة حقوق السحب الخاصة بمبلغ 250 مليار دولار، نصيب الدول الصناعية منها نحو 60% وهي زيادة في موارد صندوق النقد الدولي.

وكان الاقتصادي الأمريكي TOBIN قد اقترح أن تفرض ضريبة علي المضاربات المالية لتوظيف حصيلتها في خدمة المصالح العامة للمجتمع الدولي مثل حماية البيئة، ولاشك أن الأخذ باقتراح مماثل لما قدمه كينز وإصدار مثل هذه العملة الدولية من مؤسسة دولية يمكن أن يكون مساعدا لفرض مثل هذه الضريبة، فهنا يمكن أن تقتطع المؤسسة الدولية عمولة أو رسما عند منح الائتمان للمقترضين يخصص للإنفاق لأغراض التنمية البشرية في العالم [94].

2.3.3.3. الاقتصاد الإسلامي

اعتبرت هذه الأزمة فرصة لإبراز النظام الاقتصادي الإسلامي بصورته الشاملة بالمنهج الرباني و السلوك الأخلاقي من خلال حرص الإسلام على الإنتاج و الاستثمار الحقيقي القائم على العمل و الجهد

1.2.3.3.3. النظرة الإسلامية للأزمة المالية

إن الإسلام يحرم المخاطر القمارية و التي يطلق عليها اسم (الميسر)، وبناءا على ذلك فإن أي استثمار يبدو في صورته لعبة من ألعاب الحظ هو حرام، فخيارات الأسهم المكشوفة، وخيارات الفائدة و العقود الآجلة تنطوي على قدر كبير من المقامرة و لا تجوز كاستثمارات إسلامية، فكثير من هذه المنتجات المالية يجتذب المضاربين على أمل تحقيق ربح سريع [85].

ونتيجة للطمع و السعي وراء الإثارة افتقدت الاستثمارات المستقيمة في الشركات الضالعة في أنشطتها المفيدة اجتماعيا جاذبيتها بل و صارت مملة نتيجة لمعدل عائدها الذي يفترض أنه منخفض ، وهي في الأغلب نبوءة تحقق ذاتها ، فهناك مليارات من الدولارات التي يتم الالتقاء بها في الشركات التي تعد بأرباح من دون أن تنتج شيئا .في حين أن الإسلام يبيح بالاستثمارات في المشروعات البحثية المفيدة اجتماعيا[85].

كما أن الإسلام يحرم الاستثمارات الخالية من المخاطر إذ تتضمن الربا لقوله تعالى في سورة البقرة[95]

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ
مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ
وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَن جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَآنتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ
إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾

ففي مثل هذه الإستثمارات يحقق المستثمر أرباحا دون تعريض استثماراته لأية مخاطرة [85]، لأن الإسلام لا يعتبر النقود رزقا مباشرا و لا يعتبرها غاية ، وقد جاء في تعريف فقهاء الإسلام للنقود بأنها ليست غاية في ذاتها وهي غاية لكل شئى " و بالتالي لا تصلح النقود لأن تكون هدفا نهائيا أو تكون سلعة تدر عائدا اذا كانت من جنس واحد [96]، فقد جاء عن عبادة بن الصامت أنه قال :

قَالَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ : ((الذَّهَبُ بِالذَّهَبِ وَالْفِضَّةُ بِالْفِضَّةِ وَالْبُرُّ بِالْبُرِّ وَالشَّعِيرُ بِالشَّعِيرِ وَالتَّمْرُ بِالتَّمْرِ
وَالْمِلْحُ بِالمِلْحِ مِثْلًا بِمِثْلِ سَوَاءٍ بِسَوَاءٍ يَدًا بِيَدٍ فَإِذَا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان
يَدًا بِيَدٍ)) رواه مسلم ، كتاب المساقاة ، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقدا ، رقم 2970

على هذه الأساس لا يمكن أن تكون النقود مجالا استثماريا ولا تباع ولا تشتري، وكل عائد من ذلك يمثل ربا محرما، وبالتالي تمثل الفوائد المصرفية ربا لكون النقود حققت عائدا دون أن يترتب عن ذلك استثمارا حقيقيا من صاحب هذه النقود.

2.2.3.3.3. ضوابط الاقتصاد الإسلامي للإنقاذ من الأزمة المالية

إن الاقتصاد الإسلامي يتضمن مجموعة من الضوابط و المبادئ التي تجعله وافي من الأزمات ومن أهمها ما يلي [86] :

- الأمانة و المصداقية التي تقوم على المسؤولية أمام الله أيا كان مصدر الالتزام سواء كان ذاتيا من نفسه أو تعاقديا مع الغير مما يلزم مراعاة القيم الإنسانية المرتبطة بهذا السلوك كالقناعة والوفاء و العدل [59]ص22، وفي نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية كل المعاملات المالية الاقتصادية التي أساسها المقامرة ، التدليس ، الاحتكار و الاستغلال ؛

- يعتمد النظام المالي و الاقتصاد الإسلامي على قاعدة الربح و الخسارة و على التداول الفعلي للأموال و الموجودات ؛

- تحريم كافة المشتقات المالية التي تقوم على أساس معاملات وهمية يسودها الجهالة؛

- الاقتصاد الإسلامي اقتصاد رباني و اقتصاد إنساني ؛

- تحريم كافة صور وصيغ بيع الدين بالدين مثل خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد؛

- تحريم نظام الفائدة الربوية على القروض و الائتمان؛

- يقوم النظام المالي و الاقتصاد الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض الذي لا يستطيع سداد الدين لأسباب قهرية لقول الله تعالى: " وإن كان ذو عسرة فنظرة إلى ميسرة وأن تصدقوا

خير لكم إن كنتم تعلمون " [سورة البقرة / الآية: 279][95]؛

3.2.3.3.3. مطابقة ظوابط الاقتصاد الإسلامي بالأزمة المالية 2008

- شركات التصنيف كان لديها دور في الأزمة المالية لعدم التزامها بمبدأ الشفافية

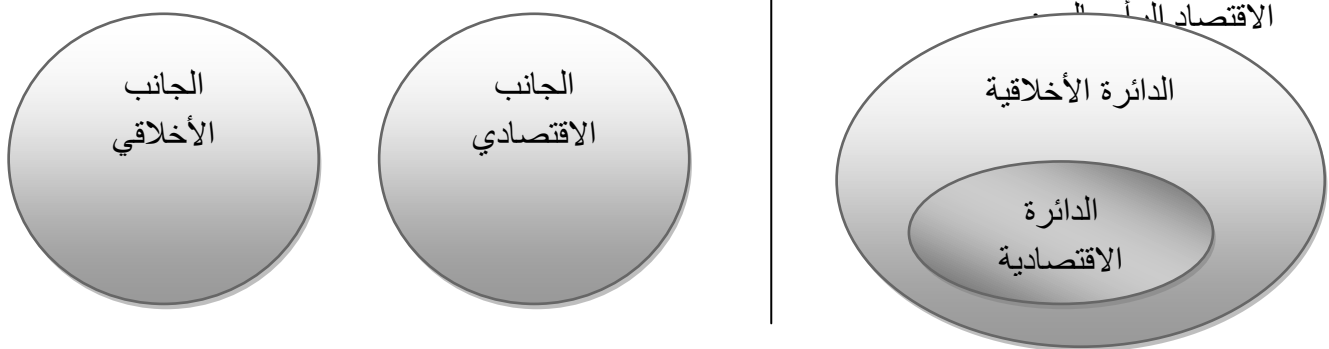
-الاعتماد على قيمة العقار لتحقيق أرباح لكون هذه الأخيرة تتميز بقيمة عالية دائما وعدم اعتماد على قاعدة الخسارة وليس هناك أي تداول فعلى للموجودات .

- عدم استخدام مبدأ التيسر : فعندما توقف المدين عن تسديد دينه في الولايات المتحدة الأمريكية قام الدائن (البنوك) برفع سعر الفائدة ما أدى إلى أزمة اجتماعية .

- استخدام المشتقات المالية التي تقوم على أساس المعاملات الوهمية والتي تتمثل خاصة في التوريق الذي يدخل في باب بيع الديون . فإذا بيعت محفظة القروض لمن عليه الدين يشترط الفقهاء لجواز ذلك أن تدفع قيمة الدين حالا (نقدا) لا على سبيل الأجل ، أما إذا بيعت محفظة القروض لغير من عليه الدين -وهو واقع الحال في التوريق - فقد اتفق عليه الفقهاء على عدم جواز ذلك ، فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعا فهو في الحقيقة بيع الدين بالدين ، كما أن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها وهذا يقع في دائرة الربا[53].

- وجود تداخل بين الدائرة الاقتصادية و الدائرة الأخلاقية في الاقتصاد الإسلامي ، ولا يمكن اعتماد الفلسفة الرأسمالية في مجال علاقة الاقتصاد بالأخلاق ، إذ تدفعهم المصالح الخاصة في إطار المنافسة الكاملة الى تحقيق المصالح العامة ، وهذا حسب اعتقادهم ، لكن ما إن تختفي المنافسة الكاملة حتى يحدث التصادم بين المنافع الخاصة و المصالح العامة ، و لا يحتفظ النشاط الاقتصادي من هذا الاختلال إلا القيم الأخلاقية الى يجعلها الإسلام الضامن الأساسي لعدم التعارض بين الدائرتين[97]ص30.

و فيما يلي شكلين توضيحي للجانب الأخلاقي و الجانب الاقتصادي في كل من الاقتصاد الإسلامي و



الأخلاق و الإقتصاد في الفكر الإسلامي علاقة

الأخلاق و الإقتصاد في الإسلام علاقة

انفصال

احتواء

شكل رقم(10) : الأخلاق و الإقتصاد[97]ص30

4.2.3.3.3. منتجات الصناعة المالية الإسلامية كبديل لأدوات سبب الأزمة

1.4.2.3.3.3. صكوك الإستثمار

تعتبر صكوك الإستثمار الشرعية بديلا للسندات المحرمة التي تتمثل التزاما برد المبلغ مع فائدة مضافة إليه باعتبارها قروضا ربوية ، وتعرف صكوك الإستثمار الشرعية بأنها : وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وفق باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله و تنقسم إلى [53]:

2.4.2.3.3.3. صكوك المقارضة :

وتعرف بأنها الوثائق المحددة و الموحدة القيمة و التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل للأموال التي قدموها لصاحب المشروع ، ولا تنتج عنها أي فوائد زكما تعتمد هذه الصكوك على المضاربة لأنها تمثل حصصا شائعة في رأسمال المضارب متساوية القيمة و تتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب و القبول .

3.4.2.3.3.3. صكوك المشاركة:

هي عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة ، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك و حملة الصكوك ، وقد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يرجع إليهم في اتخاذ القرارات الإستثمارية ، ومن تطبيقات صكوك المشاركة أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة من جهة ، ومالكي الصكوك من جهة أخرى لتمويل شراء عقارات مثلا تديرها جهة متخصصة وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم .

4.4.2.3.3.3. صكوك السلم وصكوك الإستصناع :

تتمثل صكوك السلم في تلك الصكوك التي تتمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل و السلعة المعجلة التسليم هي من قبل الديون العينية ، لأنها موصوفة تثبت في الذمة ، وبالتالي غير قابلة للتداول .

أما صكوك الإستصناع فهي في حقيقتها كصكوك السلم إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل إلا أنه

يجوز تأجيل ثمنها

5.4.2.3.3.3. صكوك الإجارة :

وتعرف على أنها "صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي فهذه الصكوك تمثل ملكية خدمات مستقبلية .

6.4.2.3.3.3. شهادات الإستثمار الإسلامي :

تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها و جوهرها ، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال ، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الأرباح وتحمل رب المال الخسارة ، والمضارب يخسر عمله ، تصدرها المصارف و المؤسسات المالية ، ولا يقل أجلها عن عام .

2.4.2.3.3.3. التوريق الإسلامي

لعلاج مشكل جفاف السيولة و حماية الأسواق المالية من خطر الأزمات المالية الحالية و المستقبلية وإذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير و ترغب في عدم وفائها بالتزامها نقدا لعدم توافر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى يمكنها تطبيق التوريق الإسلامي بتتبع أحد الطرق التالية [98] :

- تحويل الديون إلى أسهم يملكها الدائنون و تمثل حصصا من موجودات تلك المؤسسة
- إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينية كالسيارات أو آلات أو غيرها ، وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها و صيانتها فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة ، ومن ثمة ستحقق المؤسسة فائدتين : التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا و كلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين و سقوط الالتزام عن ذمتها .

خلاصة

من خلال انعكاسات الأزمة المالية 2008 تبين مدى خطورتها ، بدأت بأزمة القروض المتدنية subprime وتحولت إلى أزمة مالية عالمية مست معظم الأنظمة البنكية و الأسواق المالية لدول العالم لتتحول في الأخير إلى أزمة اقتصادية نظرا لتأثر النشاط الحقيقي للدول بتراجع معدلات نموها

أدت هذه الانعكاسات السلبية للأزمة إلى تدخل الحكومات لمواجهتها عن طريق ضخ السيولة ، وبدء الكثير من المختصين في دراسة أسبابها ، و محاولة إيقافها بوضع أسس لنظام مالي جديد يقوم على أساس العدالة ، و وضع ضوابط الحرية الاقتصادية النيوليبرالية ، بل الكثيرون بدأ بالبحث عن النظام البديل .

وبتدخل الدول لمعالجة الأزمة ، عادت هذه الأخيرة من جديد لمراقبة الاقتصاد كما نادى به النظرية الكينزية ، لأن أهم سبب للأزمة المالية لسنة 2008 هو النظام الرأسمالي الذي يعطي الحرية المطلقة للنشاط الاقتصادي بدون مراقبة ، ما أدى بالأشخاص و المؤسسات إلى السعي وراء الربح السريع دون الاهتمام على النشاط الحقيقي ، وذلك باعتمادهم على الفائدة ، التي يعبر عنها الإسلام بالربا ، ففي الحقيقة أن ما حصل ما هو الآ محق للربا لقوله تعالى :

(يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ) " سورة [البقرة/الآية 276] ، وعليه يتجسد المخرج

من الأزمة في قراءة القرآن الكريم، فهمه و تطبيقه.

خاتمة

جعلت عملية التوريق من الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ، أزمة النهج الرأسمالي ككل ، حيث بينت العملية، الغياب الواضح لآليات الرقابة على أنشطة المؤسسات المالية، فمثلا البنوك ورقت قروض متدنية. كما بينت وجود انفصال بين النظام المالي و الحقيقي ، فمن خلال هذا البحث تم اختبار الفرضيات الموضوعية للإجابة على إشكالية المذكرة المتمثلة في البحث عن أثر التوريق على الأزمة المالية لسنة 2008 ، والوصول إلى النتائج التالية :

الفرضية الأولى

منحت البنوك قروضا لأشخاص ليس لديهم القدرة على التسديد لأن هذه الوضعية تكون لأجل قصير، وسوف تكون لهم القدرة على التسديد في الأجل الطويل. فرضية خاطئة، بل يعود ذلك لاستخدامها لعملية التوريق التي تسمح لها من تحويل مخاطر عدم السداد للمستثمرين في السوق المالي و الحصول على مصادر تمويلية جديدة .

الفرضية الثانية

أفلست البنوك المطبقة لعملية التوريق لأن هذه العملية تقوم بتسيير المخاطر ليس عن طريق القضاء عليها، وإنما تقوم بتحويلها و توزيعها على مستوى السوق المالي . فرضية صحيحة ، فاعتماد البنوك على هذه العملية أدى إلى تقليل دراسة احتمال المخاطر التي ستقع مستقبلا و عدم الاهتمام بها ، فلم يصبح تقييم الأصول المالية مرتبط بالواقع ، بل مرتبط بقيمة العقار في السوق ، وانفصال الأصول المالية عن أساسيتها.

الفرضية الثالثة

عرفت القروض المتدنية محل التوريق طلبا على مستوى السوق المالي لأنها مضمونة بقيمة العقارات التي تمتاز بأسعار مرتفعة. فرضية صحيحة ، حيث اعتمدت عليه كل الجهات المتدخلة في عملية التوريق.

الفرضية الرابعة

ليس لانعكاسات الأزمة المالية خارج الولايات المتحدة الأمريكية علاقة بعملية التوريق لأن هناك دول غير مطبقة للعملية ولكنها تأثرت بالأزمة المالية . فرضية صحيحة جزئيا، هناك بعض الدول تأثرت بسبب استثمار هذه الأخيرة في الأسواق المالية الأمريكية في الأدوات المشتقة من عملية التوريق مثل دول الإتحاد الأوروبي . أما الدول الغير مطبقة للعملية، تأثرت بسبب علاقاتها التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية، وارتباط عملاتها بالدولار الأمريكي.

