

نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث (دراسة وصفية تحليلية)

The securitization system as a source of financing in the modern economy (Analytical descriptive study)

د. سعيد سيف السبوسي¹

القبول: 2019/1/4

الاستلام: 2018/11/30

ملخص: يظطلع نظام التوريق من خلال الدول التي تعتبره مصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث شأنه شأن التمويل من خلال حقوق الملكية عن طريق الموازنة العامة للدولة أو التمويل بالأوراق المالية أو التمويل الذاتي من خلال الأرباح المحتجزة والاحتياطيات أو مجمع الإهلاك أو التمويل بالقروض، بدور اقتصادي هام في دفع عجلة النمو والتطور الاقتصادي إلى الأمام.

حيث يؤدي إلى خلق قيمة مضافة تتمثل في تشجيعه للمشروعات المرتبطة به على التخصص مستخدمة في ذلك ميزتها التنافسية، لا سيما وأن نظام التوريق يقتضي الفصل بين تمويل القرض وإنشائه وخدمته وتحمل مخاطره، ومن ثم يتخصص كل مشروع في جانب من هذه الجوانب وبذلك تتسع دائرة الأنشطة الاقتصادية على مستوى الدولة

الكلمات المفتاحية: التوريق، توريق الديون، الأزمات المالية، الأسواق المالية، التنمية الاقتصادية.

رموز JEL: G01, G32.

Abstract : The securitization system through countries that it regards as a source of financing in the modern economy, as well as financing through property rights through the state budget, finance in securities, self-financing through retained earnings, reserves, depreciation or loan financing, plays an important economic role in Drive economic growth and development forward.

It creates an added value in encouraging the associated projects to specialize, using their competitive advantage. The securitization system requires the separation of financing, construction, service and risk. Each project is specialized in one of these aspects. At the state level.

Keywords: Securitization, debt securitization, financial crises, financial markets, economic development..

(JEL) Classification : G01, G32.

¹- EMIRATS ARABES UNIS, alsaboosi2009@hotmail.com.

1. مقدمة:

على الرغم من أن نظام التوريق حديث النشأة نسبياً إلا أنه أصبح ظاهرة تفرض نفسها على أسواق الأوراق المالية، وتمتد آثارها إلى السياسات المالية والنقدية والاقتصادية على المستوى الدولي، ومن ثم فقد أهتم الباحثون في مجال التمويل والاقتصاد والقانون التجاري بهذا النظام، محاولين إبراز أهميته وضبط القواعد المنظمة له¹. ويأتي هذا التناول للموضوع في بحثين رئيسيين يشير أولها إلى مفهوم نظام التوريق وكافة المسائل المرتبطة به أما الثاني فيشير إلى أهمية نظام التوريق ودوره في الاقتصاد الحديث مع التطرق بشكل مبسط إلى موقف المشرع الإماراتي والجهات الحكومية من نظام التوريق ودور الشركات والمؤسسات المالية الوطنية في دعم هذا النظام التمويلي الحديث.

ويؤكد الباحث هنا على أن هذه المحاولة البحثية لا تعدو أن تكون خطوة بسيطة يقف فيها على أولى عتبات هذا الموضوع الشائك، تاركاً الباب مفتوحاً لمن هو أقدر منه على الخوض فيه مستقبلاً في ظل شح الكتابات والتشريعات الفقهية والقانونية التي تناولت مفاهيمه وأحكامه.

1.1 أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أبرز الأسباب الذاتية والموضوعية لاختيار موضوع هذا البحث في عدة أسباب يمكن إجمالها في:

1.1.1. الأسباب الذاتية

- أ. مجال عمل الباحث القريب من سوق الأوراق المالية جعله يرغب في التعرف على أبرز مصادر التمويل في هذا القطاع وعلى رأسها التمويل باستخدام نظام التوريق بما يعنيه ذلك من توسيع لمداركه العلمية.
- ب. رغبة الباحث في الاستفادة من التجارب الدولية والتي لا تتعارض والأنظمة والقوانين السارية في دولة الإمارات لإيجاد مصادر رخيصة للتمويل تدعم الاقتصاد الوطني وتساهم في تنميته.
- ج. السعي إلى إضافة إنجاز إلى اسم الباحث يتمثل في طرق باب فكرة جديدة قل تناولها من قبل الدارسين والباحثين محاولاً من خلال بحثه لفت النظر إلى هذه الفكرة ذات الأثر الإيجابي على كافة القائمين عليها إذا ما تمت على أساس سليم وتوافرت لها كافة الضمانات اللازمة.

2.1.1 الأسباب الموضوعية

أ. الحاجة إلى التناول العلمي والأكاديمي لنظام التوريق وتبيان الجوانب الإيجابية له، ومحاولة وضع الحلول المناسبة للتخلص من السلبيات المرتبطة بتطبيقه في مجتمعات ذات طبيعة خاصة تحكمها الشرائع والأنظمة كالمجتمعات العربية والإسلامية.

ب. محاولة إيصال قيمة تطبيق نظام التوريق وضرورة الأخذ به على اعتبار أنه من مصادر التمويل عالية الديناميكية والمرونة وذات المقابل الرخيص إلى جهات التشريع المختلفة أملاً في تطبيقه من خلال وضع نظام وضوابط قانونية تقوم شأنه في الدول المعنية.

ج. ارتفاع قيمة مصاريف خدمة الديون على مستوى العالم الأمر الذي يؤثر وبشكل مباشر على نسب النمو في المجتمعات وبالتالي ظهرت الحاجة إلى إيجاد مصادر للتمويل ذات طبيعة مميزة وخاصة تقرب بين مصالح جميع الأطراف دون المساس بالصالح العام للمجتمع وحقه في زيادة نسب التطور.

2.1 أهمية الموضوع:

تكمن أهمية موضوع هذا البحث في أنه يتناول بالبحث والدراسة موضوعاً متميزاً ذا قيمة عالية في عالم الاقتصاد بدأت تبرز أهميته مع مطلع الثمانينات من القرن الماضي في نطاق ما يعرف (بالهندسة المالية) أو (التصميم المالي) حيث اعتبر نظام التوريق ثورة في مجال تلبية احتياجات الأفراد والشركات والحكومات للمويلية والاستثمارية داخلياً وخارجياً بتكلفة منخفضة، وذلك تأسيساً على أن المقرضين والمقترضين في نظام التوريق يرتبطون بأسواق رأس المال مباشرة عن طريق السندات التي يصدرونها أو يحملونها متخطين بذلك ما يسمى (بالوساطة المالية) التي كانت تمثل كلفة زائدة على مصروفات الإقراض في حينه.

3.1 أهداف الموضوع:

تتمثل أبرز أهداف تناول هذا الموضوع بالبحث والدراسة والتمحيص فيما يلي:

- محاولة إطلاع القارئ على كافة الجوانب والتفصيلات المرتبطة بهذا الموضوع وبيان قيمته باعتباره أحد مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث.

- محاولة إجراء مقارنة للنظر في إمكانية تطبيق نظام التوريق في داخل دولة الإمارات كبديل إضافي لخيارات التمويل التقليدية بما يعنيه ذلك من خلو الميزانيات العمومية للشركات من هذه الديون وتحقيقها المزيد من الأرباح والنتائج الإيجابية.

- محاولة إطلاع جهات التشريع بدولة الإمارات على قيمة هذا البديل التمويلي الحديث للنظر في إمكانية شموله بتنظيم قانوني يسمح بتطبيقه مع عدم المساس بمصالح الأطراف ذات العلاقة.

4.1 المنهج المتبع:

لتحقيق غايات هذا البحث فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات عن نظام التوريق وتنظيمها بشكل تسلسلي، والتعريف بكافة المفاهيم وتبيان المزايا وتلخيص دور هذا النظام في معالجة مشاكل السيولة وتغطية مخاطر القروض وأثره على الاقتصاد الحديث مسترشداً في ذلك ببعض الحالات العملية والرسوم البيانية، ومكتفياً بتناول هذا الموضوع من الجانب الاقتصادي البحث دون التطرق إلى مدى توافق نظام التوريق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

5.1 الدراسات السابقة والتي تمت الاستعانة بها في تناول موضوع البحث:

هناك العديد من الدراسات السابقة والتي تناولت بالبحث نظام التوريق وتمت الاستعانة بعدد منها في إعداد هذا البحث نذكر منها:

أ. حسين فتحي، كتاب التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، الطبعة الأولى، مطبعة دار أبو المجد، القاهرة 1999.

ب. منير إبراهيم هندي، كتاب إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية مطبعة منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

ج. هشام فضلي، كتاب الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة (التوريق)، الطبعة الثالثة، مطبعة دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2004.

6.1 إشكالية الموضوع:

كانت أول عملية في هذا الإطار هي عملية توريق ديون عقارية قامت بها (شركة الإمارات الوطنية للسندات والتمويل - شركة ذات غرض خاص - ENSEC) لصالح شركة تمويل (شركة مساهمة عامة) بقيمة 210 ملايين دولار أمريكي خلال العام 2007².

إلا أن التوريق وآلياته المقصودة في هذا البحث لم تتم معالجتها بعد من جانب المشرع الإماراتي عن طريق إصدار قانون مستقل يحدد إطارها وملامحها بشكل واضح وصريح، كما هو الحال بالنسبة للمشرع المصري حيث يعتبر قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 هو التشريع العربي الوحيد الذي تطرق بالتنظيم في نص المادة 41 مكرر منه لنظام التوريق موضعاً المفاهيم والإجراءات المرتبطة به.

الأمر الذي يثير من خلال هذه الدراسة الإشكالية التالية المتمحورة حول مفهوم نظام التوريق، والقيمة الاقتصادية لتطبيقه في ظل النظام القانوني الإماراتي، والدافع العملي من وراء استحداثه؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات التالية:

أ. إلى أي مدى يمكن لنظام التوريق أن يساهم في معالجة كل من مشكلة السيولة ومخاطر القروض والحاجة إلى رأس المال في ظل الركود الذي تعرفها لسوق الرأسمالية؟

ب. هل يزيد نظام التوريق من القدرات التمويلية للمصارف والبنوك بمنحها موارد سائلة إضافية؟

ج. هل يساهم نظام التوريق في التقليل من الحاجة للأموال الخاصة؟

د. هل زيادة القدرة التنافسية وتنوع مصادر التمويل أمر ضروري من أجل معالجة ركودا لسوق الرأسمالية؟

2. نظام التوريق والمسائل المرتبطة به

يرتبط نظام التوريق بالرهن العقاري ارتباطاً وثيقاً وهو ما ينطق به التطور التاريخي لهذا النظام، فعندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، وعجزت مؤسسات الإقراض المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية، تم التنسيق مع مؤسسة (Freddie Mac) وهي سوق للرهن العقاري تتبع الجهات الاتحادية، لا تخضع لقوانين الولايات لتشريعاتها الضريبية، ومن ثم فقد أمكن الاستفادة من الإعفاءات الضريبية التي تتمتع بها هذه المؤسسة في إصدار سندات قابلة للتداول وأصبحت (وول ستريت) قادرة على توزيع هذه السندات على نطاق واسع من خلال سوق الأوراق المالية وتمت أول عملية توريق عن طريق (Freddie Mac) و (Solomon Brother) من محفظة رهونات (Perpetual Savings) وهي إحدى الكيانات التي يقع مقرها الرئيسي في العاصمة واشنطن³.

1.2 تعريف نظام التوريق وأركانه وأنواعه وآليات تمويله

أصبحت كلمة (توريق) شائعة في الأوساط المالية والنقدية والاقتصادية، وذلك منذ أواخر الثمانينيات من القرن الماضي، ولكن حدث خلط شديد في تحديد مفهومه والمقصود به. ولتبيان كافة الجوانب المرتبطة بمفهوم نظام التوريق وللوقوف على المسائل التي تجاور هذا المفهوم نتجه إلى تناول الموضوع وفقاً لما يلي:

1.1.2 تعريف نظام التوريق

التوريق لغة هو (إخراج الورق، فنقول ورق الشجر "بتشديد الراء وفتحها" توريقاً أي أخرج ورقه)⁴. أما اصطلاحاً فالتوريق هو (تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى سندات قابلة للتداول في أسواق المال) وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية مرجوة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين⁵.

ويرى البعض أن مصطلح التوريق منتقد لأنه غير جامع وغير مانع، فهو غير جامع لأنه يعبر فقط عن المرحلة الثانية التي يتم فيها تحويل الحقوق إلى سندات قابلة للتداول، ويغفل المرحلة الأولى التي تتمثل في نقل

محفظه الحقوق من المحيل إلى المحال إليه، وهو غير مانع لأنه يختلط بفكرة الورقة التجارية وفاتورة نقل الحق القابلة لعمل (بروتستو) أي محضر إثبات بعدم السداد في الميعاد المقرر عند عدم الدفع. ومن هنا يرى هذا البعض أن التسمية الصحيحة لهذا النظام هو (الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة).

2.1.2 أركان نظام التوريق

يرتكز نظام التوريق شأنه في ذلك شأن كافة الأنظمة والمفاهيم السائدة في الأوساط الاقتصادية والقانونية على مجموعة من الأركان الأساسية والتي إذا فقد أحدها نكون أمام حالة لا يمكن وصفها بأنها تنتمي إلى مكونات نظام التوريق، وتتمثل هذه الأركان فيما يلي:

أ. وجود علاقة مديونية أصلية

والمقصود بها تلك العلاقة الأساسية التي تربط بين دائن ومدين كالعلاقة بين البنك المقرض وبين الفرد أو الشركة أو الحكومة المقترضة، وهذه العلاقة هي حجر الزاوية والنقطة التي تنطلق منها أعمال كافة الجهات المعنية أو المستفيدة من نظام التوريق فبدون علاقة مديونية أصلية لن يكون لنظام التوريق وجود.