الفرضية الخامسة

لم يكن باستطاعة السلطات عزل الأزمة نظرا لطبيعة النظام الرأسمالي الذي أدى إلى تفشي استخدام الأدوات المالية المسببة للأزمة .فرضية صحيحة ، فالتحرير المالي الغير وقائي أدى إلى اضطراب القطاع المالي بعدم تلاءم بين أصول و خصوم المصارف. وعلية تعتبر هذه الأزمة فشل للرأسمالية بكل أرباحها الخيالية التي تتحقق في الأساس من المضاربات و استخدام مشتقات مالية التي تحكمها قواعد المقامرة.

نتائج الدراسة

أهم نتائج هذه الدراسة تتمثل فيما يلي

- بالرغم من أن عملية التوريق لديها أثر ايجابي على الأسواق المالية العالمية ، لكن التزايد المتسارع للمضاربة بالأدوات المالية المشتقة من العملية خلال السنوات العشرة الأخيرة ، كان أحد أسباب الانهيار المالي العالمي ، فالإفراط في توريق القروض أنتج تضخم لقيمة الديون.
- بينت عملية التوريق أن الأزمة المالية لسنة 2008 ممتدة إلى ما قبل أزمة سوق الرهن العقاري ، بل تعود إلى ما قبل السبعينات تحديدا عند صعود الليبرالية من جديد ، فسوء تسيير و تنظيم العملية كان نتيجة لأسس النظام الرأسمالي ، وكأساس للتحليل وتوقع المستقبل و دراسة التغيرات التي تنطرق إليها قيم المشتقات المالية .

- كما بينت عملية التوريق ضعف النظام المحاسبي لعدم إفصاح شركات التصنيف و شركات التوريق للمخاطر ، في الوقت الذي تعتبر المعلومة أصل للأسواق المالية ، تؤثر في قرارات الشراء و قرارات البيع ، ما أدى إلى انعدام الثقة . وهكذا امتدت الأزمة إلى دول أخرى تبعا لانتشار المعاملات المصرفية عبر الحدود، وامتداد الأزمة إلى قطاعات أخرى غير العقارية تبعا لامتداد أنشطة المصارف و المؤسسات.

التوصيات

-التوريق مصدر تمويل عملت به بنوك الولايات المتحدة الأمريكية لفترة طويلة، فلا يجب التخلي عن العملية، بل وضع حد للمحفظة المورقة. حيث أظهرت الأزمة المالية أن الإفراط في عمليات التوريق و سوء استخدامها هو الذي أدى إلى انتشار الذعر المالي و ليس العملية بحد ذاتها. وكما يوجد بديل لها و الذي يتمثل في التوريق الإسلامي؛

- لنجاح عملية التوريق يجب توفير التشريعات القانونية و المحاسبية و الرقابية و الائتمانية المناسبة لتحفيز و تحريك و تطوير هذه العملية ، كما يتطلب الأمر تنسيقا فعالا بين مختلف الأطراف المعنية من أجل ضمان عدم وجود تناقضات أو مظاهر عدم انسجام في القواعد و التوجهات و النواحي الرقابية و التشغيلية في كل مكونات البيئة المناسبة لعمليات التوريق ، والتي تعتبر البيئة الإسلامية تحكمها قوانين و تشريعات مصاغة من الشريعة الإسلامية ؛

- وضع ضوابط قانونية مناسبة لضمان العدالة الذي ينادي بها النظام الإسلامي في جميع التبادلات الاقتصادية، و معاقبة المتلاعبين في الأسواق و المناداة بأخلاقية النظام الاقتصادي؛

- إن مواجهة الأزمة يستوجب الخروج عن الأنماط التنظيمية المألوفة و احتكار النظم الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية . وكما يستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات و الإمكانيات ، و حسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق و الفهم الموحد بين أطراف ذات العلاقة؛

أفاق الدراسة

بعد أن تناولت في بحثي موضوع أثر التوريق على الأزمة المالية لسنة 2008 ، من خلال الدور الذي تلعبه شركات التوريق و التصنيف في تقادم الأزمة المالية من جهة ، و من جهة ثانية نظرا لشاسعة الموضوع ، فإن البحث يحتاج إلى العديد من الدراسات المكملية ، ويمكن تحديد بعض الأفاق كما يلي :

- تقنيات إعادة تمويل المصارف ، التوريق الإسلامي نموذجاً؛
- طرق تقدير الخطر المالي و تقييمه لتفادي الأزمات المالية ؛
- تنشيط الأسواق المالية و تطورها باستخدام عملية التوريق؛

مصطلحات عمليات التوريق

يتعلق بالقرض المضمون بالرهن العقاري السكني، كما يعد بمثابة مقياس لحجم الحصة التي يمتلكها المقرض في الأصل الضامن للقرض.

وكما ارتفعت نسبة المقدم، كلما قلت نسبة الحصة التي يخاطر بها المقرض وكما انخفضت الحماية المتاحة للمقرض بموجب ترتيبات الضمان.

Adverse Selection

الاختيار المعاكس

يقصد به العملية التي يفترض من خلالها أن تحمل مخاطر مجمع الأصول سوف يزداد سوءاً على مدار الوقت نظراً للافتراض السائد بأنه من المحتمل أن المقرضين الأقل خطراً هم الأشخاص الذين يرجح أن يقوموا بسداد مبالغ قروضهم.

Agency Securities

أوراق الوكالة المالية

الأوراق المالية الصادرة من قبل مؤسسة جيني ماي Ginnie Mae أو هيئة فاني ماي Fannie Mae أو مؤسسة فريدي ماك Freddie Mac المدعومة بالقروض المضمونة بالرهن فضلاً عن تمتعها بحماية ائتمانية بناءً على الضمان الصريح المقدم من قبل حكومة الولايات المتحدة في حالة أوراق جيني ماي المالية أو الضمان الضمني المقدم من قبل حكومة الولايات المتحدة في حالة أوراق فاني ماي وفريدي ماك المالية.

A

A Notes

أذون من الفئة (أ)

فئة الأوراق المالية المضمونة بالأصول أو الأوراق المالية المضمونة بالرهنات التي تتميز على الفئات الأخرى مثل الأذون من الفئة (ب) في مصطلحات الائتمان فضلاً عن أولوية سداد أصل القرض.

Adjustable Rate Mortgage (ARM) Loan

القرض المضمون بالرهن بسعر متغير (ARM)

يقصد به القرض المضمون بالرهن بحيث يتغير سعر فائدته بصفة دورية بناءً على سعر مؤشر محدد.

Administrator

المدير

يعد بمثابة وكيل يتولى مسؤولية إدارة مسار الأوراق التجارية أو المنشأة ذات الغرض الخاص. وقد تتضمن مسؤوليات المدير إمسك حسابات البنك التي يتم فيها إيداع الدفعات المتسلمة من الأصول المحولة إلى أوراق مالية، فضلاً عن سداد الدفعات إلى المستثمرين باستخدام هذا التدفق النقدي، ومتابعة أداء الأصول المحولة إلى أوراق مالية.

Advance Rate

سعر المقدم

رصيد أصل قرض السيارات الأصلي مقسوماً إما بقيمة البيع بالتجزئة أو فيما البيع بالجملة للسيارة الممولة من قبل قرض السيارات. ويعد سعر

American Depository Debenture (ADD)

سندات الخزنة الأمريكية ADD

أمريكية ولكنها تصدر في الولايات المتحدة من تسهيلات ودائع فيما يتعلق بالسندات المشابهة لتلك المستخدمة في حصص أسهم الشركات غير الأمريكية. وتمثل سندات الخزنة الأمريكية السندات التي تم إيداعها في السوق الداخلية للمصدر.

American Depository Receipt (ADR)

إيصالات الإيداع الأمريكية ADR

يقصد بها شهادة تمثل ملكية حصص الأسهم في شركة غير أمريكية. ويتم تسعير إيصالات الإيداع الأمريكية ومناجرتها بالدولار الأمريكي في سوق الأوراق المالية الأمريكي. يتم دفع أرباح الأسهم المرتبطة بها إلى المستثمرين بالدولار الأمريكي أيضاً. قد تم إعداد إيصالات الإيداع الأمريكية خصيصاً لتسهيل عمليات شراء، امتلاك وبيع الأوراق المالية غير الأمريكية من قبل المستثمرين الأمريكيين فضلاً عن تقديم وسيلة تمويل في الشركات للمصدرين غير الأمريكيين.

Amortization

إهلاك الدين

يقصد به العملية التي يتم بواسطتها تخفيض مبلغ أصل الدين بصورة تدريجية على مدار الوقت. إهلاك الأوراق المالية

All-In Cost

التكلفة الشاملة

يتم إهلاك التكلفة الإجمالية لعملية التوريق للمصدر أو الكفيل (بما فيها سعر الفائدة المدفوعة على مصروفات الاكتتاب من قبل المستثمرين والمصروفات الأخرى مثل الأتعاب القانونية وأتعاب التوثيق) على مدار المتوسط الأجل المتوقع للإصدار.

Allocated Percentage

النسبة المخصصة

نسبة القرض المضمون بالرهن، وهو عادة القرض المضمون بالرهن التجاري بحيث يتم ضمانه بأكثر من عقار واحد، التي يتم تخصيصها إلى عقار محدد. ويتم احتساب هذه النسبة عادة من خلال قسمة صافي إيرادات التشغيل أو صافي التدفق النقدي الذي تم الحصول عليه من عقار واحد على صافي إيرادات التشغيل التراكمية أو صافي التدفق النقدي الذي تم الحصول عليه من كافة العقارات الضامنة للقرض. ويجب أن يصبح مبلغ كافة "النسب المخصصة" 100%.

Alternative A Loan

القرض البديل من الفئة (أ)

يقصد به القرض المضمون بالرهن العقاري السكني من الدرجة الأولى الذي يتطابق بصفة عامة مع أحسن إرسادات الائتمان التقليدية، على الرغم من أن نسبة القرض إلى القيمة أو وثائق القرض أو وضع إستغلال العقار أو نوعه أو العوامل الأخرى تتسبب في عدم تأهيل القرض في برامج الاكتتاب العادية. وبعد عدم اكتمال الوثائق بمثابة السبب الرئيسي وراء تصنيف القرض "كالقرض البديل من الفئة أ".

Asset-Backed Commercial Paper (ABCP)

الأوراق التجارية المضمونة بالأصول

يقصد بها الأوراق التجارية المضمونة بأصول والتي يتم الحصول على دفعات أصل قرضها أو الفائدة المستحقة من التدفقات النقدية المستمدة من مجمع الأصول الأساسي. وفي حالة عدم إمكانية إعادة إصدار الورقة التجارية ليتم سداد ورقة تجارية حان موعد استحقاقها، يتم سحب تسهيلات سيولة الدعم لتوفير السيولة للسداد للمستثمرين.

Asset-Backed Securities (ABS)

الأوراق المالية المضمونة بالأصول

هي السندات أو الأذون المضمونة بمجمعات الأصول المالية بتدفقات إيرادية متوقعة، والتي يتم توليدها من قبل البنوك وموردي الائتمان الآخرين. ومن بين الأمثلة على هذه الأصول سندات مديونية بطاقة الائتمان وسندات المديونية التجارية وقروض السيارات.

Assignment

التنازل

انتقال الفائدة أو الحق أو المطالبة أو الملكية من طرف لآخر.

Asset-Independent Approach

طريقة مستقلة عن الأصول

يقصد بها طريقة تصنيف الأوراق المالية التركيبية والتي بموجبها يعتمد التصنيف على الأهلية الائتمانية من قبل النظير أو

المضمونة بالأصول يتم مع إعادة أصل القرض مع الفائدة إلى المستثمرين. كثيراً ما يقارن الإهلاك مع سداد الدين في دفعة واحدة عند موعد الاستحقاق بحيث يتم سداد أصل القرض الكلي في موعد الاستحقاق. بعد إهلاك الديون المجدولة مختلفاً عن الدفع مقدماً، والذي يكون مرتبطاً بسداد أصل القرض قبيل التاريخ المحدد في الجدول لسداده.

Amortization Period

فترة الإهلاك

هي الفترة التي قد تنتج فترة تجدد العملية التي يتم فيها سداد الرصيد المعلق للأوراق المالية المسددة بشكل جزئي.

Annual Payment Cap

الحد الأقصى للدفعات السنوية

الحد الأقصى للنسبة المئوية التي يمكن من خلالها سداد الفائدة وأصل القرض المستحق بصفة دورية فيما يتعلق بالقرض المضمون بالرهن بسعر متغير يمكن زيادته في أي عام.

Arbitrage CDO

التزام الدين المضمون طبقاً لموازنة سعر الصرف

يقصد به عملية التزام الدين المضمون المبني على الأصول التي يزيد مجموع إيراداتها عن مجموع الإيرادات الناجمة عن بيع أو تمويل الأوراق المالية فيما يتعلق بالعملية.

B

B Notes

أذون من الفئة (ب)

الفئة التابعة في هيكل رأس المال الأكبر أو الأصغر.

Backstop Facility

تسهيلات الدعم

يقصد بها موافقة مؤسسة مصنفة تصنيفاً عالياً على سداد الدفعات في حالة عدم مقدرة المؤسسة المدينة على أداء التزامها الرئيسي بسداد الدفعات.

Balance-Sheet CDO

الالتزام بالدين المضمون وفقاً للميزانية العمومية

يقصد به عملية الالتزام بالدين المضمون الذي يقوم فيه الكفيل بتحويل الأصول التي يمتلكها إلى أوراق مالية.

Balloon Loan

القرض المقسط (أكبر أقساطه أخرها)

يقصد به القرض الذي يتم فيه استحقاق جزء كبير من رصيد أصل القرض الأصلي عند حلول تاريخ استحقاق القرض.

ضامته، ولا تعكس تقييم الائتمان للأصول الأخرى المملوكة من قبل المنشأة ذات الغرض الخاص.

Asset Originator

منشئ الأصول

الطرف الذي أنشأ الأصل أو مجموعة الأصول من خلال منح الائتمان لواحد أو أكثر من الدائنين.

Average Life

متوسط الأجل

يقصد به قياس مدة الاستثمار بناءً على متوسط طول الفترة الزمنية المطلوبة لاسترداد مبلغ أصل القرض المستثمر. ويتم احتساب متوسط الأجل بحاصل ضرب كل دفعة لسداد أصل القرض مع الفترة الزمنية المنقضية بين إجراء الاستثمار واستلام مدفوعات سداد أصل القرض ومن ثم يتم تجميع الحاصل ثم قسمته على إجمالي المبلغ المستثمر. ويعتمد متوسط الأجل الفعلي للأوراق المالية المضمونة بالأصول على السعر الذي يتم به سداد أصل قرض الأصول الضامنة، حيث أن الغرض من عمليات سداد الأصول الضامنة هو سداد رصيد أصل قرض الأوراق المالية. ويمكن احتساب متوسط الأجل المتوقع للأوراق المالية بافتراض سعر ثابت أو سعر متغير للسداد مقدماً فيما يتعلق بالأصول الضامنة. ويعد متوسط الأجل المتوقع بمثابة أداة ناعمة لإجراء المقارنة بين إهلاك دين الأوراق المالية المضمونة بالأصول مع الأوراق المالية الأخرى.

مستخدم لإعطاء معلومات دقيقة عن إيرادات الفواتير والأذون والسندات.

Basis Risk

مخاطرة الأساس

يقصد بها المخاطرة الناجمة عن عدم التوافق بين المؤشر الذي ترتبط به الأصول مع المؤشر الذي ترتبط به الخصوم ذات الصلة. وعلى سبيل المثال، المستثمر الذي تجدد ديونه المستحقة وفقاً لسعر الدولار الأمريكي المعروض بين البنوك في لندن (LIBOR) في غضون ثلاثة أشهر، يتحمل مخاطرة الأساس إذا احتفظ بأذون ذات فائدة غير ثابتة وتجدول أسعار الفائدة في سندات الخزينة الأمريكية في غضون ثلاثة أشهر.

Billet de Tresoire

أوراق الخزينة

يقصد بها الأوراق التجارية الصادرة في السوق الفرنسي.

Bullet Loan

قرض يسدد دفعة واحدة

يقصد به أصل القرض الذي يسدد بالكامل على دفعة واحدة فقط في موعد الاستحقاق.

Bullet Maturity

موعد الاستحقاق بدفعة واحدة

يقصد به التاريخ الذي يتم فيه سداد رصيد أصل القرض بالكامل من التزام الدين في دفعة واحدة بحيث لا يتوجب سداد أية دفعات من أصل القرض على فترات.

Bank for International Settlements (BIS)

بنك التسويات الدولية (BIS)

هو بنك دولي يقع في مدينة بازل في سويسرا، ومن شأنه أن يؤدي خدمات باعتباره منتدى للتعاون النقدي بين العديد من البنوك الأوروبية المركزية وبنك اليابان ونظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. وقد تم تأسيسه في عام 1930 لتولي سداد ألمانيا التعويضات بعد الحرب العالمية الأولى، وهو يجري الآن متابعة وتجميع البيانات الخاصة بالنشاط البنكي الدولي، كما يصدر القواعد المتعلقة بالتنظيم الدولي للبنوك.

Bankruptcy-Remote

الإفلاس عن بعد

ينطبق هذا المصطلح على الجهة التي ليس من المحتمل أن يكون لديها حافز لبدء إجراءات الإعسار طوعاً، وليس من المحتمل أيضاً أن يبدأ طرف ثالث من الدائنين ببدء إجراءات الإعسار ضدها بشكل لا طوع عي.

Base Rate

السعر الأساسي

فيما يتعلق بعملية مديونية بطاقة الائتمان، يعد السعر الأساسي بمثابة مجموع سعر الشهادة مع سعر أتعاب خدمة الدين.

Basis Point (bp)

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

Cash Collateral

الضمان النقدي

هو شكل من أشكال التعزيز الائتماني الذي يتضمن الحفاظ على الرصيد الاحتياطي الذي يمكن تسييله في حالة الخسائر الائتمانية والمطالب اللاحقة من قبل المستثمرين.

Cash Collateral Account (CCA)

حساب الضمان النقدي (CCA)

يقصد به الرصيد الاحتياطي الذي يقدم الدعم الائتماني للعمليات. ويتم إقراض الأموال في حساب الضمان النقدي إلى المصدر من قبل طرف ثالث، مثل البنك الذي يُصدر خطاب الاعتماد، وفقاً لاتفاق القرض.

Cash Flow Waterfall

قواعد التدفق النقدي

يقصد بها القواعد التي يصبح من خلالها التدفق النقدي المتاح للمصدر بعد تغطية كافة المصروفات، مخصصاً لتحويل الديون المدينة لحملة الفئات المختلفة من الأوراق المالية الصادرة فيما يتعلق بعملية ما.

Cash-Out Refinance Mortgage Loan

قرض مضمون بالرهن لإعادة تمويل السيولة

يقصد به القرض المضمون بالرهن لإعادة تمويل القرض الحالي المضمون بالرهن في حالة زيادة مبلغ القرض الجديد (بما يزيد عن 1%) عن المبلغ المطلوب لتغطية سداد القرض الحالي، --

C

Callable

واجب الأداء

هذا مصطلح وصفي ينطبق على قروض أو أوراق مالية يمكن سدادها قبل موعدها حسب خيار المقرض.

Capital Adequacy

كفاية رأس المال

يقصد به حاجة الجهة الخاضعة للرقابة (مثل البنك أو مؤسسة التمويل العقاري) إلى الاحتفاظ بالحد الأدنى من رأس المال بما يتناسب مع حجم المخاطرة الناتج عن أصوله. ومن خلال عملية توريق أصوله واستبعادها من الميزانية العمومية دون رجعة، قد تستطيع هذه الجهة تحقيق شرط الإعفاء من رأس المال المطلوب من الجهة الرقابية، حيث لا يعود يُطلب منها أن تحتفظ برأس المال المطلوب من الجهة الرقابية المتعلق بالأصول المحولة إلى أوراق مالية.

Capped Floating-Rate Note

أذون ذات سعر فائدة غير ثابت مع حد أقصى

هذه أذون ذات سعر فائدة غير ثابت ذات حد أعلى من سعر الكوبون. ويتنازل المستثمر عن ---

Collateral الضمانات

يقصد بها الأصول التي تمثل قيمة لكل من المقرض والمقرض والتي يقوم المقرض برهنها إلى المقرض فيما يتعلق بالأموال التي تم إقراضها. ويمكن للمقرض أن يستخدم الأصول المرهونة لتغطية بعض أو كل الأموال التي تم إقراضها إذا فشل المقرض في تحقيق المستوى المتوقع لسروط اتفاق القرض.

Collateral Interest Class فئة الفائدة على الضمان

يطلق هذا المصطلح على فئة تابعة للأوراق المالية الصادرة فيما يتعلق بسندات مديونية بطاقة الائتمان، التي تقدم تعزيزاً ائتمانياً في الفئات الأعلى من الأوراق المالية الصادرة فيما يتعلق بنفس العملية. وكثيراً ما يتم احتجاز الفائدة على الضمان من قبل كفيل العملية.

Collateralized Bond Obligation (CBO)

التزام السند المضمون (CBO)

يقصد به الورقة المالية المضمونة بمجمع سندات الشركة.

-وتكاليف إغلاق حساب القرض، والنقاط، وسداد أية قروض معلقة تابعة مضمونة برهن. ويمكن استخدام السيولة الإضافية في أي عرض يختاره المقرض.

Cherry-Picking انتقاء الأصول

يقصد به ممارسة اختيار الأصول من محفظة الأوراق المالية بناءً على معايير محددة؛ وهو عكس العينة المختارة بصورة عشوائية.

Clean-Up Call إنهاء الاستثمار

يقصد به فك رهن الأوراق المالية اختيارياً عند البلوغ إلى المرحلة التي يكون فيها سداد مجمع الضمانات الأساسية بقيمة 15% أو أقل من رصيد أصل قرضه الأساسي، فضلاً عن تكلفة خدمات مجمع الأصول الباقية، عملية غير اقتصادية. ويتم فك الرهن باستخدام العوائد التي تم تسلمها من قبل المنشأة ذات الغرض الخاص المصدر بعد بيع الأصول المتبقية، إلى محصل أو منقش أو كفيل الأصول، عادة بسعر الإصدار. ويعود فك الرهن هذا بالنفع أيضاً على المستثمرين حيث أنه يقدم تطميناً بأنهم لن يحصلوا في نهاية المطاف على جزء صغير وغير سائل من استثماراتهم الأصلية.

Clearstream International

شركة كليرستريم إنترناشيونال

هذه شركة تابعة للبورصة الألمانية، تقدم خدمات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع للأسهم والسندات التي يتم المتاجرة بها في الأسواق الأوروبية المحلية والأسواق الدولية.

Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)

الأوراق المالية المضمونة برهن تجاري (CMBS)
يقصد بها الأوراق المالية المضمونة بواحدة أو أكثر من مجموعات القروض المضمونة بالرهن. ويتم دعم الأوراق المالية المضمونة برهن تجاري بواحدة أو أكثر من القروض المضمونة بالعقارات التجارية، والتي قد تتضمن مجموعات إسكانية متعددة الأسر ومراكز تسوق، ومجمعات صناعية ومباني إدارية وفنادق.

Commercial Paper (CP) الأوراق التجارية (CP)

هذه سندات دين قصيرة الأجل. وأغلب الأوراق التجارية يقل تاريخ استحقاقها عن 270 يوماً، إذ تتراوح تواريخ الاستحقاق الأكثر شيوعاً ما بين ثلاثين إلى خمسين يوماً أو أقل.

Commingling Risk مخاطرة المزج

يقصد بها مخاطرة مزج السيولة الخاصة بالمنتشة ذات الغرض الخاص المُصدرة مع السيولة الخاصة بطرف ثالث (على سبيل المثال المنتشي أو المحصّل)، أو وضعها في حساب باسم طرف ثالث بحيث أنها، في حالة إعسار الطرف الثالث أو في حالة إفلاسه، سوف تحول دون تعريف هذه السيولة على نحو منفصل أو تجميد السيولة في حسابات الطرف الثالث.

Collateralized Debt Obligation (CDO)

التزام الدين المضمون (CDO)
يقصد به الورقة المالية المضمونة بمجموعة من أنواع الدين المختلفة، والتي قد تتضمن سندات الشركة المباعة في أسواق رأس المال، والقروض التي يتم اقتراضها للشركات من قبل المقرضين من المؤسسات وبنوك التوريق.

Collateralized Loan Obligation (CLO) التزام القرض المضمون (CLO)

يقصد به الورقة المالية المضمونة بمجمع القروض التي تَقْرَضُها الشركات من قبل المقرضين من المؤسسات، وعادة من البنوك التجارية.

Collateralized Mortgage Obligation (CMO)

التزام الرهن المضمون (CMO)
يقصد به الورقة المالية المضمونة بمجمع القروض المضمونة بالرهن أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني وأوراق الوكالة المالية. وعادة ما تتضمن العملية التي يتم فيها إصدار التزامات الرهن المضمون فئات متعددة من الأوراق المالية بحيث يكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة.

Combined LTV Ratio

النسبة الموحدة للقرض إلى القيمة
يقصد بها نسبة القرض إلى القيمة التي يتم احتسابها في الأحوال التي يضمن فيها العقار أكثر من قرض مضمون برهن.

Credit Derivatives

مشتقات الائتمان

يتم إعداد أوراق سوق الأوراق المالية لتحويل مخاطرة الائتمان من طرف إلى آخر. وتتضمن هذه الأوراق مبادلات الائتمان المعيبة ومبادلات إجمالي العائدات والأون المرتبطة بالائتمان.

Credit Enhancement

التعزيز الائتماني

يقصد به السند أو الألية التي من شأنها أن ترفع جودة الائتمان الخاصة بالتدفق النقدي الذي من المتوقع أن يصدره واحد أو أكثر من الأصول بما يزيد عن جودة الدين الأصلي. ويتم إعداد العناصر في هيكل التوريق لحماية المستثمرين من الخسائر المتكبدة في الأصول الضامنة.

Credit Enhancer

معزز الائتمان

يقصد به الطرف الذي يوافق على رفع جودة الائتمان لدى الطرف الآخر أو مجمع الأصول من خلال أداء الدفعات التي تصل عادة إلى مبلغ محدد، في حالة عجز الطرف الآخر عن أداء التزاماته في السداد أو في حالة نقص التدفق النقدي المنتج من قبل مجمع الأصول عن المبالغ المطلوبة تعاقدياً نظراً لعجز المتعهدين الأساسيين.

Conduit

الجهة الوسيطة

يقصد بها الجهة القانونية التي تقوم بشراء الأصول من بائعين متعددين وتمويل عمليات الشراء إما من خلال عمليات التوريق لأجل أو من خلال إصدار الورقة التجارية المضمونة بالأصول.

Controlled Amortization

إهلاك الدين المراقب

يقصد به الفترة التي قد تتبع فترة تجديد العملية بحيث يتم في غضون هذه الفترة سداد الرصيد المعلق للأوراق المالية ذات الصلة على نحو جزئي. وتستغرق فترة إهلاك الدين المراقب عادة اثني عشر شهراً.

Covenant

التعهد

يقصد بالتعهد في سياق مصطلحات الوثائق القانونية، الوعد بأداء أو عدم أداء شيء ما منصوص عليه في الاتفاق ذي الصلة (على سبيل المثال، تعهد بتزويد عملاء الاستثمار بمعلومات عن أداء الأصول بصفة دورية).

Credit Default Swap

مبادلة الائتمان المعيبة

يقصد بمبادلة الائتمان المعيبة العقد الذي يوافق من خلاله بائع الحماية على سداد مبلغ التسوية إلى مشتري الحماية بمجرد حدوث حالات الائتمان المحددة. ومقابل هذه الحماية، يقوم المشتري بسداد قسط للبائع.

Current Delinquency Status

الوضع الراهن للإخفاق

يقصد به حالة الإخفاق عن سداد القرض في التاريخ الحالي.

CUSIP Number

رقم "الجنة الإجراءات الموحدة لتعريف الأوراق المالية"
(CUSIP)

يعد بمثابة رقم تعريف فريد يخصص لإصدار سهم أو سند لتسهيل عمليات المقاصة. ويُدَار نظام الترفيم من قبل "الجنة الإجراءات الموحدة لتعريف الأوراق المالية" CUSIP.

D

Debenture

سندات المدينة

يقصد بها شهادات المدينة التي تُذكر فيها الأوضاع والشروط التي يوافق بموجبها طرف ما على إقراض الأموال إلى طرف ثانٍ، ويوافق الطرف الثاني على سداد مبلغ أصل القرض المقرض بفائدة أو بدون فائدة. وتستخدم هذه السندات بشكل نموذجي في الدين طويل الأجل بدلاً من الدين قصير الأجل.

Credit-Linked Note

إذن مرتبط بالائتمان

يقصد به الإذن الذي يعتمد سداؤه على وقوع أو وجود حالة ائتمانية أو مقياس ائتماني فيما يتعلق بجهة مرجعية أو مجمع للأصول. وعلى سبيل المثال، قد يعتمد السداد وفقاً للإذن المرتبط بالائتمان على مستوى الخسائر في نطاق المجمع المرجعي لمجموعة القروض المضمونة بالرهن التي لا زالت دون نسبة مئوية محددة من رصيد المجمع الأصلي. ونظراً لبقاء الأصول في المجمع المرجعي وفقاً للميزانية العمومية لمنشئ الأصول أو مالكيها، قد يرى المنشئ أو المالك إصدار أذون مرتبطة بالائتمان باعتبارها شكلاً من أشكال التأمين ضد خسائر الائتمان المتعلقة بأصول المجمع المرجعي.

Credit Risk

مخاطرة الائتمان

يقصد بها المخاطرة المتمثلة في عدم السداد بالكامل إلى الطرف المقرض أو السداد له بما يقل عن المبلغ المدين أو السداد له في فترة زمنية أطول من الفترة المتفق عليها أصلاً.

Cross-Collateralization

الضمان المشترك

هو أسلوب لتعزيز الحماية المقدمة إلى المقرض من خلال رهن كل عقار من العقارات التي تضمن القرض الفردي باعتباره ضماناً احتياطياً عن كافة القروض التي تم اقتراضها من قبل نفس الجهة المقرضة. ويُنظر في الضمان المشترك عادة فيما يتعلق بالقروض المضمونة بالرهن التجاري.

Delinquent Receivables

سندات المديونية المتعسرة

هذه سندات المديونية الخاصة بتأخر المتعهدين بالسداد والتي قد يتم بالتالي سطبها على أساس كونها غير قابلة للتحويل.

Depository Trust Company (DTC)

شركة أمانة الودائع (DTC)

يقصد بها شركة محلية لإيداع الأوراق المالية وفيدتها بالدفاتر في الولايات المتحدة، وهي تقوم بتسجيل وحفظ وتحويل الأوراق المالية للمشاركين. ومن بين المشاركين في شركة أمانة الودائع سمسرة وتجار الأوراق المالية، والبنوك وشركات أمانة الاستثمار وشركات المقاصة. كما أن الدخول غير المباشر في نظام شركة أمانة الودائع متاح بالنسبة للبنوك والسمسرة والتجار وشركات أمانة الاستثمار التي تقوم بعملية المقاصة من خلال المشاركة في شركة أمانة الودائع أو الاحتفاظ بعلاقة كفالة معها.

Due Diligence

الاجتهاد الواجب

يقصد به الاستقصاء الذي يقوم به مستثمر محتمل قبل اتخاذ قرار بالشراء أو بالاستثمار، أو كما هو في الولايات المتحدة عبارة عن استقصاء يقوم به تاجر أو سمسار قبل أن يبيع للمستثمرين أوراقاً مالية مُصدرة.

Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

نسبة تغطية خدمة الدين (DSCR)

يقصد بها صافي التدفق النقدي السنوي الذي يدره دخل العقار مقسوماً على دفعات خدمة الدين السنوية المطلوبة بموجب شروط القرض المضمون بالرهن (أو القروض المضمونة بالرهن) والتي تم فرضها بغرض تمويل العقار. ويتم التعبير عن نسبة تغطية خدمة الدين باعتبارها "عدد الأضعاف" على سبيل المثال ضعفين (أو 2.0 مرة).

Default

التقصير

يقصد به إخفاق أحد أطراف الاتفاق التعاقدية في الوصول إلى المستوى المتوقع للوفاء بالتزاماته بموجب الاتفاق، وهذا انتهاك للاتفاق التعاقدية.

Defaulted Receivables

سندات مديونية غير مسددة

يقصد بها السندات التي لا يتم تحصيلها طبقاً لمعايير المحصل.

Defeasance

الفسخ/ الإلغاء

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

Delinquency

الإخفاق

يقصد به الإخفاق في الالتزام بسداد الدين في تاريخ الاستحقاق المحدد.