ب. رغبة الدائن في التخلص من الديون التي تحت يده وتحويلها إلى جهة أخرى

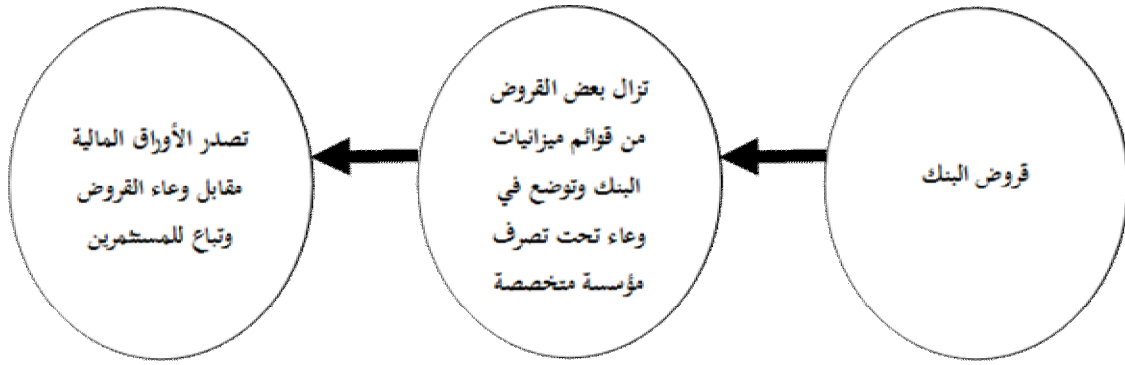
فالدائن يجنح إلى التخلص من الديون التي تحت يده متى تقاعس المدين عن الوفاء أو أعسر أو أشهر إفلاسه، وقد لا تسعفه الضمانات التي قدمها له المدين في التنفيذ عليها واستيفاء دينه، بل وكثيراً ما تلجأ البنوك الدائنة إلى إعدام هذه الديون، فضلاً عما تتحمله ميزانياتها من مخصصات مالية لمواجهة مثل هذه الديون المعدومة⁶. هذا إلى جانب وجود أسباب أخرى قد تدفع الدائن للسعي وراء توريق ديونه مثل:

- **الأسباب العامة:** وهي أسباب تفرضها التغيرات الكبيرة التي طرأت على أسواق التمويل التقليدية، حيث وقع قصور حاد في عمليات التمويل التي كانت تضطلع بها البنوك والمصارف والمؤسسات المالية، الأمر الذي دفع المستثمرين والمقترضين إلى البحث عن وسائل غير تقليدية في التمويل كاستخدام الأموال من غير طريق الودائع وذلك بشراء الأوراق المالية ذات العائد، وتداول هذه الأوراق في الأسواق المالية مثل بورصة (وول ستريت) للاستفادة من فروق الأسعار. ولقد نجح (بنك أوف أمريكا) في استصدار تشريع يسمح بانتقال التدفقات النقدية بدون ضرائب بين أوراق قروض المنازل وأوراق الرهن العقاري منعاً للاندواج الضريبي.

- الأسباب الخاصة:

أ. رغبة البنك في مباشرة بعض الأنشطة المربحة التي لا تسجل في الميزانية ولا تستخدم رأس مال البنك مثل استبدال العملات و صفقات الصرف الأجنبي الآجلة، فعمليات التوريق التي يقوم بها البنك وشركاته التابعة تحقق إيرادات وأرباح وتدفقات نقدية سواء تمت عملية التوريق لصالحه، أو قام هو بدور معين فيها من خلال شركاته التابعة.

والشكل التالي يوضح بشكل مبسط كيف تتم عملية توريق الديون:



ويتبين من هذا الشكل أن بعض قروض البنك تتم إزالتها من الميزانية عن طريق بيعها إلى شركة متخصصة ذات غرض خاص SPV فتصدر هذه الأخيرة سندات جديدة قابلة للتداول وتطرحها للبيع على المستثمرين، وحصيلة البيع هذه يتم دفعها كئمن لشراء الدين الأصلي، وبذلك تدخل القيمة من جديد إلى البنك البادئ مكونة بذلك مصدراً جديداً من مصادر التمويل⁷.

ب. الرغبة في نقل المخاطر من الدائن الأصلي إلى غيره، إذ أن لكل دين مخاطر تتمثل أبرزها في عدم وفاء المدين بالأقساط والفوائد في مواعيدها، وتزداد درجة المخاطر كلما كانت الضمانات غير كافية، وتتمثل هذه الضمانات فيما يقدمه المدين من ضمانات عينية أو مالية، فضلاً عن الضمانات التي تقدمها شركات التأمين. وعلى هذا فإنه إذا ما ازدادت مخاطر الدين وضعفت ضماناته فإن الدائن يلجأ إلى نقل المخاطر إلى الغير بإحدى وسيلتين:

-الوسيلة الأولى: وفيها يلجأ الدائن إلى غيره من الدائنين المناظرين له عند إبرام عقد القرض ليشاركوه في تمويل القرض ابتداءً عن طريق ما يسمى (باتفاقية القرض الجماعي) التي يشترك فيها مجموعة من المقرضين كالبنوك والمصارف والمؤسسات المالية الكبيرة (كونسورتيوم) وبهذا تتوزع المخاطر على مجموع الدائنين.

-الوسيلة الثانية: وفيها يحل دائن جديد محل الدائن الأصلي وعندئذ تنتقل المخاطر برمتها إلى الدائن الجديد، ونظراً لأن هذه الوسيلة تشترط أن يكون كلاً من الدائن الأصلي والدائن الجديد بنكاً أو مصرفاً لذا فإن عملية التحويل تتم من خلال ما يسمى (بشهادات القروض القابلة للتحويل)⁸.

3.1.2 أنواع أنظمة التوريق وآليات تمويلها

يمكن تقسيم أنظمة التوريق إلى فئتين أساسيتين هما:

أ. تصنيف التوريق وفقاً لنوع الضمان

- التوريق بضمان أصول ثابتة ويقصد به (القيام بعمليات توريق لديون معينة مع تقديم ضمانات لتغطية السندات الصادرة عن عمليات التوريق ملموسة وموجودة في وقت عقد اتفاق التوريق كالضمانات العقارية والملكيات الخاصة).

- التوريق بضمان متحصلات آجلة ويقصد به (القيام بعمليات توريق لديون معينة مع عدم تقديم ضمانات لتغطية السندات الصادرة عن عمليات التوريق ملموسة وموجودة في وقت عقد اتفاق التوريق وإنما هي عبارة عن متحصلات مستقبلية يتوقع سدادها في مواعيدها المقررة).

ب. تصنيف التوريق وفقاً لطبيعته

- انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي من الدائن إلى شركة الغرض الخاص SPV مقابل قيامها بإصدار سندات قابلة للتداول وإعادة بيعها على مستثمرين جدد، وتوزيع التدفقات المالية والنقدية الواردة في مقابل هذا الإصدار وفقاً لنسب محددة، وهنا تكون السندات معبراً لتحقيق الهدف الرئيسي من الإصدار وهو توفير السيولة وتقليل المخاطر.

- انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية من الدائن إلى شركة الغرض الخاص SPV (أي نقل حق المنفعة دون نقل حق التصرف)، وإصدار سندات عديدة تختلف فيما بينها وفقاً لدرجة التصنيف الائتماني وجودتها وأولوية وآجال الدفع المرتبطة بها ولمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة⁹.

ويمكن تمويل صفقات التوريق عن طريق إحدى الوسائل التالية:

أ. القروض التجارية

يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الأصول (الديون) التي يتم توريقها باللجوء إلى القروض التجارية، مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين.

ب. سندات دين

تقوم شركة الغرض الخاص SPV في هذه الحالة بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق استناداً على ما يتوفر لهذه الديون من ضمانات بحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أساطالديون وفوائدها، وأن تكفي لسدادها عند حلول آجال استحقاقها.

2.2 عناصر عقد نظام التوريق وأساليبه وإجراءاته

يعتبر عقد نظام التوريق من العقود ذات الطبيعة الخاصة والذي تتعد عناصره وأساليبه وإجراءاته وفقاً للظروف المحيطة بكل حالة على حدة، ولتبسيط التعرف على كافة الجوانب المرتبطة بهذا العقد سوف نتطرق لتناول عناصر عقد نظام التوريق، ومن ثم نتجه للتعرف على أساليبه، حتى نصل للحديث عن إجراءاته والخصوصية التي تتميز بها.