أو أولئك الأطراف طبقاً لشروط الاتفاق، بشرط مراعاة
افتراضات ومؤهلات معيارية معينة.

Equitable Transfer

النقل العادل

هذه عملية يتم بموجبها نقل حق الاستفادة من الأصول للغير،
ولكن ليس الملكية القانونية لها. والنقل العادل شائع في نظام
التوريث الأوروبي لأن ترتيباته أقل تكلفة من ترتيبات النقل
القانوني للملكية.

Estate in Bankruptcy

الأصول في حالة الإفلاس

يقصد بها أصول المدين الذي صدر حكم قضائي بإشهار إفلاسه،
مطروحاً منها كافة التزامات المدين المستحقة تجاه الدائنين
والعملاء والسلطات الضريبية المختصة.

Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR)

سعر الفائدة بين البنوك الأوروبية (EURIBOR)

يقصد بها سعر الفائدة الذي يعرضه أحد البنوك الأساسية للودائع
لأجل بين البنوك باليورو في منطقة اليورو، على بنك أساسي آخر
في منطقة اليورو. وتقوم هيئة مؤلفة من ستين بنكاً أوروبياً بتحديد
فائدة اليورو بين البنوك. وكما هي الحال بالنسبة للسعر المعروض
بين البنوك في لندن LIBOR، هناك أسعار فائدة يورو أوروبية
للودائع بالنسبة لتواريخ استحقاق مختلفة.

E

Early Amortization Event

حالة الإهلاك المبكر

في بعض معاملات الأوراق المالية المضمونة بالأصول، مثل تلك التي
يتم ضمانها بسندات مديونية ببطاقة الائتمان، والتي تعمل على أساس قابل
للتجديد، يمكن لحادثة معينة، كما هي معرف عنها في وثائق المعاملة
التجارية، أن تتسبب في نهاية فورية للفترة المتجددة وفي سداد مبكر
لأصل قرض المستثمر. ومن المعتاد أن تشمل الحالات المؤهلة لذلك ما
يلي: (1) إفلاس المؤسسة التي تعتمد عليها الصفقة التجارية من أجل
إنتاج أصول جديدة أو سندات مديونية أثناء الفترة المتجددة، أو (2)
هبوط في عائدات الأصول أو سندات المديونية إلى مستويات معينة.

Early Amortization Risk

مخاطر الإهلاك المبكر

فيما يتعلق بنظام التوريث المعد لحماية المستثمرين من تحديد وقت سداد
أصل الاستثمار بربطه بتوقيت سداد الأصول الضامنة، هناك مخاطرة
تكمين في حدوث حالة إهلاك مبكر، مما يؤدي إلى إلغاء الحماية
المطلوب توافرها داخل هيكلية النظام.

Enforceability Opinion

المشورة بفرض الإنفاذ

يقصد بها مشورة المحامي بخصوص اتفاق بغرض أن تكون الالتزامات
المبينة في الاتفاق قانونية وسارية وملزمة لأحد الأطراف أو لجميع
أطراف الاتفاق، وأن هذا الاتفاق سيكون قابلاً للإنفاذ ضد ذلك الطرف

Extension Risk

مخاطر التمديد

يقصد بها المخاطر بأن متوسط العمر المرجح للورقة المالية سيتم تمديده لأن الضمان الاحتياطي الضامن يسد ببطء أكثر من المتوقع.

External Credit Enhancement

تعزيز الائتمان الخارجي

هو دعم الائتمان الذي يتم تقديمه للتوريق من قبل طرف ثالث يتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع.

F

Fannie Mae

الهيئة الفيدرالية القومية للرهنات (فاني ماي Fannie Mae) "فاني ماي" هو اسم يطلق باللهجة العامية على "الهيئة الفيدرالية القومية للرهنات" في الولايات المتحدة.

Fast Pay

السداد السريع

هو الشرط الوصفي الذي يطبق على ورقة مالية أو هيكلية معاملة، والذي يفرض لضمان سداد أصل القرض على أساس جدول متسارع.

Euroclear

نظام مقاصة اليورو

يقصد به أحد نظامين رئيسيين للمقاصة في سوق سندات اليورو التي تعمل كما في شركة أمانة الودائع في السوق الأمريكية. وقد بدأت عمليات مقاصة اليورو عام 1968 ومقرها في بروكسيل وبيدريها بنك كفالة مورغان.

Event Risk

مخاطر الحوادث

هي المخاطر الكامنة في أن تتغير مقدرة المصدر على سداد خدمة الدين بسبب تغيرات دراماتيكية غير متوقعة في بيئة السوق، مثل الكوارث الطبيعية والحوادث الصناعية وحدوث تغيير كبير في القواعد التنظيمية، أو انتقال السلطة للغير، أو إعادة هيكلة شركة أو مؤسسة. ومثل هذه الأحداث لا يمكن التنبؤ بها باستخدام الوسائل القياسية لتحليل الائتمان.

Excess Servicing Fee

زيادة أتعاب خدمة الدين

يقصد بها، بالنسبة للتوريق، تحميل جزء من الفائدة على المتحدين الضامنين والتي لا تكون مطلوبة لتغطية جزء الفائدة الخاص بسداد خدمة الدين أو تقديم رسوم خدمة منتظمة. وهو الفرق بين إجمالي الكوبون ومبلغ صافي الكوبون المدفوع للمستثمرين ورسوم الخدمة.

Expected Maturity

تاريخ الاستحقاق المتوقع

يقصد به التاريخ الذي يتوقع أن يتم فيه سداد الأوراق المالية بالكامل، بناءً على افتراض محدد بخصوص السعر الذي سيتم فيه سداد الأصول الضامنة.

فاني ماي بشراء قروض "تقليدية" مضمونة برهن عقاري سكني بحيث تتوافق مع إرشادات محددة. وعلى الرغم من أن شهادات المرور من هيئة فاني ماي تضمن سداد الفائدة وأصل القرض في الموعد المحدد، إلا أن هذا الضمان تدعمه أيضاً الحكومة الأمريكية بشكل ضمني. وما زال مستوى الدعم قوياً بشكل كافٍ بحيث أن نوعية ائتمان شهادات هيئة فاني ماي تحظى بتصنيف ممتاز "AAA".

Floating-Rate Notes

أذون ذات فائدة غير ثابتة

يقصد بها نوع من الأوراق المالية الذي يمتاز بعدم ثبات الفائدة، ولكن لديه عادة هامش فوق مؤشر السوق.

Fonds Commun de Créance (FCC)

صندوق استثمار القروض (FCC)

يقصد به نوع من صناديق استثمار القروض برأس مال مغلق، وهو يستخدم كأداة تمويل في نظام التوريق الفرنسي.

Foreclose

حبس الرهن

يقصد به الإجراءات القانونية التي تتخذ ضد المدين الذي يمتلك عقاراً ثم رهنه كضمان لقرض. وفي حالة حبس الرهن يسعى المقرض للحصول على حق بيع العقار واستخدام عائدات البيع لسداد كافة المبالغ المستحقة على المدين بخصوص القرض.

Federal Home Loan Mortgage Corp. (FHLMC or "Freddie Mac")

مؤسسة رهونات القروض الداخلية الفيدرالية (FHLMC) أو فريدي ماك (Freddie Mac)

أنشئت مؤسسة فريدي ماك عام 1970 بموجب امتياز من الكونجرس، وتم إعادة تشكيلها في عام 1989 كمؤسسة خاصة مثل هيئة فاني ماي. وتعد مؤسسة فريدي ماك منافساً مباشراً لهيئة فاني ماي، كما تعد إرساداتها الدليلية لشراء القروض متشابهة جداً لإرسادات الشراء التي تصدرها هيئة فاني ماي. ويوجد لدى مؤسسة فريدي ماك برنامجاً مختلفاً لشراء القروض: (1) الضمانات المقدمة فيما يتعلق ببرنامج مدفوعات سداد الفائدة وأصل القرض في المواعيد الصحيحة، وهو البرنامج الذي يحمل التصنيف "الذهبي"، (2) والضمانات التي تعزز شهادات مؤسسة فريدي ماك المعيارية والتي تشمل مدفوعات الفائدة والمدفوعات النهائية لأصل القرض في وقتها. ولا تتمتع مؤسسة فريدي ماك بالدعم المباشر من الحكومة الأمريكية، إلا أن مؤسسة فريدي ماك يُنظر إليها بأن لها تأثيراً ضمنيماً قوياً على حكومة الولايات المتحدة بحيث تتم معاملة الشهادات الخاصة بها مثل شهادات هيئة فاني ماي كاستثمارات ذات تصنيف ممتاز "AAA".

Federal National Mortgage Assoc. (FNMA or "Fannie Mae")

الهيئة الفيدرالية القومية للرهونات (FNMA) أو هيئة فاني ماي Fannie Mae

تأسست هيئة فاني ماي في شكلها الحالي عام 1968. وهي مؤسسة شبه حكومية: إذ أنها مملوكة وتدار كشركة خاصة وتعرض أسهمها في بورصة نيويورك، ولكنها تخضع للقواعد التنظيمية لوزارة الإسكان والتنمية العمرانية الأمريكية ووزارة المالية الأمريكية. كما تقوم هيئة

Ginnie Mae

مؤسسة جيني ماي (Ginnie Mae)

هذا اسم يُطلق باللهجة العامية على المؤسسة الحكومية القومية للرهنات في الولايات المتحدة.

Government National Mortgage Assoc. (GNMA or "Ginnie Mae")

المؤسسة الحكومية القومية للرهنات (GNMA) أو مؤسسة

جيني ماي (Ginnie Mae)

أُنشئت مؤسسة جيني ماي عام 1968 كشركة مملوكة بالكامل للحكومة الأمريكية. وتقوم مجموعات القروض التي تضمها "إدارة الإسكان الفيدرالية" أو "إدارة المتمرسين" بدعم الأوراق المالية لمؤسسة جيني ماي. وعملياً، يتم إصدار الأوراق المالية لمؤسسة جيني ماي من قبل المرتهنين المعتمدين من مؤسسة جيني ماي الذين أنشأوا قروض الرهن المجمع، ولكن تلك الأوراق المالية تحمل ضماناً صريحاً من مؤسسة جيني ماي يغطي سداد الفائدة وأصل الدين في حينه، والذي يعززه الثقة والائتمان بشكل كامل للحكومة الأمريكية. ونتيجة لذلك، تحمل الأوراق المالية لمؤسسة جيني ماي تصنيفاً ممتازاً بدرجة "AAA".

Guaranteed Investment Contract (GIC)

عقد استثمار مضمون (GIC)

يقصد به حساب إيداع تقدمه مؤسسة مالية تضمن حداً أدنى لنسبة الربح/الإيراد العائد. وهذه العقود تخفف من مخاطر تقلبات سعر الفائدة.

Foreclosure

حبس الرهن

يقصد به إجراء يتم داخل أو خارج المحكمة من جانب المقرض الذي يحمل رهنًا على عقار. والغرض من هذا الإجراء هو السعي لتمكين المقرض من بيع العقار واستخدام عائدات البيع من أجل تسديد كافة المبالغ المستحقة على المالك بخصوص القرض ذي الصلة.

Freddie Mac

مؤسسة فريدي ماك (Freddie Mac)

هذا هو الاسم الذي يُطلق باللهجة العامية على مؤسسة رهنات القروض الداخلية الفيدرالية في الولايات المتحدة.

G

GAAP

المبادئ المحاسبية المعتمدة بوجه عام (GAAP)

هذا مختصر يطلق على "مبادئ المحاسبة المقبولة بوجه عام".

Gearing

التعديل

هذا مصطلح محاسبي يستخدم في تعريف نسبة الدين لحصة السهم في شركة ما. ومن المعتاد أن يتم تعديل المؤسسات ذات الغرض الخاص بنسبة أعلى من نسبة الشركات التشغيلية.

I

Interest Rate Risk**مخاطر سعر الفائدة**

يقصد بها مخاطر تغير قيمة الضمان/ الورقة المالية تبعاً للتغيير في أسعار الفائدة. وبالنسبة لمؤسسة التي تأخذ إيداعات، فإن المخاطرة بأن الفائدة المكتسبة على الأصول المقتناة في بيئة ذات سعر فائدة أقل لن تكون كافية لخدمة المدفوعات المطلوبة فيما يتعلق بالخصوم التي يتم تكبدها في بيئة ذات سعر فائدة أعلى.

Interest Rate Swap**تبادل سعر الفائدة**

عبارة عن اتفاق ملزم بين طرفين لتبادل مدفوعات الفائدة الدورية بخصوص مبلغ فرض محدد مسبقاً، والذي يشار إليه كمبلغ وهمي. ومن المعتاد أن يقوم أحد الطرفين بدفع الفائدة بسعر ثابت ويستلم الفائدة بسعر متغير، والعكس يطبق على الطرف الآخر.

Internal Credit Enhancement**تعزيز الائتمان الداخلي**

يقصد به الآلية أو الأليات الهيكلية التي يتم إدخالها في نظام التوريق لتحسين جودة الائتمان للفئات العليا للأوراق المالية التي يتم إصدارها فيما يخص الصنف، والتي تعتمد عادة على تشغيل التدفق النقدي للأصول بطرق تحمي تلك الأوراق المالية من التعرض للتقلص.

H

Hedge Fund**صندوق التحوط**

هذا صندوق استثماري يوظف مجموعة متنوعة من تقنيات التغطية الوقائية، مثل شراء وتقليص أسعار الأسهم والسندات طبقاً لنموذج تقييم معين، بغرض تعزيز الربح/الإيراد العائد.

Hedging**التغطية الوقائية**

مصطلح عام يستخدم للإشارة إلى الإستراتيجيات المتبعة لتعويض مخاطر الاستثمار. ومن أمثلة التغطية الوقائية استخدام السندات المشتقة (من الأوراق المالية الأصلية) للحماية من مخاطر تقلبات سعر الفائدة أو العملة وكذلك الاستثمار في الأصول التي يتوقع أن ترتفع قيمتها أسرع من التضخم للحماية ضد التضخم.

Hybrid**التهجين**

هذا مصطلح يستخدم للإشارة إلى التوريق الكامل للشركة. وتحتوي تلك الصنفية على مخاطر تعتبر هجينة للمخاطر النقدية للشركات والمخاطر المرتبطة بالتوريق التقليدي الذي تعززه أصول مالية أو مجموعة متنوعة من ديون الشركات.

Issuer Credit Rating (ICR)

تصنيف ائتمانية المُصدر (ICR)

يقصد به رأي مؤسسة ستاندرد أند بورز بخصوص المقدرة المالية الإجمالية للمتعهد على سداد التزاماته المالية، وبشكل أساسي الرأي حول الأهلية الائتمانية للمتعهد. ويركز تصنيف الائتمانية المُصدر على مقدرة المتعهد العامة واستعداده للوفاء بالتزاماته المالية عند موعد استحقاقها. وهو لا ينطبق على أي التزام مالي معين، لأنه لا يأخذ بالحسبان المخصصات للالتزامات معينة، أو الوضع الذي قد تكون فيه الالتزامات المعينة عند حصول إفلاس أو تصفية للمتعهد في المستقبل، أو التفضيلات القانونية المطبقة على الالتزامات المعينة، أو سرعية الالتزامات المعينة وإمكانية إنفاذها. وفضلاً عن ذلك، فإن تصنيف ائتمانية المُصدر لا يضع في الحسبان الأهلية الائتمانية للضامنين أو شركات التأمين أو الوسائل الأخرى لدعم الائتمان، التي يمكن أن تكون متاحة بخصوص التزام معين.

J

Jumbo Mortgage Loan

قرض كبير مضمون برهن

يقصد به قرض مضمون برهن عقاري من الدرجة الأولى يتوافق عادة مع توجيهاً الائتمانية التقليدية من فئة مهم "prime" ولكن برصيد يزيد عن الحد الأقصى المسموح به بموجب البرامج التي ترعاها مؤسسة جيني ماي وهيئة فاني ماي ومؤسسة فريدي ماك.

Investment Grade

درجة الاستثمار

فيما يتعلق بتصنيفات مؤسسة ستاندرد أند بورز، يقصد بها تصنيف الائتمان طويل الأجل لمركز العميل بدرجة "BBB-" أو أعلى.

Issue Credit Rating

تصنيف ائتمانية الالتزامات المالية

يقصد به رأي مؤسسة ستاندرد أند بورز حول الأهلية الائتمانية لمتعهد بخصوص التزام مالي، أو بخصوص فئة محددة من الالتزامات المالية، أو برنامج مالي محدد (بما في ذلك برامج الأوراق متوسطة الأجل وبرامج الأوراق التجارية). وبأخذ تصنيف مركز العميل في الاعتبار الأهلية الائتمانية للضامنين أو شركات التأمين أو الوسائل الأخرى لدعم الائتمان، وكذلك العملة التي يتم بها تحديد فئة الالتزام أو الالتزامات.

Issuer

المُصدر

يقصد به الطرف الذي أعطى التفويض بإنشاء وبيع الأوراق المالية للمستثمرين. وفي حالة التوريق، يقوم المُصدر مقام منشأة ذات غرض خاص في بلد يوفر نظاماً قانونياً مؤثماً فيما يتعلق بالقدرة على تحقيق حالة الإفلاس عن بُعد للمصدر، وترتيبات الضمان التي يتم تقديمها للمستثمرين، ويوفر المعاملة الضريبية المؤاتية. ومن البلدان المشهورة التي تُستخدم في تأسيس المنشآت ذات الغرض الخاص إنجلترا (بالنسبة للصفقات في المملكة المتحدة) وإيطاليا (بالنسبة للصفقات التي تخضع للقانون الإيطالي رقم 130) وإيرلندا، وهولندا، واللوكسمبورغ، وجزيرة جيرسي، وجزر الكايمن، وولاية ديلاوير في الولايات المتحدة الأمريكية (بالنسبة لأليات إصدار الأوراق التجارية).

Letter of Credit (LOC)

خطاب اعتماد (LOC)

هو اتفاق بين أحد البنوك وطرف آخر يوافق البنك بموجبه على جعل الأموال متاحة للطرف الآخر أو بناء على طلب منه، عند استلام الإخطار بذلك.

Lien

حق الحجز/ الامتياز

يقصد به رهن عقار يمكن أن يكون طوعياً (كما هي حالة رهن العقار عند شرائه بقرض) أو غير طوعي (كما هي حالة الرهن بسبب عدم سداد ضرائب عن العقار)، يكون رهن العقار بمثابة ضمان للمبالغ المستحقة لصاحب حق الحجز/ الامتياز.

Line-of-Credit Mortgage Loan

قرض الحد الائتماني المضمون برهن

هو القرض المضمون برهن الذي يرتبط بحد الائتمان الدوار والذي يسحب بموجبه المقرض أموالاً في أي وقت أثناء مدة القرض. ويتغير عادة سعر الفائدة المحمل على القرض، كما تتراكم الفائدة على أساس الرصيد المستحق فقط، بينما يزيد الحد الأساسي غير المسحوب بمعدل سنوي.

Liquidity Facility

تسهيلات السيولة

يقصد بها التسهيلات، مثل خطاب الاعتماد، التي تُستخدم لتعزيز سيولة الأصول التي تم تحويلها إلى أوراق مالية (ولكن ليس من أجل الأهلية الائتمانية).

L

Lead Manager

المدير القائد

يقصد به بنك استثمار أو تاجر أوراق مالية يدير مجموعة من بنوك التعاملات ويوافق على إصدار الأوراق المالية. وبما أن المدير القائد يخصص له عادة أكبر حصة من الإصدار، فإنه يتعرض لمخاطرة أكبر حول نجاح الجهود في تسويق وإصدار الأوراق المالية. ونتيجة لذلك، يتولى المدير القائد دور المستشار الرئيسي للمصدر، أو في حالة التوريق يكون المستشار الرئيسي لبائع الأصول التي يتم توريقها. وفي حالة التوريق، من المعتاد أن يتضمن هذا العمل الاستشاري تولى مسؤولية هيكل الأوراق المالية التي يجب إصدارها، والقيام بالتنسيق مع الأطراف الأخرى، مثل وكالات التصنيف، والمحامين ومعززي الائتمان.

ويشارك المدير القائد عن كثب بإعداد نشرة التعليمات الخاصة بالصفقة، ويوفر النصح والمشورة للعميل حول تسعير الأوراق المالية ذات الصلة. وقد تقع على المدير القائد المسؤولية القانونية بالنسبة لتقيد الإصدار بالقوانين والقواعد التنظيمية الخاصة بالأوراق المالية ذات الصلة.

Legal Final Maturity

موعد الاستحقاق القانوني النهائي

يقصد به التاريخ الذي يستحق فيه سداد الرصيد الأساسي للأوراق المالية. وعند تحليل تصنيفاتها بالنسبة للتوريق، تُفترض مؤسسة ستاندرد أند بورز أن السداد بطول موعد الاستحقاق القانوني النهائي يتم القيام به باستخدام التحصيلات الرئيسية المجدولة فقط بخصوص الأصول الضامنة.

Loan-to-Value (LTV) Ratio

نسبة القرض إلى القيمة (LTV)

يقصد بها رصيد القرض المضمون برهن إما مقسوماً على قيمة العقار الذي يموله القرض أو مقسوماً على السعر الذي يدفعه المقرض من أجل اقتناء العقار. وتعد نسبة القرض إلى القيمة مقياساً لكمية الحصة التي يمتلكها المقرض من الأصل الذي يضمن القرض. وكلما زادت نسبة القرض إلى القيمة، كلما قلت حصة المقرض المعرضة للمخاطر، وقلت الحماية المتاحة للمقرض بسبب ترتيب الضمان.

London Interbank Offered Rate

(LIBOR)

السعر المعروف بين البنوك في لندن (ليبور LIBOR)

يقصد به سعر الفائدة الذي تتبادله البنوك الدولية الكبيرة فيما بينها في لندن عند اقتراض الأموال. وهناك أسعار ليبور للإيداعات تتفاوت مع اختلاف مواعيد الاستحقاق.

Loss Curve

منحنى الخسارة

بخصوص نموذج القروض أو الحسابات المدينة، يقصد بمنحنى الخسارة الرسم البياني لمنط الخسائر المتكبدة على مدار الزمن، بالاعتماد على الرسم البياني للديون المتأخرة أو الخسائر التي تقع أثناء فترة كل القروض أو الحسابات المدينة الموجودة في النموذج.

Liquidity Provider

مقدم السيولة

هو من يقدم تسهيلات تضمن مصدر النقد الذي يقوم من خلاله بسداد الفائدة وأصل القرض في الموعد المقرر بخصوص الأوراق المالية متى وجد نقص مؤقت في التدفق النقدي الذي تدره الأصول الضامنة. وعلى عكس المبالغ المسحوبة بموجب تسهيلات تعزيز الائتمان، تصبح المبالغ المسحوبة بموجب تسهيلات السيولة التزاماً كبيراً من جانب المصدر بنسبة متساوية على الأقل مع الأوراق المالية ذات الصلة.

وفي حالة برنامج الأوراق التجارية المضمونة بالأصول، يجب أن تغطي تسهيلات السيولة أيضاً مخاطر وفوق الفوضى في سوق الأوراق التجارية أو سوق مبادلات العملة (إذا وجد سوء تناسق في العملة بين الأصول والأوراق التجارية المضمونة بالأصول نفسها).

Liquidity Risk

مخاطر السيولة

يقصد بها مخاطر وجود عدد محدود من المشتريين الذين يرغبون في شراء أصل، وهو عادة أصل مالي، إذا رغب المالك الحالي للأصل، أو متى يرغب، في بيعه.

Listing Agent

وكيل إدراج الأوراق المالية

يقصد به الوكيل الذي يكون مسؤولاً عن تنفيذ الإجراءات المطلوبة لإدراج الأوراق المالية في سوق مالية مناسبة.

Low-Rise Condominium

المبنى منخفض الارتفاع

يقصد به العقار متعدد الأسر الذي لا يزيد عن أربعة طوابق، والذي يخضع لنظام تملك يمتلك فيه الأفراد الوحدات السكنية، بينما يتم امتلاك المناطق المشتركة من قبل المجموعة ككل.

Master Trust

أمانة الاستثمار الرئيسية

هي عبارة عن منشأة ذات غرض خاص SPE 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.

Medium-Term Note (MTN)

إذن متوسط الأجل (MTN)

يقصد به سند دين للشركة يقوم وكيل المصدر بعرضه باستمرار على مدار فترة زمنية. ويمكن أن يختار المستثمرون من مجموعة تواريخ استحقاق الديون على أن تتراوح ما بين تسعة أشهر إلى سنة، أو بين ما يزيد على سنة إلى ثمانية عشر شهراً، أو بين ما يزيد على ثمانية عشر شهراً إلى سنتين، وهلم جرا حتى تصل إلى ثلاثين سنة.

Monoline Insurer

شركة التأمين الأحادية المخاطر

يقصد بها شركة التأمين التي يقتصر عملها، حسب الترخيص الممنوح لها، على إصدار وثائق التأمين التي تتعلق بنوع مفرد من المخاطر. وفي السياق المالي، فإن شركة التأمين الأحادية المخاطر تضمن بشكل غير مشروط سداد بعض الأوراق المالية المصدرتها فيما يتعلق بأنواع محددة من المعاملات، وهي عادة معاملات التوريد، وفي الولايات المتحدة السندات البلدية، في مقابل سداد رسوم أو أقساط معينة.

M

Mark to Market

تحديد السعر حسب سعر السوق

يقصد به إعادة تحديد قيمة الأصل طبقاً لسعر السوق الحالي.

Master Servicer

المحصل القائد

في حالة القروض المضمونة برهن عقاري، المحصل القائد هو الذي يحصل القروض ويكون مسؤولاً عن الإشراف على أنشطة المحصلين الأوليين. ويشمل الإشراف على الوظائف ما يلي: (1) تعقب حركة الأموال بين حسابات المحصل القائد والمحصلين الأوليين؛ (2) مراقبة إعداد وتسليم تقارير التحصيل وتحويل النقد بصفة شهرية من قبل المحصلين الأوليين؛ (3) مراقبة عمليات التحصيل وعمليات حبس الرهن وأنشطة العقارات المملوكة REO للمحصلين الأوليين؛ (4) إعداد مجموعات التقارير بخصوص عمليات التحصيل؛ (5) توزيع الأموال على أمناء الاستثمار أو مباشرة على المستثمرين؛ (6) التمتع بصلاحيات استبدال أو عزل المحصل الأولي. وفي حالة القروض المضمونة برهن تجاري، يكون المحصل القائد مسؤولاً عن تحصيل القروض المضمونة برهن تجاري.

Mortgagor

الراهن

يقصد به المقرض فيما يتعلّق بالقرض المضمون برهن عقاري.

Multi-Seller Conduit

مسار البائعين المتعددين

يقصد به مسار الورقة التجارية التي تمول أصول البائعين المتعددين. ومن بين مزايا هذه الترتيبات أنها تمكن 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 يتّجها التوريق على الرغم من أن حجم الأصول التي تنتجها غير كافٍ لامتصاص تكاليف المعاملات المتضمنة في التوريق المستقل.

N

Negative Amortization

الإهلاك السلبي

يقصد به الإضافة للرصيد الرئيسي لأحد القروض على أساس أن المبلغ الذي يدفعه المقرض بصفة دورية هو أقل من المبلغ المطلوب لتغطية مبلغ الفائدة المستحقة.

هذا ويسمح الضمان المالي الذي تقدمه شركة التأمين الأحادية المخاطر لفئة أو فئات التوريق المؤمن عليها بأن يتم تصنيفها على أساس تصنيف الضمان المالي للشركة المؤمنة، وبذلك يتم تصنيف الفئات في درجة أعلى بكثير مما لو لم يكن الضمان المالي موجوداً. ويمكن استخدام التغطية الأحادية المخاطر أيضاً من أجل تعزيز الأهلية الائتمانية لبعض الأصول الممولة عن طريق مسار الورقة التجارية في الحالات التي تكون فيها جودة الائتمان غير المدعومة للأصول المورقة لا تفي بالحد الأدنى لمتطلبات مسار الورقة التجارية.

Mortgage

الرهن العقاري

يقصد به حق الضمان في عقار ما، يُعطى كضمان لسداد أحد القروض.

Mortgage-Backed Securities (MBS)

الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري (MBS)

هذه تشمل كافة الأوراق المالية التي يتكون ضمان السداد الخاص بها من قرض مضمون أو مجمع قروض مضمونة برهن عقاري أو رهونات عقارية. ويستلم المستثمرون مدفوعات الفائدة وأصل القرض المشتقة من المدفوعات المستلمة عن القروض المضمونة بالرهن العقاري الضامن.

Mortgagee

المرتهن

يقصد به المقرض فيما يتعلّق بالقرض المضمون برهن عقاري.

Novation

التجديد

يقصد به استبدال التزام قانوني قائم بالتزام قانوني جديد.

O

Obligor

المتعهد

يقصد به الطرف الذي وافق على أن يتولى بعض المسؤوليات بموجب شروط الاتفاق التعاقدية بين هذا الطرف وأطراف أخرى. وفي أغلب الأحيان، تشمل الأعمال التي يتولاها المتعهد أن يقوم بسداد المدفوعات للأطراف الأخرى. ويستخدم مصطلح "المتعهدين" في سياق عمليات التوريق للإشارة إلى الأطراف التي تقوم بسداد المدفوعات عن الأصول التي يتم توريقها. وتعد تلك المدفوعات مصدر التدفقات النقدية التي يتم السداد منها للمستثمرين.

Offering Circular

نشرة عرض الأوراق المالية

يقصد بها وثيقة إفتاء تستخدم في تسويق إصدار جديد للأوراق المالية للمستثمرين المحتملين. وتصف هذه النشرة الصفقة ذات الصلة، بما في ذلك خصائص كل فئة من الأوراق المالية التي سيتم إصدارها (مثل أساس مدفوعات الفائدة، والتصنيف الائتماني، ومعدل العمر المتوقع، والأولوية بخصوص الفئات الأخرى). وفي حالة التوريق، توفر نشرة عرض الأوراق المالية

Negative Amortization Limit

حد الإهلاك السلبي

يقصد به الحد الأقصى للمبلغ الذي يمكن أن يزيد بموجبه رصيد القرض المستهلك بصفة سلبية قبل أن تزيد نسبة القرض للقيمة LTV عن الحد المعرف مسبقاً. وعندما يتم التوصل إلى هذه النقطة، يتم إعادة توزيع جدول المدفوعات عن القرض لضمان سداد الرصيد بأكمله عند موعد الاستحقاق.

Net Receivables

صافي سندات المديونية

يقصد به الرصيد الرئيسي لسندات مديونية بدون إدخال أي جزء من الفائدة المستحقة بخصوص سندات المديونية المذكورة.

Non-Performing

القروض الغير العاملة

عبارة تستخدم لوصف قرض أو سند مديونية آخر عندما يفشل المتعهد في سداد ثلاث مدفوعات مقررة على الأقل بخصوص القرض أو سند المديونية المذكورين.

Notional Amount

المبلغ الوهمي

يقصد به رصيد القرض الذي يستعمل كأساس لحساب الفائدة المستحقة بخصوص التزام بعدم وجود أصل قرض أو وجود أصل قرض لا يكون الرصيد المستخدم لحساب الفائدة.

Origination

إنشاء القروض

يقصد بها عملية تقديم القروض.

معلومات بخصوص الأصول الضامنة، بما فيها نوع الأصول وجوده الائتمان الخاصة بها. ومن المعتاد أن يقوم المدير القائد لإصدار الأوراق المالية كما يقوم مستشاروه القانونيون بإعداد نشرة عرض الأوراق المالية.

Originator

مقدم القروض

يقصد به المؤسسة التي تموّل وتقدم القروض؛ وتكون الالتزامات التي تنشأ بخصوص تلك القروض مسجلة في الأصل إلى هذه المؤسسة قبل تحويلها إلى المنشأة ذات الغرض الخاص.

One-Tier Transaction

صفقة نقل الأصول على مرحلة واحدة

يقصد بها التوريق الذي يقوم فيه ناقل الملكية ببيع أو رهن الأصول مباشرة للمنشأة (ذات الغرض الخاص) المُصدرة و/ أو حارس أو أمين السندات حسبما تدعو الحاجة، وبذلك لا يتضمن انتقال ملكية أصول متعددة ومنشأة وسيطة واحدة أو أكثر ذات غرض خاص.

Over-Collateralization

إفراط الضمان الاحتياطي

يقصد به هيكل رأس المال الذي يزيد فيه الأصول عن المطلوبات. ويستخدم إفراط الضمان الاحتياطي كصيغة لتعزيز الائتمان في الصفقات المدعومة بأصول معينة. وعلى سبيل المثال، يمكن ضمان إصدار 75 مليون جنيه إسترليني من الأوراق المالية العليا عن طريق مجمع من الأصول التي تصل قيمتها إلى 100 مليون جنيه إسترليني، وفي تلك الحالة تصل قيمة إفراط الضمان الاحتياطي إلى 33%.