1.2.2 عناصر عقد نظام التوريق

يتكون التوريق من العناصر التالية¹⁰:

أ. المقترض (المدين) سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً

وهو العنصر الأساسي في عقد نظام التوريق وتتمثل غايته من عملية التوريق في أغلب الأحيان في مواجهة تعثر مالي معين أو إعادة هيكلة أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها.

ب. الأصول موضوع التوريق

وهي الأصول الضامنة للدين محل التوريق ودائماً ما تكون أصولاً ذات قيمة مرتفعة ؛ لذلك غالباً ما تكون في صورة حقوق رهن رسمي للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين للبنك.

ج. الخطوات السابقة لعملية التوريق

يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك الذي ينشد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول، وتتمثل الخطوات التمهيديّة لذلك في قيام البنك أو شركة الغرض الخاص SPV باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم، وفي حالة موافقتهم فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد، وهناك أيضاً العديد من المهام التي تتم في إطار عمليات التوريق، والتي تحتاج لعناية وتخصّصاً مقدماتها (التقييم الواقعي لقيمة الأصول، وتحديد السعر الملائم للأوراق المالية المزعم طرحها للاكتتاب، والتخطيط لبرامج الترويج للاكتتاب وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية..).

د. إدارة الأصول

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

فمعظم عمليات التوريق التي تجريها البنوك والمؤسسات المالية التقليدية حول العالم تتم مقابل الديون التي في ذمة عملائها (المدينون) بحيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتحويل هذه الديون التي لديها إلى سندات قابلة

للتداول في الأسواق المالية (Marketable Securities) والاستفادة من حصيلة بيع هذه السندات لتوفير سيولة جديدة يمكن استخدامها في تقديم تمويل جديد، أو توظيفها في مجالات استثمارية مربحة. وتنفذ عمليات توريق الديون شركات مالية دولية ضخمة غالباً ما تكون تابعة أو منبثقة عن جهات مصرفية أو بنوك أجنبية.

وتعتبر إنكلترا من أكثر دول العالم تميزاً في عمليات التوريق، ويتم تنفيذ هذه العمليات عن طريق قيام هذه الشركات المالية الكبرى بشراء ديون الشركات المحلية بإحدى العملات الأجنبية مضافاً إليها تكلفة خدمة الدين، بعد خصمها بمعدل مناسب يتم الاتفاق عليه، ومن ثم تحويل هذه الديون إلى سندات قابلة للتداول في الأسواق العالمية، وتسدد قيمة هذه الديون بالكامل إلى الجهة الدائنة (البنك المحلي مثلاً) وفي الوقت نفسه تتم إعادة هيكلة سداد تلك الديون، وعادة ما يكون لفترة أطول مع منح فترة سماح تتناسب مع ظروف المدينين، كما يشترط لتنفيذ تلك العمليات قيام الدائن (البنك أو المصرف أو المؤسسة المالية) بضمان السندات التي يتم إصدارها في كل عملية.

2.2.2 أساليب نظام التوريق

يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية¹¹:

أ. استبدال الدين

إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى سندات.

ب. التنازل

ومؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها.

ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفعل عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

ج. المشاركة الجزئية

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى بنك أو مصرف متخصص في شراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيمالو عجز المدين عن السداد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح ما بين حصوله على ضمانات عقارية، وأحقوق إدارة لها كوصي عليها.

3.2.2 إجراءات نظام التوريق

تتمثل أهم إجراءات نظام التوريق فيما يلي¹²:

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

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

ج. أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن كيف يمكن تنفيذ ذلك؟

د. إجابة السؤال السابق تتلخص فيبيع البنك بعض أصوله المضمونة بسعر منخفض لشركة متخصصة في نشاط التوريق يطلق عليها مصطلح شركة ذات غرض خاص SPV من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً، فتدخل الأصول في الذمة المالية للشركة المتخصصة وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق.

هـ. هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائماً بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالباً مقترضين، وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (الديون) بضماناتها لشركة الغرض الخاص SPV.

و. تصدر الشركة ذات الغرض الخاص SPV سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق بهدف الحصول على سيولة نقدية تمكنها من شراء الديون ولذلك يطلق على تلك الشركة أحياناً اسم (المصدر)، وغالباً ما تلجأ شركة الغرض الخاص SPV للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء الديون مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي تجنباً للعجز عن السداد.

و. المستثمر الذي يشتري السندات المصدرة من الشركات ذات الغرض الخاص SPV يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه السندات من فوائد، دون أن يهتم كثيراً بانتتمان البنك الأصلي البائع للديون.

ز. الفصل بين البنك الأصلي الراغب في عملية التوريق ويطلق عليه اصطلاح (البنك البادئ للتوريق The Originator) وبين مديونياته، يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ استحقاق هذه المديونيات من زيادة قدرته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره شركة الغرض الخاص SPV من سندات أكثر مما لو كان هو من قام بإصدار هذه السندات وتحمل مصاريفها.

ط. يتعين على البنك البادئ للتوريق وشركة الغرض الخاص SPV الاتفاق بشكل أساسي ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين، وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم، كما يجب أن يحرص أطراف عملية التوريق على التوفيق ما بين قيم الفوائد المقررة على الديون الأصلية وقيم الفوائد على السندات الموجودة بحوزة المستثمرين.

3. أهمية نظام التوريق ودوره في الاقتصاد الحديث

ليس غريباً أن نجد أكثر من ثلثي القروض المحلية وحوالي سبع قروض السيارات، وما يقرب من ربع مقبوضات بطاقات الائتمان المتداولة في الولايات المتحدة الأمريكية قد تم توريقها.

ذلك أن لنظام التوريق أهمية بالغة على مستوى القروض التجارية التي تقدمها البنوك والمصارف والمؤسسات التجارية محلياً ودولياً، كما أن له ذات الأهمية على مستوى القروض الرسمية وهي تلك القروض التي تكون الحكومات أو إحدى المؤسسات التابعة لها طرفاً فيها أو ضامنة لها حيث تجد الدول الدائنة في بيع ديون العالم الثالث وسيلة لتجنب مخاطر هذه الديون¹³.

وتكمن الأهمية الاقتصادية للتوريق في تحويله للأصول غير السائلة إلى أصول سائلة على شكل سندات قابلة للتداول، ومن هنا تقل المخاطرة وتقل تبعاً لها تكلفة الدين.

فضلاً عن أن عملية التوريق تحقق قيمة مضافة من خلال عمليات التخصص التي تمر بها مراحلها المختلفة ما بين منشئ للقرض وممول له وحامل للمخاطرة وقائم على خدمته، وهو ما يستتبع بالضرورة تعدد الهيئات العاملة في نطاقه والتي تتسع من خلالها دائرة النشاط الاقتصادي على مستوى الدول.

وإذا كان التوريق قد وجد له مكاناً في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أنه ما زال يخطو حثيثاً في الدول الأوروبية، ويرجع البطء في نموه هناك إلى عدم وجود البنية الأساسية اللازمة له والتي تتمثل في التشريعات المالية والضريبية اللازمة لتشجيع هذا المصدر من مصادر التمويل الحديثة¹⁴.