Original LTV Ratio

نسبة القرض الأصلي إلى القيمة

يقصد بها المبلغ الأصلي المسحق بخصوص قرض مضمون برهن عقاري مقسوماً على قيمة العقار الذي يضمن القرض. وفي حالة القروض المضمونة برهن عقار سكني، تُعتبر "القيمة" بأنها تعني إما القيمة الحالية التقديرية للعقار أو السعر الذي استلزم به المقرض العقار، مع اعتبار أيهما أقل. وفي حالة القروض المضمونة برهن عقار تجاري تُعتبر "القيمة" بأنها تعني القيمة الحالية التقديرية للعقار.

"Pfandbriefe"

Pfandbriefe سند الرهن

يقصد به سند الدين الذي تصدره بنوك الرهن الألمانية والمؤسسات المالية الألمانية الأخرى. ويوجد نوعان من سندات الرهن وهما: "سند الرهن العقاري" الذي تستخدمه البنوك في تمويل أنشطة الإقراض الخاصة بها، والنوع الثاني هو "سند الرهن العام" الذي تستخدمه البنوك في تمويل إقراضها لهيئات ومؤسسات القطاع العام.

Pool Factor

عامل المجمع المالي

يقصد به النسبة المئوية لإجمالي الرصيد الرئيسي لمجمع الأصول التي تظل مستحقة في تاريخ معين.

Pooling and Servicing Agreement

اتفاقية التجميع وتوفير الخدمة

يقصد بها العقد الذي يوثق صفقة يتم من خلالها تجميع مجموعة من الأصول المالية، ويوضح هذا العقد الاتفاق بين أطراف العقد على كيفية اقتسام التدفقات النقدية المستقبلية التي سترد لها تلك الأصول.

Portfolio Manager

مدير محفظة الاستثمارات

يقصد به فرد أو مؤسسة تدير محفظة الاستثمارات؛ ويسمى أيضاً "مدير الأموال".

P

Paying Agent

وكيل السداد

يقصد به مصرف ذات سمعة ومكانة دولية وافق على أن يتعهد بسداد مدفوعات عن الأوراق المالية للمستثمرين. ومن المعتاد أن يتم السداد عن طريق نظام مقاصة. وفي أوروبا تتولى هذا الأمر جهة ترتبط بالأمين أو المدير؛ وعلى العكس من ذلك نجد أنه في الولايات المتحدة يكون الأمين نفسه هو المسؤول عن عمليات السداد للمستثمرين. وأنظمة المقاصة الرئيسية في أوروبا هي مقاصة اليورو Euroclear ومؤسسة المقاصة الدولية Clearstream International.

Payment History

سجل السداد

يقصد به سجل السداد الخاص بمقرض، وفي أغلب الأحيان بخصوص فرض مضمون برهن عقار سكني.

Payout Event

حادثة سداد الدين

يقصد بها إهلاك مبكر للدين.

Performing

القروض العاملة

يقصد به قرض أو حساب مدين آخر يكون المقرض يتسأله قد قام بسداد كافة الدفعات الأساسية والفائدة التي تكون مطلوبة بموجب شروط القرض أو الحساب المدين.

التوريق، تتضمن عملية التسجير توليد تدفقات نقدية للحالات المتوقعة باستخدام سيناريو الدفع المقدم.

Primary Market

السوق الأولية

يقصد بها السوق التي يتم فيها بيع الأصول من قبل الجهة التي قامت بإنشاء تلك الأصول.

Primary Servicer

المحصل الأولي

فيما يخص القرض المضمون برهن عقار سكني، يقصد به الجهة التي تتولى المسؤولية الأساسية لتحصيل الدفعات الشهرية من المقرض، ودفع الأموال إلى صاحب القرض أو من ينوب عنه، والاحتفاظ بالحسابات المشروطة الخاصة بالضرائب والتأمين، ومتابعة الدفعات المتأخرة، وبذل الجهود المتعلقة بتخفيف حدة الخسائر، والبدء في اتخاذ إجراءات حبس الرهونات كلما لزم الأمر، والتصرف في الممتلكات المرهونة بعد حبس الرهونات، وتقديم تقارير دورية عن حالة القرض إلى صاحب القرض أو من ينوب عنه.

Profit Stripping

اقتطاع الربح

يقصد به العملية التي تقوم من خلالها شركة باعته أصولها في عملية توريق باستكمال اقتطاع قيمة من تلك الأصول عن طريق اقتطاع الأرباح التي تم اكتسابها من خلال أداة التوريق، وذلك بهدف الاحتفاظ بالمزايا الاقتصادية الخاصة بملكية الأصول التي يتم تحويلها إلى أوراق مالية.

Premium

العلوة

يقصد بها مبلغ يُدفع فوق السعر العادي المدفوع عن أحد الأصول، وهو عادة بمثابة حافز أو دافع تشجيعي؛ وهو مبلغ يزيد عن القيمة الاسمية للورقة المالية.

Prepayment Rate

معدل السداد مقدماً

يقصد به معدل الدفع الذي يتم عنده الإبلاغ عن سداد القروض العقارية وسندات المديونية الأخرى في دفعات متفرقة، ويعبر عنه بنسبة مئوية من أصل القرض المتبقي للمجمع المالي. وفي معظم الأحيان، تُعد معدلات السداد مقدماً حساسة بالنسبة لأسعار الفائدة في السوق.

Prepayment Risk

مخاطر السداد مقدماً

يقصد بها مخاطر تأخر ربح الاستثمار سلبياً إذا تم سداد كل أو بعض المبلغ الرئيسي المستثمر قبل الموعد المقرر أو أسرع مما هو متوقع. وبوجه عام، يمكن أن تشمل مخاطر السداد مقدماً خطر التمديد الذي يتعلق بسداد المبلغ الأساسي بشكل أبطأ مما هو متوقع.

Pricing

التسعير

يقصد به عملية تحديد الكوبون والسعر للأوراق المالية قبل إصدارها. وبوجه عام، يجب أن يساوي سعر أي سند مالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة أن يحققها. وبسبب تأخر توقيت تحقق التدفقات النقدية بالمعدل الذي يتم به سداد الأصول الضامنة مقدماً في سياق عملية

200% PSA

سرعة الدفع المقدم بنسبة 200%

يقصد بها سيناريو الدفع المقدم الذي يفترض أن يتم من خلاله سداد الدفعات المقدمة في سرعة تعادل ضعف السرعة التي يتم فيها السداد وفقاً للمؤشر المرجعي لسيناريو الدفع المقدم للرهن. ووفقاً لسيناريو سرعة الدفع المقدم بنسبة 200%، يفترض أن يبلغ معدل الدفع المقدم الشهري 0.4% في السنة في الشهر الأول عقب الإصدار، وأن يزيد بنسبة 40 نقطة أساس في السنة كل شهر لفترة الثمانية والعشرين شهراً التالية. وبدءاً من الشهر الثلاثين بعد الإصدار، يفترض أن يستقر معدل الدفع المقدم الشهري بنسبة 12% في السنة ويظل عند تلك النسبة طوال الفترة الخاصة بمجمع الرهونات الذي يطبق عليه السيناريو.

R

Rated Securities

الأوراق المالية المصنفة

يقصد بها الأوراق المالية التي يتم تحديد التصنيف الائتماني الخاص بها من قبل وكالة متخصصة بالتصنيف.

Receivables

حسابات مديونية

مصطلح عام يشير إلى التدفقات النقدية المرتبطة بأصل القرض وبالفايدة، والتي تتحقق من خلال أحد الأصول بحيث تكون واجبة السداد (وتكون بالتالي حسابات مديونية) إلى مالك ذلك الأصل.

Protection Buyer

مشتري الحماية

في عمليات مالية مثل مبادلات الائتمان المعجبة، يقصد به الطرف الذي يقوم بتحويل الخطر الائتماني المرتبط بأصول معينة إلى طرف آخر مقابل سداد الأموال التي تعد فسطاً يتم دفعه مسبقاً.

Protection Seller

بائع الحماية

في عمليات مالية مثل مبادلات الائتمان المعجبة، يقصد به الطرف الذي يقلل الخطر الائتماني المرتبط بأصول معينة. ويقوم بائع الحماية بسداد دفعات الحماية الائتمانية إلى مشتري الحماية، إلى الدرجة التي يتم بها تحمل خسارة في الأصول تزيد عن مبلغ معين.

100% PSA

سرعة الدفع المقدم بنسبة 100%

يقصد بها المؤشر المرجعي لسيناريو الدفع المقدم للرهن. ووفقاً لهذا السيناريو، يفترض أن يبلغ معدل الدفعة المقدمة الشهرية 0.2% في السنة في الشهر الأول بعد الإصدار، وأن يزيد بنسبة 20 نقطة أساس في السنة كل شهر لفترة الثمانية والعشرين شهراً التالية. وبدءاً من الشهر الثلاثين بعد الإصدار، يفترض أن يستقر ذلك المعدل بنسبة 6% في السنة ويظل بتلك النسبة طوال الفترة الخاصة بمجمع الرهونات الذي يطبق عليه السيناريو.

ولكن يتم تصميم العديد منها بحيث تزيد بمرور الوقت باستخدام التدفقات النقدية الزائدة المتاحة بعد سداد الدفقات للمستثمرين.

Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)

الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني (RMBS) تعد هذه الشكل الأساسي الأول لعملية التوريق. وتتضمن هذه الأوراق المالية إصدار دين يتم ضمانه من خلال مجمع متجانس من قروض الرهونات التي تم ضمانها بموجب ممتلكات عقارية سكنية.

Resolution Trust Corp. (RTC)

هيئة الأمانة المسؤولة عن اتخاذ القرارات (RTC) تعد هذه ذراعاً للحكومة الأمريكية تم إنشاؤها لتصفية الأصول الخاصة بمؤسسات الادخار والإقراض التي فشلت في أواخر الثمانينات.

Reverse Mortgage Loan

قرض الرهن العكسي

يقصد به قرض مضمون برهن عقار سكني بدون حق الرجوع بحيث لا يستلزم سداد أية مبالغ طالما أن المقرض يستخدم العقار الضامن للقرض كمسكن رئيسي له.

Reinvestment Risk

مخاطر إعادة الاستثمار

يقصد بها المخاطر بأن يتأثر العائد على الاستثمار بشكل سلبي إذا كان سعر الفائدة الذي يمكن به إعادة استثمار التدفقات النقدية المؤقتة أقل من المتوقع.

Representations and Warranties

التوضيحات والضمانات

هي البنود الواردة في اتفاقية يؤكد فيها طرف أو أكثر من طرف في الاتفاقية على وقائع معينة، ويوافقون على أنهم في حال عدم صحة تلك البيانات سيقومون باتخاذ الخطوات اللازمة لضمان صحة البيانات وإلا يلتزمون بتعويض الأطراف الأخرى في الاتفاقية بسبب عدم صحة البيانات المذكورة. وفي سياق عملية التوريق، من المعتاد أن تغطي البنود الخاصة بالتوضيحات والضمانات حالة الأصول وجودتها في وقت تحويل ملكيتها من المنشئ إلى المنشأة ذات الغرض الخاص SPE أو إلى وسيط يقوم بالتحويل. وتحدد البنود أيضاً الإجراءات العلاجية المتاحة للمنشأة ذات الغرض الخاص أو للوسيط المحوّل في حال اكتشاف عدم صحة أي من التوضيحات فيما بعد.

Reserve Account

حساب الاحتياطي

هو حساب ممول متاح للاستخدام من قبل منشأة ذات غرض خاص لغرض معين أو أكثر. وغالباً ما يتم استخدام حساب الاحتياطي كشكل من أشكال التعزيز الائتماني. وتعرف أيضاً بعض حسابات الاحتياطي باسم "حسابات هامش الربح". وعملياً، يتم تمويل كافة حسابات الاحتياطي جزئياً على الأقل في بداية التعاملات المالية ذات الصلة.

Rule 144A

القاعدة 144أ

يقصد بها قاعدة هيئة الأسواق والأوراق المالية التي تقدم إعفاء من متطلبات التسجيل لدى هيئة الأوراق والأسواق المالية المذكورة في قانون الأوراق المالية الأمريكي لعام 1933. وبشكل فاعل، تسمح القاعدة 144أ للمستثمرين من المؤسسات المؤهلة بالمتاجرة بالأوراق المالية التي يتم طرحها سراً بدون الالتزام بمتطلبات فترة امتلاك معينة، مما يؤدي إلى زيادة سيولة تلك الأوراق المالية بشكل كبير.

S

Scheduled Interest

الفائدة المقررة

هي مبلغ الفائدة مستحقة الدفع في نهاية الفترة الحالية.

Scheduled Principal

أصل القرض المقرّر

هو مبلغ أصل القرض المقرّر أن يتم سداه في نهاية الفترة الحالية.

"Schuldschein" or "Schuldscheindarlehen"

القروض الألمانية المدعومة بسند دين (Schuldschein)

Revolving Period

فترة متجددة

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

Risk-Asset Ratio

نسبة المخاطر إلى الأصول

يقصد بها (كما هو محدد من خلال قواعد كفاية رأس المال الخاصة ببنك التسويات الدولية (BIS) النسبة التي تحدد الحد الأدنى لمبلغ رأس المال الذي يجب أن تحتفظ به أي جهة خاضعة للقواعد التنظيمية مقابل وحدة من وحدات الأصول. وتتفاوت تلك النسبة وفقاً للخطر المعروف للأصل - وتبلغ نسبة قروض الرهونات العقارية التجارية 1.0 (أي أنه يلزم توفر كامل المبلغ الذي يحدده بنك التسويات الدولية كحد أدنى) في حين أن الرهونات العقارية السكنية ذات نسبة خطر أقل وبالتالي تتطلب 50% من الحد الأدنى المشترط لرأس المال (أي تكون نسبة المخاطر إلى الأصول 0.5).

Risk-Weighting

ترجيح المخاطر

هي عملية تصنيف الأصول على أساس درجة المخاطر التي تستتبعها.

Risk-Weighting Bucket

عامل ترجيح المخاطر

هي فئة لترجيح المخاطر يتم تعريفها بأنها تشمل على الأصول التي تتضمن درجة مماثلة من المخاطر.

Second-Lien Mortgage Loan

قرض مضمون بامتياز عقاري من الدرجة الثانية
هو قرض مضمون برهن عقاري أو سند الثماني، يكون أدنى
مرتبة من رهن عقاري آخر أو سند الثماني آخر.

Secured Debt

دين مضمون

يقصد به الاقتراض الذي يتم جزئياً على أساس ضمان يتعهد به
المقرض نحو المقرض.

Secured Loan

قرض مضمون

يقصد به نوع من الدين المضمون على شكل قرض.

Securities and Exchange Commission (SEC)

هيئة الأسواق والأوراق المالية (SEC)

هي وكالة تابعة للحكومة الأمريكية ومفوضة بإصدار قواعد
تنظيمية وتطبيق أحكام قوانين الأوراق المالية الفيدرالية
ولوائحها، بما فيها اللوائح التي تحكم الإفصاح عن المعلومات التي
يتم تقديمها فيما يتعلق بعرض الأوراق المالية للبيع إلى الجمهور؛
وهي أيضاً مسؤولة عن تنظيم المتاجرة بتلك الأوراق المالية.

Securitization

عملية التوريق

يقصد بها إصدار الأوراق المالية مدعومة بأصول معينة.

هي القروض التي تتم في السوق الألمانية المحلية والتي يتم إقرارها بسند
دين.

Seasoning

عمر الأصول

هو مصطلح يستخدم للإشارة إلى عمر الأصول التي يتم تحويلها إلى
أوراق مالية؛ وهو يعد مفيداً كإشارة إلى المدة التي يستغرقها المتعهد في
سداد الدفعات المستحقة وفي أداء التزاماته الأخرى فيما يخص الأصول
قبل تحويلها إلى أوراق مالية.

Secondary Market

السوق الثانوية

يقصد بها سوق يتم فيها إعادة المتاجرة بالأوراق المالية الحالية (بعكس
السوق الأولية التي يتم فيها بيع الأصول أولاً من قبل الجهة التي قامت
بإنشاء تلك الأصول)؛ ومن المعتاد أن تتم المتاجرة بتلك الأوراق المالية
بين المستثمرين من خلال وسيط، مثل بورصة منظمة كبورصة
نيويورك NYSE وبورصة أميكس Amex وبورصة نازداك
Nasdaq.

Secondary Mortgage Market

سوق الرهونات الثانوية

هي سوق للشراء والبيع والمتاجرة بقروض الرهونات الفردية والأوراق
المالية المضمونة بالرهن العقاري MBS.

Special-Purpose Entity (SPE)

منشأة ذات غرض خاص (SPE)

يقصد بها منشأة ذات غرض خاص بعيدة عن خطر الإفلاس (سواء في شكل هيئة أو مؤسسة أو شركة توصية أو شركة ائتمانية أو شركة ذات مسؤولية محدودة أو أي شكل آخر) بحيث تفي بمعايير الغرض الخاص المأخوذة بعين الاعتبار من طرف مؤسسة ستاندرد أند بورز.

Sponsor

الضامن

يقصد به الجهة التي تضمن عملية التوريق، إما لأنها هي منسئ الأصول التي يتم تحويلها إلى أوراق مالية أو لأنها كانت تملك تلك الأصول مباشرة قبل تحويلها إلى أوراق مالية.

Stated Maturity

تاريخ الاستحقاق المحدد

يقصد به التاريخ النهائي الذي يجب فيه سداد الورقة المالية لتجنب حدوث إخفاق أو قصور. وفي سياق عملية التوريق، يتم حساب تاريخ الاستحقاق المحدد بافتراض عدم وجود دفعات مقدمة وبأن فترة الاستحقاق المتبقية للأصول الضامنة هي أطول فترة ممكنة. ويتم اشتراط تاريخ الاستحقاق المحدد على الأوراق المالية التي يتم إصدارها فيما يتعلق بعمليات التوريق، وذلك لأسباب قانونية وتنظيمية ولا يرتبط إلا قليلاً بتحليل الاستثمار (برجى الرجوع أيضاً إلى تاريخ الاستحقاق المتوقع ومتوسط الأجل).

Security

الورقة المالية

يقصد بها الأصول التي تعد ذات قيمة بالنسبة لكل من المقرض والمقرض والتي يربطها المقرض للمقرض من أجل ضمان وفاء المقرض بالتزاماته بموجب اتفاق القرض المبرم بينهما. ويحق للمقرض استخدام الأصول لاسترداد كل أو بعض الأموال التي يدين بها المقرض في حال إخفاق المقرض في السداد.

Senior/Junior

الدرجة الأولى/ الثانية

هو هيكل سائح لعمليات التوريق يوفر تعزيزاً ائتمانياً لفئة واحدة أو أكثر من الأوراق المالية من خلال تصنيفها إلى فئات من الدرجة الأولى وأخرى من الدرجة الثانية. وبوجود تلك العلاقة بين تلك الفئات، يطلق على الفئات من الدرجة الأولى في أغلب الأحيان اسم "الأون من الفئة أ" أما الفئات من الدرجة الثانية (أو التابعة) فيطلق عليها "الأون من الفئة ب".

Servicer

المحصل

يقصد به المؤسسة المسؤولة عن تحصيل الدفعات الخاصة بالقروض من مختلف المقرضين وعن تحويل إجمالي المبالغ التي يتم استلامها إلى صاحب أو أصحاب القروض.

Structured Investment Vehicle (SIV)

أداة الاستثمار المنظم (SIV)

هو نوع من المنشآت ذات الغرض الخاص SPE التي تقوم بتمويل شراء أصولها والتي تتضمن في المقام الأول أوراقاً مالية ذات تصنيف مرتفع، من خلال إصدار أوراق تجارية CP وأنون متوسطة الأجل MTN. وفي حال حصول إخفاق/ قصور من أداة الاستثمار المنظم، قد يتوجب تصفية مجمع الأصول الخاص بها؛ وبالتالي، فإن تصنيف مؤسسة ستاندرد أند بورز لإحدى أدوات الاستثمار المنظم يبيّن المخاطر المرتبطة بالندهور الائتماني المحتمل في المحفظة الاستثمارية وكذلك مخاطر القيمة السوقية المرتبطة ببيع الأصول.

Structuring Bank

البنك المنظم

هو بنك الاستثمار المسؤول عن تنسيق تنفيذ عملية التوريق فيما يختص بالمنتسقي/ العميل، ومكاتب المحاماة المختلفة، ووكالات التصنيف، وأطراف ثالثة أخرى. ومن المعتاد أن يقوم البنك المنظم بأداء مهام دقيقة لا بدّ منها فيما يختص بالأصول التي يتم تحويلها إلى أوراق مالية وفيما يختص بقدرة المحصل. وتتضمن تلك المهام تحديد المعلومات السابقة وفي أغلب الأحيان مراجعة حسابات الأصول. ويعد البنك المنظم مسؤولاً أيضاً عن تطوير الهيكل القانوني للعملية/ الصفقة التي يجب توثيقها وعن تعريف الأمور المحاسبية ومسائل الضرائب واتخاذ القرارات بشأنها. وفي حال بروز مسألة عامة، يشرف ذلك البنك على إعداد مذكرة معلومات أو تقديم نشرة دورية يتم استخدامها لعرض وإدراج الأوراق المالية ذات الصلة. كما يضمن البنك المنظم تقيّد

Static Pool

مجمع أصول مستقر

يقصد به مجمع أصول مكون من أصول تم إنشاؤها فقط خلال فترة زمنية محددة، ومن المعتاد أن تكون تلك الفترة شهراً أو ثلاثة أشهر.

Stress Testing

اختبار الإجهاد

يقصد به الإجراء المستخدم من قبل مؤسسة ستاندرد أند بورز Standard & Poor's لتقييم ما إذا كانت الأصول التي سوف تشكل ضماناً احتياطياً لعملية التوريق يرجح أن ينتج عنها تدفقات نقدية كافية تحت ضغط سيناريوهات اقتصادية مختلفة لسداد الدفعات المستحقة عن أصل القرض والفائدة الخاصة بالأوراق المالية ذات الصلة. وتتضمن السيناريوهات بوجه عام سيناريو "أسوأ حالة" وهي تقدم إشارة إلى ما إذا كان الهيكل المقترح للتعزير الائتماني ومستواه كافيين لتحقيق تصنيف ائتماني معين لبعض أو لكل فئات الأوراق المالية المختلفة التي تم إصدارها فيما يختص بالعملية/ الصفقة المالية. (يرجى الرجوع أيضاً إلى متوسط تكرار حبس الرهونات المرجح WAFF ومتوسط خطورة الخسائر المرجح WALS).

Structured Finance

التمويل المنظم

هو نوع من التمويل الذي يفترض أن تعتمد جودة الثمن الدين فيه على ضمان مباشر من جهة ذات أهلية ائتمانية أو على جودة ائتمان الأصول الخاصة بالمدين، سواء بتعزيز ائتماني أو بدونه، وليس بالاعتماد على المقدرة المالية للمدين نفسه.

Subrogation

الإحلال

يقصد به أن يُمنح أحد الأطراف (و غالباً ما يكون ذلك الطرف شركة تأمين) الحق القانوني لطرف آخر في تحصيل أحد الديون من طرف ثالث أو رفع دعوى ضده.

Swap

المبادلة

هو اتفاق يتفق فيه طرفان ممثلان على مبادلة تيار تدفقات نقدية بتيار آخر. ويمكن أن يتضمن ذلك مبادلات سعر الفائدة أو مبادلات العملة أو مبادلات لتغيير مواعيد الاستحقاق أو العوائد الخاصة بمحفظة سندات استثمارية.

Swap Provider

مقدم خدمة المبادلات

يقصد به الطرف الذي يقوم بتحرير عقد مبادلة. و غالباً ما يتم استخدام المبادلات في عمليات التوريق للوفائية من عدم التوافق بين الأصول والأوراق المالية. وقد يرتبط عدم التوافق بنوع الفائدة (ثابتة أو عائمة) أو بموشر الفائدة أو بنوع العملة أو بمدة الاستحقاق أو بخلط مما ذكر.

وبما أن الطرف الذي يقوم بعملية المبادلة يدخل في عملية/ صفقة مع إحدى المنشآت ذات الغرض الخاص، فإنه لا حق له بأي قيمة تتجاوز قيمة الأصول الضامنة للعملية/ الصفقة لتغطية تكاليف الكسر المحتمل أو النفقات غير المتوقعة الناتجة عن مخاطر غير تجارية (مثل فرض ضريبة الدخل المحتبسة). ولن تسمح مؤسسة ستاندر أند بورز بأن يتم إصلاح الخسائر التي يتم تكبدها نتيجة

العملية/ الصفقة بالمتطلبات التنظيمية المحلية، إن وجدت (مثل الحصول على موافقات من قبل أي لجنة بنكية ذات صلة أو من إحدى سلطات الإدراج).

Subordinated Class

فئة تابعة

هي فئة من الأوراق المالية تكون الحقوق المرتبطة بها تابعة للحقوق المرتبطة بفئات أخرى من الأوراق المالية الصادرة فيما يتعلق بنفس العملية/ الصفقة. ومن المعتاد أن ترتبط التبعية بحقوق حاملي الأوراق المالية في استلام دفعات خدمة الدين الموعودة، ولا سيما في الظروف التي لا تتوفر فيها تدفقات نقدية كافية لسداد المبالغ الموعودة إلى حاملي الأوراق المالية من كافة الفئات، ولكن يمكن أن تتعلق أيضاً بحق حامل الإذن/ السند في التصويت على المسائل المرتبطة لتسجيل العملية/ الصفقة.

Subordinated Debt

دين تابع

هو الدين الذي يتم تصنيفه بأنه أدنى درجة من دين آخر. ومن المعتاد أن يتم سداد الدين التابع بعد سداد المبالغ المستحقة حالياً (أو المستحقة سابقاً) إلى أصحاب الدين من الدرجة الأولى قبل سداد المبالغ المستحقة حالياً (أو المستحقة سابقاً) إلى أصحاب الدين التابع.

Subprime Mortgage Loan

قرض برهن عقاري أقل من الممتاز

هو قرض مضمون برهن عقار سكني من الدرجة الأولى أو الثانية يتم تقديمه إلى مقرض له سجل سابق في التأخر في السداد أو في التعرض لمشاكل ائتمانية أخرى.

T

Thrift

مؤسسة ادخار

هي مؤسسة مالية أمريكية تُعد أكثرها شعبية مؤسسات الادخار والإقراض وبنوك الادخار. وبصورة تقليدية، فإن هذه المؤسسات التي تخضع لقواعد تنظيمية تقدم قروضاً مضمونة برهن عقاري وقروضاً استهلاكية، كما تعمل بطريقة مماثلة لطريقة مؤسسات التمويل العقارية في المملكة المتحدة.

Trigger Event

حدث مؤثر

فيما يخص عملية التوريق، يقصد به وقوع حدث يشير إلى تدهور الحالة المالية للمصدر أو لطرف آخر مرتبط بالعملية/ الصفقة. وعادة يتم تعريف هذه الأحداث في وثائق العملية/ الصفقة وكذلك التغييرات في هيكلية العملية/ الصفقة و/ أو أولوية المدفوعات التي يتم التكاليف بإجرائها عقب وقوع ذلك الحدث.

Trophy Asset

أصل متميز

يقصد به عقار تجاري كبير يتمتع بشعبية مرتفعة نظراً لعدة أسباب مثل موقعه المتميز وأصحابه البارزين والمستأجرين المتميزين، وفي أغلب الأحيان تصميّمه الملفت للنظر.

لذلك الأحداث قبل سداد المدفوعات إلى المستثمرين. ويتوجب التقيّد بقواعد معقدة لتحقيق مبادلات متوافقة مع عملية التصنيف بالنسبة لكل من الأمور الخاصة بعملية التوريق وكذلك تصنيف مقدم خدمة المبادلات. ومن غير المستغرب أن يقوم مقدم خدمة المبادلات بالدخول في ترتيبات متناوبة مع المنشئ بحيث يحمي مقدم خدمة المبادلات نفسه من التعرض للمخاطر. ويتضمن ذلك أن يقوم مقدم خدمة المبادلات بإبرام اتفاق مع المنشئ الذي قام مسبقاً بعملية الأصول في الميزانية العمومية لحساباته (بشرط الحصول على موافقة مسبقة من مدققي الحسابات). وفي حال عدم إبرام ترتيبات متناوبة، قد يتم فرض علاوة مخاطرة إضافية من قبل مقدم خدمة المبادلات للأخذ في الاعتبار تكلفة وقاية موقعه في عملية المبادلة.

Synthetic Securities

الأوراق المالية التركيبية

هي الأوراق المالية المصممة لتعديل التدفقات النقدية التي تحققها الأوراق المالية للأصول الضامنة والتي يعتمد تصنيفها في المقام الأول على الأهلية الائتمانية للأوراق المالية للأصول والعملة أو على مبادلات سعر الفائدة أو على اتفاقات أخرى مماثلة.

Synthetic CDO

النزام الدين المضمون التركيبي

هي عملية/ صفقة خاصة بالنزام الدين المضمون CDO يتم فيها إنفاذ تحويل المخاطر من خلال استخدام المشتقات الائتمانية، بعكس عملية بيع حقيقية للأصول.

التفقات الأخرى بالإضافة إلى تعويض تفضيلي لتغطية كافة التكاليف والتفقات غير المتوقعة.

U

Underwriter

ضامن الاكتتاب

يقصد به أي طرف يقبل التعرض للمخاطر. وفي سياق أسواق رأس المال، يقصد به المتعامل بالأوراق المالية الذي يلتزم بشراء كل أو بعض الأوراق المالية التي يتم إصدارها بسعر معين. إن وجود ذلك الالتزام يمنح المصدر تأكيداً بأن الأوراق المالية سيتم طرحها، كما يحدد سعرها. وبالتالي، يتحمل ضامن الاكتتاب مع المستثمرين مخاطر السوق الخاصة بطرح الأوراق المالية التي تم إصدارها من جديد، ومقابل ذلك يفرض رسماً عن ضمان الاكتتاب.

W

Weighted-Average Cost of Funds

متوسط التكلفة المرجح للأموال

يقصد به متوسط المعدل المرجح للعائد الذي يجب على المصدر أن يعرضه على المستثمرين بخصوص مجموعة من الأموال المقترضة والاستثمارات الأسهم العادية. ويسار إليه أيضاً باسم "متوسط التكلفة المرجح لرأس المال".

True Sale Opinion

رأي عن عملية بيع حقيقية

فيما يخص عملية التوريث، يقصد به رأي مستشار قانوني بأن الأصول التي يتم تحويلها إلى أوراق مالية قد تم تحويل ملكيتها من المنشئ إلى المنشأة المصدرة ذات الغرض الخاص وبأسلوب يعد متقابلاً مع المنشئ ومع أي من الدائنين التابعين للمنشئ وأي مسؤول إفلاس تابع للمنشئ، وأن الأصول التي تم تحويل ملكيتها لن تشكل جزءاً من شركة الإفلاس الخاصة بالمنشئ أو تخضع لأي أحكام سارية فيما يتعلق بإرجاء تلقائي أو فرار بتأجيل دفع الديون المستحقة.

Trustee

أمين الاستثمار

هو طرف ثالث يكون في أغلب الأحيان شركة ائتمانية متخصصة أو جزءاً من بنك، ويتم تعيينه للعمل بالنيابة عن المستثمرين. وفي حالة عملية التوريث، يتم تكليف الأمين بمسؤولية الوصول لقرارات رئيسية معينة قد تنشأ خلال فترة سريان العملية/ الصفقة. قد يتضمن دور الأمين أيضاً الاحتفاظ بضمان للأصول التي يتم تحويلها إلى أوراق مالية، والتحكم بالتدفقات النقدية. ويسلزم في أغلب الأحيان تعيين أمين مستقل لإدراج الأوراق المالية المضمونة بأصول ABS. هذا ويسلم الأمانة تقارير منتظمة عن أداء الأصول الضامنة للتحقق، على سبيل المثال، مما إذا كانت إجراءات التدفقات النقدية قد تم اتباعها. ومع مراعاة التعويض المناسب وإجراءات الحماية الأخرى، يعد الأمين مسؤولاً أيضاً عن إيجاد محصل بديل عند الحاجة، بالإضافة إلى تولي الإجراءات القانونية بالنيابة عن المستثمرين، وبيع الأصول، حسبما يقتضي الأمر، لسداد المبالغ المستحقة للمستثمرين. ولتمكين الأمين من أداء واجباته وتقديم الأجر المناسب له، فإنه يتلقى بدل أتعاب قبل كافة

في القيمة السوقية للضمان الاحتياطي الذي قد يضمن الأصل. كما يتم استخدام متوسط شدة الخسائر المرجح WALS جنباً إلى جنب مع متوسط تكرار حبس الرهونات المرجح WAFF لتحديد المستوى المتوقع للخسائر في فئات تصنيف مختلفة.