1.3 أهمية نظام التوريق في مجال القروض التجارية

يتعاضد دور نظام التوريق في الحياة الاقتصادية يوماً بعد يوم حيث يسهم بلا أدنى شك في تأمين مصادر مستمرة للسيولة تضمن انسيابية التعاملات الاقتصادية وتحقق المنفعة لكافة الأطراف المعنية بعملية التوريق وتظهر الأهمية الكبيرة لنظام التوريق في العديد من مفردات الاقتصاد تأتي في مقدمتها القروض التجارية وهي (تلك القروض التي تمنحها جهات الإقراض لأصحاب المشاريع المختلفة وتكون في الأغلب قروض داخلية)، ويمكن تبيان هذه الأهمية من خلال ما يلي¹⁵:

1.1.3 العلاقة بين نظام التوريق والقيمة المضافة

عندما أدلى (لويس رانيري) بشهادته أطم الكونجرس الأمريكي بصفته خبيراً مشاركاً في وضع مشروع قانون حول الرهون لتبنيان المنفعة التي سيوفرها هذا التشريع لمشتري المنازل، حيث سمح بتوريق الرهون العقارية المتعلقة بها، أجاب بأنه سيخفض تكلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها من هذا الطريق بحوالي 14 مليار دولار أمريكي سنوياً لصالح المقترضين.

وعلى مستوى أوروبا نجد أن مصارفها وأسواق رأس المال فيها تعرف (سندات الرهن العقاري Mortgage Bonds)، وكذلك (السندات العمومية Communal Bonds) وهي سندات تستند إلى متحصلات من السلطة المحلية، وتمثل هذه السندات مرحلة سابقة لسندات التوريق، وبالطبع كانت محاطة بقيود تحد من تداولها أو تشتت ممارسة الإقراض فيها من خلال بنود الميزانية وخضوعها لأسعار فائدة ثابتة فضلاً عن طول فترة الاستحقاق بينما تتميز سندات التوريق بالتححرر من كل هذه القيود.

والجدير بالتنويه هنا هو أن حجم تداول سندات الرهن العقاري والسندات العمومية في أوروبا قد اقترب من تريليون دولار أمريكي.

ومن هنا كان من البدهي أن تمتد فكرة التوريق لتشمل (الممتلكات التجارية Commercial Properties)، ولكن الطريق لم يكن ممهداً أمام هذه الفكرة، حيث غالى المستثمرون في معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في هذا المجال بدعوى أن مخاطرة وتكاليف خلق أدواته أعلى من نظيرتها في الرهون العقارية، فضلاً عن أن سوق الأوراق المالية في (وول ستريت) لم تكن حرة في توريق قروض الممتلكات التجارية.

ولعل هذا كان سبباً في عدم ظهور مجموعات أخرى من المستثمرين تقوم بشراء أدوات الائتمان التجاري بل ظلت الفكرة محصورة في مجموعة المستثمرين من ذوي الخبرة في مجال الرهون العقارية.

وعندما أعلن إفلاس مؤسسة (Thriffts) حلت محلها شركة تسمى (Resolution Trust Corporation)، واتخذت من التوريق وسيلة لتدبير الأموال اللازمة للأسواق لا سيما في مجال الممتلكات التجارية وقد نجحت في ذلك بجدارة إلى الحد الذي بلغ فيه حجم سوق السندات المدعومة بالرهون التجارية في عام 1993 حوالي 20 مليار دولار أمريكي بعد أن كان حجمه صفرًا في عام 1990.

- وإذا كان التوريق يحول القرض العادي الجامد إلى وعاء من السندات المحوطة بعدة ضمانات إذن فلا بد وأن تكون لعملية التوريق قيمة مضافة تتمثل في تلك الخصائص الاستثمارية لسنداتنا الجديدة وهي:
- أ. أنها سائلة وقابلة للتداول في السوق المالية والتي تحدد قيمتها اليومية من خلال عمليات التداول.
 - ب. تقوم وكالات التقييم بتحديد التصنيف الائتماني لها بشكل دوري.
 - ج. تكاليف المنشئين متغيرة ومنخفضة حيث أن سوق الاستثمار فيها محلي ودولي.
 - د. الشروط والمعدلات المقدمة للمقترض متعددة.

2.1.3 العلاقة بين نظام التوريق والدائن الأصلي

تبرز أهمية التوريق بالنسبة للمورق سواء أكان المورق مصرفاً أم مؤسسة متخصصة في الأوراق المالية في أنه أداة لتحريك القروض من ميزانياتها العمومية، والتخلص من بند مخصص الديون المشكوك في تحصيلها وتحويل هذه القروض إلى سندات قابلة للتداول.

وبهذا يتم تخفيض حجم الأصول ويتحسن معدل المديونية ويرتفع مستوى الجدارة الائتمانية، وبالطبع يمكن للمورق أن يستخدم حصيلة البيع في منح قروض جديدة أقل مخاطرة وعلى هذا تصبح عملية التوريق عبارة عن عملية تدوير لاستعمال القرض المتعثر في خلق قرض جديد أكثر سيولة، ومتى قام المورق بإدارة عملية التوريق فإنه يحصل على رسوم تمثل دخلاً لا يستهان به، كما يمكن للمؤسسات المالية متوسطة الحجم استخدام التوريق كبديل عن الحساب الجاري المدين، أو الحساب المكشوف، أو خط الائتمان حيث تمثل هذه الحسابات تكلفة تمويلية مرتفعة.

هذا ولقد استتبع تطبيق نظام التوريق زحزحة النظام المصرفي عن دوره التقليدي في الإقراض حيث ظهرت إلى جانبها المؤسسات المتخصصة في إصدار وتداول السندات، وأصبحت العلاقة مباشرة بين المقترضين وبين هذه المؤسسات وبالتالي أصبحنا أمام ما يسمى بحالة (تفكك الوساطة المالية).

3.1.3 العلاقة بين نظام التوريق والمقترض

في ظل نظام التوريق يصبح الراغب في الاقتراض أمام بدائل تمويلية متنوعة ومتنافسة، وفي مثل هذه السوق تكون الفائدة أقل والسيولة متوافرة ومنظمة.

4.1.3 العلاقة بين نظام التوريق والمستثمر

يمكن للمستثمر في ظل نظام التوريق أن يحوز سندات قابلة للتداول أي عالية السيولة، كما يمكن بيعها بأعلى سعر ممكن في أسواق الأوراق المالية، وبالتالي هناك تسعير يومي لمثل هذه السندات بعد أن كانت في ظل الافتراض التقليدي القديم جامدة منذ إنشائها وحتى تاريخ استحقاقها ومن هنا يمكن للسندات الجديدة أن تحقق لحائزها قيمة سوقية أعلى، فضلاً عن ذلك فإن المستثمر بوسعه الافتراض بضمان سندات التوريق لأنها سندات محوطة بعدة ضمانات.

5.1.3 العلاقة بين وكالات التقييم أثناء عملية التوريق

وكالات التقييم هي هيئات أو مؤسسات متخصصة في عملية تقييم الأوراق المالية بشكل عام وسندات الديون الناتجة عن عمليات التوريق بشكل خاص، حيث تحدد مدى ما تتمتع به هذه السندات من ضمانات وبالتالي تحدد مستويات المخاطر المرتبطة بها، وهي مسألة هامة لجميع الأطراف خاصة المستثمر ومن هنا كان لابد من الشفافية والدقة في عملية التقييم والتي تمتد لتشمل مدى (الجدارة الائتمانية Creditworthiness) لكل من البنك البادئ وشركة الغرض الخاص SPV.

ويعتمد الجانب الفني في عملية التقييم كقاعدة عامة على تقسيم الهيكل المكون للصفقة المراد تقييمها إلى عدة شرائح كل شريحة منها تمثل مستوى ائتماني معين، وبهذا تعتبر هذه الوكالات بمثابة حارس لدرجة الائتمان. وعندما تقوم الوكالة بعملية التقييم فعليها أن تضع في الحسبان الاعتبارات البيئية كحالة العقار الضامن للسند وموقفه من خطوط التنظيم المحتملة ومدى تأثيره على العقارات الملاصقة ومدى قربه أو بعده عن أماكن الضوضاء، كما تضع الوكالة في الحسبان أيضاً الاعتبارات القانونية (الدراسة القانونية النافية للجهالة Due Diligence) الخاصة بالضمان كوجود منازعات قضائية بشأنه، أو منازعات الورثة والإفلاس ووجود رهون أخرى ذات أولوية.

بالإضافة إلى أن الوكالة تضع في الاعتبار الأداء التاريخي لمقبوضات السند والتوقعات المحتملة لأزمات التضخم والركود ومقدار الضمانات الإضافية والقوانين والقرارات المنظمة لأداء الأسواق المالية والتشريعات الضريبية المتعلقة بكل هذه الجوانب.

2.3 أهمية نظام التوريق في مجال القروض الرسمية

المقصود بالقروض الرسمية هنا هي (القروض الخارجية التي تكون الحكومات طرفاً فيها، أو ضامنة لأحد أطرافها)، وهي عبارة عن الموارد المالية التي يمكن الحصول عليها من غير المقيمين والقابلة للسداد بعملات أجنبية أو سلع أو خدمات.

ويطلق على هذه القروض أيضاً مصطلح الديون الخارجية.

1.2.3 تطور أزمة الديون

لم تكن هناك مشكلة بالنسبة للديون الخارجية حتى نهاية الستينات حيث كانت الدول النامية حديثة التحرر تعتمد على نفسها في إدارة اقتصاداتها، كما استطاعت هذه الدول أن تقيم لنفسها صروحاً صناعية تحقق لها مبدأ الاعتماد على الذات، وقد نجح كثير منها في ذلك، كما حدثت أزمات ومن بينها¹⁶:

أ. أزمة البترول الأولى في العام 1973

عندما وقعت أزمة البترول الأولى في العام 1973 تأثرت الصناعة الوليدة في دول العالم الثالث بارتفاع أسعار الطاقة، ومن ثم وقع خلل في موازين مدفوعاتها، وبدأت هذه الدول في الاستدانة ولم يكن أمامها من ذلك فهي دول تسعى إلى النمو ولم تقنع بمعدل نمو في حدود مواردها المتوافرة، كما أنها لم تكن قادرة على تعبئة فوائضها الاقتصادية لما تحتاجه هذه التعبئة من تغييرات اجتماعية وسياسية تجر عليها كثيراً من المتاعب، وفي نفس الوقت تحققت لدى الدول النفطية فوائض مالية ارتفعت إلى 8,5 مليار دولار أمريكي في عام 1975، ثم واصلت ارتفاعها لتصل إلى 21,8 مليار دولار أمريكي في عام 1980، ولم تكن هذه الدول قادرة بعد على استثمار هذه الفوائض داخل أراضيها، ولذلك فقد قامت بإيداعها لدى البنوك الخارجية في الدول المتقدمة، وبالتالي كانت الدول النامية سوقاً رائجة لاستثمار هذه الفوائض لصالح الدول الكبرى.

ب. أزمة البترول الثانية في العام 1978

عندما وقعت أزمة البترول الثانية على إثر الحرب العراقية الإيرانية في عام 1978 ارتفعت أسعار البترول للمرة الثانية، مما ألحق خسائر فادحة باقتصاديات الدول النامية في وقت أذنت فيه موارد هذه الدول على النضوب. ومن هنا أصبح من العسير إن لم يكن من المستحيل على كثير من هذه الدول الوفاء بأعباء الديون الخارجية،

حيث تطور حجم هذه الديون بوتيرة متسارعة فبينما كان حجم المديونية في عام 1970 لا يتجاوز 63 مليار دولار أمريكي، ارتفع إلى 592 مليار دولار أمريكي في عام 1981، ثم ازداد إلى حوالي تريليون دولار أمريكي في عام 1985، ثم قفز إلى 1,5 تريليون دولار أمريكي في عام 1992. كما ارتفع مستوى أعباء الديون (الأقساط + الفوائد) من 6 مليار دولار أمريكي سنوياً في عام 1970 إلى 135 مليار دولار أمريكي سنوياً في عام 1975، وكان من المتوقع أن تصل إلى 1,5 تريليون دولار أمريكي سنوياً في عام 2000، وهي تعادل 35% من حجم صادرات الدول النامية، وتصل أحياناً إلى ما يزيد على 100% من حجم الصادرات في بعض هذه الدول.

وبهذا تلتهم أعباء الديون عائد التنمية الاقتصادية التي كان الاقتراض من أجلها، ولم يكن هناك بد أمام الدول المدينة إلا أن تقترض من جديد لتقوم بسداد أعباء الديون القديمة وهو ما يسمى (بالاقتراض من أجل السداد، والسداد من أجل الاقتراض)، أو تمويل الدين بالدين، وهكذا تقع الدول النامية فيما يسمى (بالحلقة المفرغة). ومنعلماء الاقتصاد من لم يخل مسؤولية الحكومات في الدول النامية من مساهمتها في وقوع دولها في أزمة الديون الخارجية، وذلك باحتكارها للقرار السياسي في الحصول على القروض الأجنبية، وأن هذه الحكومات ساهمت في تعبئة فائض بلادها وتوجيهه للخارج بعد أن أحكمت الدول المتقدمة قبضتها على مقدرات الدول النامية.

ج. أزمة توقف المكسيك عن دفع ديونها في العام 1982

في العام 1982 أعلنت المكسيك توقفها عن دفع أعباء ديونها الخارجية، ومن المعلوم أنه متى تقاعس المدين عن الوفاء أو توقف عن الدفع على المستوى المحلي فإن القانون الخاص كفيل برده إلى جادة الصواب من خلال إجراءات القانون التجاري كإشهار الإفلاس والحجز على الأموال وبيعها على المدين.

أما على المستوى الدولي فإن تقاعس الدولة المدينة عن الوفاء بالتزاماتها أو توقفها عن الدفع يثير مشكلات سياسية خطيرة كاستخدام القوة، إذ من العسير طبقاً لما استقر عليه قضاء محكمة العدل الدولية استدراج الدولة المدينة للمثول أمام هذه المحكمة وذلك متى كانت القضية متعلقة بديون دولية. وحيث أن استخدام القوة القاهرة في إجبار الدول المدينة على الوفاء لم يعد أمراً مقبولاً بعد الحرب العالمية الثانية، لذلك كان من الضروري معالجة مشكلة الديون الخارجية بحكمة من جانب الدول الدائنة.

2.2.3 الوسائل الدولية لمعالجة أزمة الديون

في سبيل معالجة الديون المتعثرة للدول المدينة فقد سعت الدول الدائنة إلى إيجاد عدة وسائل لمعالجة هذه المسألة نجملها فيما يلي¹⁷:

أ. الوسيلة الأولى: الخطط الدولية لمعالجة مشكلة الديون الخارجية

ولعل من أبرزها (خطة برادي) وزير الخزانة الأمريكية التي قدمها للكونجرس الأمريكي في عام 1989 والتي كان من أهم بنودها بيع جانب من الديون المستحقة على الدول النامية بواسطة مؤسسة دولية تساهم فيها الدول الكبرى.