Weighted-Average Maturity (WAM)

متوسط فترة الاستحقاق المرجح (WAM)

يقصد به قياس الفترة المتبقية لاستحقاق مجموعة من القروض، ويتم احتسابه من خلال ضرب عدد الأشهر المتبقية لفترة استحقاق كل قرض في المجموعة، مع الكسر الذي يكون البسط (الصورة) فيه هو الرصيد القائم لأصل القرض ذي الصلة، ويكون المقام (المخرج) فيه هو الرصيد القائم لأصل كامل مجموعة القروض.

Whole Business Securitization

عملية توريق لمؤسسة تجارية بالكامل

عملية التوريق للشركة أو المؤسسة التجارية بالكامل تشير إلى إصدار سندات مضمونة بالمخزون و/ أو الأصول المنتجة لتدفقات نقدية لدى شركة ما. وفي حال المباشرة بإجراءات إسهار إفلاس الشركة أو إعسارها، يجوز عزل الضمان قانونياً لصالح حاملي الأتون/ السندات ويمكن إدارته من قبل مشغل احتياطي، وبالتالي تمديد فترة الضمان على إنتاج تدفقات نقدية لصالح حاملي الأتون/ السندات. وعند إجراء عمليات تعزيز كافية لهيكالية الدين الذي يتم تحويله إلى أوراق مالية، يمكن أن تحقق عملية التوريق تصنيفاً أعلى وفترة أطول للدين (الذي يتم تحويله إلى أوراق مالية) من الدين المضمون أو غير المضمون لإحدى الشركات.

Weighted-Average Coupon (WAC)

متوسط سعر الكوبون المرجح (WAC)

يقصد به "متوسط" سعر الفائدة بالنسبة لمجموعة من القروض أو الأوراق المالية، ويتم احتسابه من خلال ضرب سعر الكوبون المطبق على كل قرض أو ورقة مالية في المجموعة، مع الكسر الذي يكون البسط فيه هو الرصيد القائم لأصل القرض ذي الصلة أو الورقة المالية ذات الصلة، ويكون المقام فيه هو الرصيد القائم لأصل كامل مجموعة القروض أو الأوراق المالية.

Weighted-Average Foreclosure

Frequency (WAFF)

متوسط تكرار حبس الرهونات المرجح (WAFF)

يقصد به النسبة المئوية المقدرة للأصول في مجمع التوريق، والتي يتم الإخفاق في سدادها بموجب سيناريو اقتصادي مصمم لاختبار ما إذا كانت التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من خلال المجمع، بالإضافة إلى التعزيز الائتماني المتاح، كافية لسداد كافة الأوراق المالية التي تم تصنيفها بدرجة معينة أو أعلى. ويستخدم متوسط تكرار حبس الرهونات المرجح WAFF جنباً إلى جنب مع متوسط شدة الخسائر المرجح WALS لتحديد المستوى المتوقع للخسائر في فئات تصنيف مختلفة.

Weighted-Average Loss Severity

(WALS)

متوسط شدة الخسائر المرجح (WALS)

يقصد به متوسط الخسارة المتوقع حدوثها في حال الإخفاق في سداد قيمة أي من الأصول في مجمع التوريق، ويتم التعبير عنه بنسبة مئوية من رصيد الأصل القائم اعتباراً من تاريخ الإخفاق في السداد. ويتم بيان الخسارة المتوقعة بناءً على افتراضات بخصوص الانخفاض المحتمل

قائمة المراجع

1. Cersoli Michelle, ; titrisation gestion financière de la banque ; Eska Paris ; 1992.
2. منير إبراهيم الهندي ، إدارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات المالية ، منشأة المعارف، إسكندرية 2006.
3. التمويل المنظم ، مسرد مصطلحات عمليات التوريق ، منشورات مؤسسة ستاندارد آند بورس على الموقع الإلكتروني : www.standardandpoors.com.
4. محمد عبد السلم عمر ، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاته المعاصرة ، منشورات منظمة الإسلامي على الموقع : www.islamonline.com
5. نصيرة دردر ، التوريق البنكي أداة لجلب السيولة وتحقيق الربح ، دراسات اقتصادية، العدد الثاني عشر ، جامعة الجزائر ، فيفري 2009.
6. Yves,Bernhein ;traité de la comptabilité bancaire ; la revue banque éditeur ;1993.
7. عاطف وليم اندورس، أسواق الوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعية ، إسكندرية ، 2006.
8. صادق راشد الشمري ، إدارة المصارف ، الوراق و التطبيقات العملية ، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان ، 2009.
9. نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول ، بورصتي القاهرة و الإسكندرية على الموقع : www.ABS.Arabic.com
10. مفهوم التوريق (التسنيد) و إصدار سندات على الموقع : www.cafes.com/pdf.
11. التوريق خريطة لمعالجة ديونك إسلاميا على الموقع الإلكتروني <http://www.badlah.com/page-211.html>

Casset, Philippe, de la securitization a la titrisation ; ESKA ; Paris, **.12**
1991.

.13 محمد صالح سالم ، ندوة متخصصة حول التوريق لبنك العقاري الأردني على

الموقع: www.ABJ.ORG.JO.

Atman, Bouzabia ; étude comparative de la technique de titrisation **.14**

France/Etas Unis ; université lumière ; lyon2 ;sur le site :

<http://memoironline.free>.

.15.Granier, Thierry ; aspects juridique et financière ; economica Paris ;
1992.

.16.Jossette ,Peyrad , gestion financière, 2^{eme} edition ; gestion puf, 1998.

.17.Svorons,J.P ;BALE2 et la titrisation ; séminaire BAM RABAT ;2003.

.18.Sobreira,Rogério ; innovation financières et investissement , le cas de
titrisation ,article n°19 ; université Beboek ;2004.

.19 غازي الصوراني، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الاقتصاد العربي على الموقع :

<http://www.aleppeconomics.com/vb/attachment.php>

.20.Muassard ; Marie, offre de crédit, rôle des banques et croissance flach
du service de la recherche économique de NATIXIS, n°387 ; octobre,
2007.

.21.Muassard ; Marie, crédit Crunch, financement des entreprises et
croissance potentiel ;flach de service économique de NATIXI ,n°393
octobre ;2007.

.22.Les publications de l'association d'Economie Financière ; revue
d'économies Financière n°59 sur la titrisation en Europe ; 2003.

.23.Antoine Pontaleon, Titrisation des prêts et créances bancaires dans
l'espace de l'union monétaire, ouest Africaine, CESAG , octobre,2007.

.24 عصام رند الصواري ، شركة رساميل على الموقع : www.rassameel.com

.25.Bassa.M ; document sur le séminaire international sur l'hypothèque et
les suretés réelles ; SGCI, février, 2000

.26.la loi n°86-07 du 04/03/1986 relative a la promotion immobiliere.

27. وليد وحداني ، السياسة السكنية في الجزائر بعد الإصلاحات على الموقع :
<http://www.omranet.com/vb/shortgread-php?t=28388>
28. <http://forum-law-dz.com/index.php?shotopic=5505>
29. <http://www.cosob.org/les-emeteurs-srh.html>
30. مشاريع و اقتراحات القوانين المحالة على اللجنة المالية و الميزانية على الموقع: <http://www.apn-dz.org/apn/arabic/projet-lois-comm/pro-finance>.
31. قرار المؤرخ في 12 صفر عام 1427هـ الموافق لـ 12 مارس سنة 2006.
32. عبد الرحيم بن صمايل السلمي ، الدلالات الفكرية للأزمة المالية العالمية 2008 على الموقع الإلكتروني: www.saaid.net/arabic/214htm
33. طيب بوعزة ، نقد الليبرالية ، مجلة البيان رقم 109 ، السعودية ، 2009.
34. عرفات تقني الحسن ، التمويل الدولي ، دار مجلاوي للنشر ، عمان 1999
35. André, Orleon : <http://rationalitélimitée-wordpress.com>.
36. F.S.Mishkin ; le role de l-information dans les crises financiere et bancaire ; revue problèmes économiques n°2541-2542 du 05 novembre 1997.
37. هل عجمي جميل ، الأزمات المالية ، مفهومها مؤشرات وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة ، مجلة جامعة دمشق ، المجلد التاسع عشر ، العدد الأول ، 2003.
38. أحمد طلفاح ، الأزمات المالية و أزمات سعر الصرف و أثرها على التدفقات المالية ، الكويت ، المعهد العربي للتخطيط ، 2005.
39. عبد المطلب عبد الحميد ، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية - أزمة الرهن العقاري الأمريكية ، دار الجامعية ، اسكندرية ، 2009.
40. إبراهيم عبد العزيز النجار ، الأزمة المالية العالمية و إصلاح النظام المالي العالمي ، دار الجامعية ، إسكندرية ، 2009.
41. P, Darvisent ; échanges et finances international, les acteurs ; la revue banque éditeur ; 1998.
42. J, Leonard ; les mouvement internationaux des capitaux ; economica ; 1997.
43. A. Cartapanis ; Turleulence et spéculation dans l'économie mondial ; economica ; paris ; 1996.

- 44.P, Chalmin ; les limites du miracle Asiatique ;in problèmes économiques ;revue n°2559 ; mars 1998.**
- 45.عبد المجيد قدي ، الأزمة المالية الراهنة و تداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة –حالة الجزائر-الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا ، فندق الأوراسي، الجزائر 08-09 ديسمبر 2009.**
- 46.<http://criseusa.blog.lemonde.fr/2009/06>.**
- 47.Patrick, Artus ; Quel reformes pour le secteur financier ; flach de la recherche économique de NATIXIS ;n°457 ;2008.**
- 48.Pau l,Jorion ; la contribution de l’immobilier a la précarité des ménages , vers la crise de capitalisme Américaine ; sur le site : www.senat.fr.**
- 49.حسن عبد المطلب الأسرج ،الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية، دراسات اقتصادية ،العدد الثالث عشر، جامعة الجزائر ،2009.**
- 50.Crise en trois temps ; sur le site : http://www.daily_bourse.fr/analyse-la-crise-en-trois-temps**
- 51.Tobias, Adrian ; le système bancaire parallèle : implication pour la régulation financière ; revue de stabilité financière n°13 ; banque de France ; septembre ; 2009.**
- 52.patrick Artus ; credit crunch, financement des entreprises et croissance potentielle**
- 53.عبد الكريم قندوز ، الأزمة المالية و استراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية ، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية ، خميس مليانة 0،-06 ماي 2009.**
- 54.كمال أيت زيان ، التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية –أزمة الرهن العقاري- الملقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية ، خميس مليانة 05-06-06 ماي 2009.**
- 55.عبد الرحمان تومي ، قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة ، دراسات اقتصادية ، العدد الثالث عشر ، الجزائر ، سبتمبر 2009.**

- 56.**D'Arvisenet ;Philippe , economie international (la place de la banque),edition dunod, 1999.
- 57.**L.Miotti ; libération financière spéculation et crises bancaires in économie internationale ; la revue de CEPII n°85 ; 2001.
- 58.**Damon,Jean, stratégies et gestion de bilan , economica ; Paris ;1998.
- 59.**سامر مظهر قنطجي ،ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية ، دار النهضة، سورية ،2008.
- 60.**<http://economie-analysesactualist-opinion-over-blog.com>.
- 61.**زياد صالح، المسببات الحقيقية للأزمة المالية العالمية على الموقع www.economy.alhaqaeq.net.
- 62.**<http://www.oboulo.com/apport-produits-derivés-couvertures-echange-taux>.
- 63.**D.Flouzart ;economie contemporaine ;les phénomène monetaire , edition puf ; 1997.
- 64.**F.Teulon ; les marchés des capitaux ; edition sevil.
- 65.**سامي ابن إبراهيم السويلم ، الأزمة المالية رؤية إسلامية ، الملتقى الدولي الثالث حول ادارة المخاطر في المؤسسات ،الأفاق و التحديات ، جامعة الشلف ،25-26 نوفمبر 2005.
- 66.**<http://www.conseil-economiqueet-social.fr/rapport/doclon>
- 67.**<http://arabic.cnn.com/2008/business/10/16/crisis.low/index.html>
- 68.**Angro Jean Claude, risque de taux d'intérêt et gestion bancaire, édition economica ; paris ; 2000.
- 69.**De coussérgues Sylvie, gestion de la banque ,3^{eme} edition ; edition Dunod, Paris ;1996.
- 70.**يوسف أبو فارة ، مداخلة بعنوان ملامح الأزمة المالية العالمية عام 2008 و انعكاسات على الدول النامية، الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا ، فندق الأوراسي (الجزائر) 08-09 ديسمبر 2009.
- 71.**مسعود مجيبة ، مداخلة بعنوان هل الممولة هي سبب الأزمة المالية و الإقتصادية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا ، فندق الأوراسي (الجزائر) 08-09 ديسمبر 2009.

72. Frederic, Lavenir ; impact de la crise financière sur les banques ; sur le site : <http://www.mouvement-europeen.eu>.
73. <http://fr.wikipedia.org/wiki/cac40>.
74. [www.2006-2009daily-bourse.fr\(13/01/2010\)](http://www.2006-2009daily-bourse.fr(13/01/2010))
75. IMF estimates in world economic outlook ; databasa ; april 2008.
76. Noel, Uri ; la nouvelle économie Américaine, la relation finance-croissance, une réussite américaine, quelles leçons pour l'Europe ? compte rendu de la réunion de la confrontation Europe ; sur le site : <http://www.confrontation.org>.
77. Philippe, Herzog ; la nouvelle économie Américaine, la relation finance-croissance, une réussite américaine ,quelles leçons pour l'Europe ?;compte rendu de la réunion de la confrontation Europe ; sur le site :<http://www.confrontation.org>
78. Anton ,Brender ; la nouvelle économie Américaine, la relation finance-croissance, une réussite américaine ,quelles leçons pour l'Europe ?;compte rendu de la réunion de la confrontation Europe ; sur le site :<http://www.confrontation.org>.
79. Natacha, Aveline ; la titrisation , un danger pour l'Asie ; <http://www.creg.ac-versailles.fr/spip.php>
80. David, Brooks ; the formerly middle class ; the newyork times, 17 november2008 ; <http://claudlafleure.qc.ca/carnet>.

81. حازم البلاوي ، الأزمة المالية العالمية ، محاولة للفهم على الموقع الإلكتروني

www.iid.alraaid.de/arabish/alwab/article/2008:

82. منتدى التمويل الإسلامي ، الأزمة المالية العالمية و تأثيرها على الاقتصاد العالمي على

الموقع : <http://islamfine.org-forum.net/mountada-f47/topic-t=2581.html>

83. محمد زيدان ، حبار عبد الرزاق ، مداخلة بعنوان دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة مع اشارة خاصة لدول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا، الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا.

84. محمد لكصاسي ، تطورات الوضعية المالية و النقدية في الجزائر على

الموقع : www.bank_of_algeria.dz

85. علي خان، أزمة النظام المالي العالمية فرصة مواتية لتعزيز التمويل الإسلامي على الموقع:

<http://www.saaid.net/arabic/214.html>

86. صالح كامل، 10 أعوام من الإقناع للدخول المصرفية الإسلامية إلى فرنسا على الموقع

[http://isegs.com/forum/showthread.php?t=3418:](http://isegs.com/forum/showthread.php?t=3418)

87. عبد الرحمن معزیز ، في خضم الأزمة الاقتصادية العالمية ، الاقتصاد الإسلامي قادر على

مواجهة الأزمات على الموقع: <http://www.badlah.com/page-948.html>

88. Michel Agliette, crise 2008 pire vraiment ? il y'a de quoi avoir peur , sur le site : <http://www.lexpress.fr>

89. <http://www.imf.org/external/arabic/index.htm>

90. راند شوقي الحمامصي ، ماهية النظام العالمي الجديد على الموقع:

<http://alnahrain.org/vb/t11554.html>

91. عماد فوزي شعبي ، ملامح الأفق ، النظام السياسي العالمي الجديد سيرورة التشكل من

: <http://alnahrain.org/vb/t=11554.html>

92. Frtederic, Lordon ; quatre principales et neuf proposition pour en finir avec la crise financiere ; <http://blog-mondediplo.net/2008-04-23>

93. www.times.com.

94. حازم البلاوي ، نظام النقد الدولي ، الجانب المجهول من كينز . جريدة الأهرام على الموقع :

<http://social.subject-line.com/mountada-f34/topic-t576.htm>

95. القرآن اكريم

96. أحمد علاش ، النشاط المصرفي بدون فوائد ، أسلوب المشاركة نموذجا ، الملتقى الدولي الثاني

حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية ، خميس مليانة ، 05-06 ماي 2009.

97. أحمد علاش ، محفزات النشاط الاقتصادي في الإسلام، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ،

2006-2005.

98. <http://www.kantakji.com/figh/files/markets/000019.doc>