أي إجراء عملية توريق لديون 39 دولة نامية ذات مديونية مرتفعة، وذلك عن طريق مبادلة هذه الديون بسندات ذات قيمة إسمية أعلى أو بسندات بنفس القيمة الاسمية ولكن بأسعار فائدة منخفضة.

ب. الوسيلة الثانية : إعادة جدولة الديون

وكان من وراء هذه الفكرة ثلاث هيئات دولية هي:

- البنك الدولي وذلك لوجود علاقة بين إعادة الجدولة وحركة رؤوس الأموال طويلة الأجل، وما يستتبع ذلك من تأثير على طاقة الدول النامية في خدمة ديونها.
- صندوق النقد الدولي وذلك من حيث علاقة إعادة الجدولة بالتأثير على موازين المدفوعات.
- منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وذلك من حيث تأثير إعادة الجدولة على الأداء الاقتصادي للقروض والاستثمارات التي تقدمها إلى الدول النامية.

ويرى البعض أن إعادة الجدولة تتيح مجالاً للدول الكبرى في إحكام قبضتها على الدول المدينة، وذلك لأن اتفاقيات إعادة الجدولة تتضمن شرط قيام الدولة المدينة بدفع فوائد تأخير عن الأقساط المؤجل سدادها فضلاً عن خضوعها للرقابة والسماح بالتدخل في شؤونها الاقتصادية، بالإضافة إلا أن الدول الدائنة غالباً ما تقوم بتمرير الكثير من مصالحها السياسية من خلال عمليات إعادة جدولة الديون¹⁸.

ج. الوسيلة الثالثة: توريق الديون الخارجية

لم تفلح الخطط الدولية وإعادة الجدولة في حل مشكلة الديون الخارجية، ومن هنا جاءت فكرة توريق الديون كملأ أخير للحل.

ذلك أن أحد الدوافع الهامة لبيع الديون الخارجية هو الرغبة في التخلص من المخاطر التي تحيط بها أو على الأقل تخفيض نسبة هذه المخاطر وأن أفضل طريقة لذلك هي التوريق.

ولا تختلف عملية توريق الديون الخارجية كثيراً عن عملية توريق الديون الداخلية، كل ما هنالك أن الطرف المدين هنا قد يشترط بعض الضوابط للموافقة على قيام الدائن بتوريق الدين، كأن يشترط سداد القيمة بالعملة المحلية، أو أن تستثمر القيمة بكاملها داخل حدود وطنه. ومن هنا يرى (جوتر هوكنز) أن مقايضة الديون الخارجية تتم بواسطة إحدى الطريقتين التاليتين:

- تحويل الدين الخارجي المقوم بعملة أجنبية إلى سندات مقومة بعملة الدولة المحلية.

- تحويل الدين الخارجي المقوم بعملة أجنبية إلى دين داخلي مقوم بعملة الدولة المحلية.

كما يرى البعض أن هناك شرطاً ضرورياً لنجاح عملية المقايضة وهو وجود مناخ جاذب للاستثمار في الدول المدينة، لاسيما فيما يتعلق بالتشريعات المالية والاقتصادية والنقدية.

ويضرب لذلك مثلاً بتجربة (تشيلي) في هذا المجال، حيث قامت بتعديل لائحة القواعد الخاصة بالنقد

الأجنبي للبنك المركزي لديها فأضافت إليها الفصل رقم 18 والذي يسمح للمستثمرين من مواطنيها باستخدام أرصدهم في الخارج لشراء ديونها الخارجية وتحويلها إلى ديون محلية، وبهذه الطريقة استقطبت (تشيلي) أموال أبنائها الهاربة إلى الخارج.

كما أضافت الفصل 19 الذي يسمح للمستثمرين الأجانب بمقايضة الدين الأجنبي بسندات محلية وبهذه الطريقة استقطبت (تشيلي) رؤوس أموال أجنبية للاستثمار على أرضها.

3.2.3 عناصر نظام التوريق الخاصة بالديون الرسمية

من خلال استعراض التجارب السابقة لكل من (المكسيك وتشيلي) يمكن القول بأن أهم عناصر التوريق الخاصة بالديون الرسمية هي:

1. بيع القرض الأصلي من الدائن إلى المستثمر بخصم معين.
2. المستثمر هنا في الغالب يكون شركة صناعية متعددة الجنسيات.
3. يسدد المدين قيمة الدين بالعملة المحلية المقومة بسعر السوق.
4. من المتصور أن تتم عملية مقايضة للدين بأوراق مالية يمتلكها المستثمر في شركة مملوكة للدولة¹⁹.

4.2.3 أثر عملية التوريق على الدولة المدينة

رغم أن مقايضة الدين الرسمي بسندات محلية قد تبدو مغرية للدول المدينة لا سيما في حالة اشتراط الدفع بالعملة المحلية، واستثمار كامل القيمة في مشروعات داخل حدود الدولة.

إلا أن لعملية بيع الديون أثراً بالغاً على السياسة النقدية والمالية في الدولة، حيث أن قيمة الدين سوف تنفق في السوق المحلية ومتى كانت هذه القيمة كبيرة فقد يترتب عليها حدوث تضخم وانخفاض للقوة الشرائية للعملة المحلية بما يؤثر سلبياً على حياة أفراد المجتمع ويؤدي إلى ارتفاع الأسعار بشكل كبير.

وعليه يمكن القول بأن عملية التوريق للديون الرسمية ليست خيراً محضاً بل تكتنفها الكثير من المساوئ إلى جانب أن بعض المحللين يذهب إلى القول بأن تخفيض الدور الحيوي للمصارف والبنوك وانتقاله إلى المؤسسات الخاصة يقلل من فعالية السياسة النقدية والمالية، ولعل هذا هو ما حدا بكثير من دول العالم إلى التريث في الأخذ بنظام التوريق بالرغم من توافر البنية الأساسية اللازمة لهذا النظام وتأتي هولندا والدانمارك على رأس هذه الدول بينما تمنع النمسا تطبيق هذا النظام على المستوى المحلي وتسمح به على المستوى الدولي فقط.

وإذا كانت الولايات المتحدة الأمريكية هي التي ابتدعت هذا النظام التمويلي ثم شرعت في تطبيقه دون توقف ومازالت تعمل على تطويره بجدية كاملة فما ذلك إلا لاقتناعها بدوره الهام في تغذية موارد التمويل واضطلاعه

بدور هام في تنشيط مجالاتها الاقتصادية، لا سيما وأنها قد أعدت له العدة من حيث التشريعات الاقتصادية والضريبية اللازمة²⁰.

3.3 موقف المشرع الإماراتي والجهات الحكومية من نظام التوريق ودور الشركات والمؤسسات المالية الوطنية في دعم هذا التوجه التمويلي الحديث

مازلت دول العالم تعيش تحت وطأة آثار الأزمة الاقتصادية العالمية التي اندلعت في منتصف العام 2008 والتي بدأت بانهيار قطاع الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

ثم امتدت بشكل سريع إلى القطاع المالي والمصرفي ومن ثم إلى الاقتصاد الحقيقي في الدول المتقدمة والدول النامية تبعاً، وأدت الأزمة المالية إلى ركود اقتصادي ودوامة خسائر متراكمة في قطاعي الاستثمار المباشر وغير المباشر أطاح بأكبر المؤسسات المصرفية وشركات التأمين، ومنذ ذلك التاريخ انطلقت محاولات تشخيص مسببات هذه الأزمة واقتراح سبل تقليل آثارها السلبية.

وكجزء من المجتمع الدولي لم تكن دولة الإمارات بمنأى عن التأثير بهذه الأزمة الخائفة التي أثرت بشكل كبير وواضح على مصادر التمويل المعروفة والتي انعدمت بشكل شبه كامل وإن وجدت فبأسعار فائدة عالية جداً تضر بمصالح المقترضين الراغبين في الحصول على هذه التسهيلات المصرفية، إلى جانب تراكم الديون لدى البنوك والمصارف والشركات بشكل أثر على ميزانياتها وبياناتها المالية، وزاد من حجم المخصصات المأخوذة لمواجهة الديون المتعثرة، الأمر الذي قلص من أرباح هذه الجهات وأثر على تصنيفها الائتماني ومدى وفائها بمتطلبات بازل بالنسبة للبنوك والمصارف.

ومن هنا ظهرت الحاجة إلى إيجاد وسيلة لتوفير السيولة والتخلص من أعباء الديون المتعثرة وتنظيف الميزانيات العمومية بما يعود بالنفع على اقتصاديات الدولة، وعلى هذا الأساس ظهر بعض الاهتمام وإن كان في حالات محدودة بنظام التوريق وسبل تطبيقه.

1.3.3 موقف المشرع الإماراتي والجهات الحكومية من نظام التوريق

رغم الأهمية التي بدأت تتعاظم يوماً بعد يوم لنظام التوريق والقيمة الاقتصادية التي يمثلها لقطاع البنوك والمصارف والشركات الكبرى، إلا أننا لم نجد في قانون الشركات التجارية الإماراتي رقم 2 لسنة 2015 وكذلك كافة التشريعات الصادرة عن المصرف المركزي أو هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات باعتبارهما الجهتين المعنيتين برسم السياسة النقدية والمالية للدولة أي تنظيم قانوني لنظام التوريق يمكن التعويل عليه في ضبط أحكام هذا المصدر الحديث من مصادر التمويل والاستفادة من إيجابياته.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذا الموقف يمتد أثره ليشمل كافة التشريعات العربية التي لا يوجد بها تنظيم لعمليات التوريق باستثناء قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 حيث سعت الهيئة العامة للرقابة المالية بجمهورية مصر العربية نتيجة للتطورات المتسارعة في أسواق التمويل إلى إضافة باب جديد إلى أحكام القانون المذكور أعلاه ينظم كافة المسائل والآليات القانونية المرتبطة بنظام التوريق، حيث تحققت لها هذا الغاية بصدور القانون رقم 143 لسنة 2004 والذي تضمن إضافة باب جديد إلى قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 يتكون من 9 مواد تبدأ من المادة 41 وتنتهي بالمادة 41 مكرر 8 يحتوي على التعريف بمفهوم شركة التوريق ومحفظه التوريق مع تحديد غرض إنشاء شركة التوريق وحدود مزاوله النشاط والاستثناء الوارد عليه، وكذلك الإجراءات القانونية الخاصة بحوالة محفظه التوريق وشروطها ودور البنك المحيل في عملية التوريق ونفاذ حوالة محفظه التوريق إلى آخره من الأحكام القانونية الضابطة لنظام التوريق.

2.3.3 دور الشركات والمؤسسات المالية الوطنية في دعم نظام التوريق كتوجه تمويلي حديث

وكنتيجة طبيعية لعدم وجود تنظيم قانوني في دولة الإمارات العربية المتحدة يضبط عمليات التوريق ويشجع على استخدام هذا المصدر التمويلي الحديث في تحقيق الحصانة المطلوبة للاقتصاد الوطني، فقد أحجمت معظم الشركات والمؤسسات المالية الوطنية عن اللجوء إلى استخدام هذا النظام التمويلي للتخلص من ديونها ... فيما عدا بعض العمليات القليلة والتي تمت الاستعانة في معظمها بخبرات أجنبية ومنها:

أ. عملية توريق ديون عقارية قامت بها (شركة الإمارات الوطنية للسندات والتمويل - شركة ذات غرض خاص - ENSEC) لصالح شركة تمويل (شركة مساهمة عامة) وبقيمة 210 ملايين دولار أمريكي خلال العام 2007²¹.

ب. عملية التوريق التي قام بها بنك الإمارات دبي الوطني (شركة مساهمة عامة) وبالتعاون مع سيتي بنك لقروض السيارات الخاصة بشركته التابعة (الإمارات دبي الوطني لتمويل السيارات المحدودة) حيث بلغت قيمة صفقة التوريق حوالي 810 مليون درهم إماراتي وذلك خلال العام 2010²². ورغم محدودية عمليات التوريق التي تمت في دولة الإمارات، واختلاف آليات تنفيذها عن أساليب التوريق المستخدمة على مستوى العالم، إلا أنها تمثل خطوة أولى على طريق لفت انتباه جهات الاختصاص والمعنيين بصناعة القانون في الدولة على أهمية تناول هذا المجال بالضبط والتشريع.

4. الخاتمة

مما سبق يمكن القول بأن نظام التوريق أصبح في عالم اليوم ضرورة ملحة ومصدر رئيسي لتوفير السيولة الرخيصة بدون أعباء إضافية، ورافداً جديداً من روافد التمويل في الاقتصاد الحديث تهتم به الدول قبل المؤسسات والأفراد سواء على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي. ونظراً للطفرة الكبيرة التي تشهدها دولة الإمارات في شتى المجالات واعتبارها بمثابة نموذج إيجابي حري بالتقليد وبالأخص في المجال الاقتصادي، فإن الباحث يقترح لضبط وتنظيم عمليات التوريق بدولة الإمارات باعتبارها أحد خيارات التمويل ذات الأثر الإيجابي التي يمكن الأخذ بها في ظل البيئة المناسبة لها بالدولة ما يلي:

- تكليف هيئة الأوراق المالية والسلع باعتبارها الجهة المعنية بالإشراف على أسواق المال المحلية بالدولة بإعداد الدراسات الفنية وتحري أفضل الممارسات العالمية في مجال تطبيق نظام التوريق والسعي من خلال التنسيق مع الجهات ذات الخبرة السابقة في هذا المجال لرفع التوصيات اللازمة إلى الجهات المعنية بغرض الحصول على الموافقات للمضي قدماً في تفعيل هذا النظام بآليات منضبطة داخل الدولة.

- إعداد تشريع مستقل ينظم كافة المسائل المرتبطة بنظام التوريق يضبط أحكامه ويحدد شروطه وأركانه ويساهم في الرقي بهذا المصدر من مصادر التمويل الحديثة.
- تنظيم عمل كافة الجهات المعنية بتأدية مهام محددة في عملية التوريق مثل مستشارو عملية التوريق والمدققين الماليين والمقيمين المعتمدين وجهات التأمين ذات الغرض المحدد
- إضافة نصوص إلى أحكام قانون الشركات التجارية الإماراتي رقم 2 لسنة 2015 تنظم إجراءات تأسيس الشركات ذات الغرض الخاص SPV وتضبط إطار عملها وعدم الاكتفاء بصيغ هذه الشركات التي تؤسس في المناطق الحرة داخل أو خارج الدولة.
- القيام بتأسيس جهة وطنية حكومية للتصنيف الائتماني تضطلع بدور تصنيف كافة الأوراق المالية الصادرة بالدولة ومنها سندات التوريق بقصد تقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق المالية.
- تشجيع التحول من الصيغة التقليدية للتوريق إلى الصيغة الإسلامية (التصكيك) وذلك في ظل التوجه الحكومي بالدولة إلى تحويل إمارة دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي، الأمر الذي يعتقد معه الباحث أنه سيشجع الكثير من الشركات والمؤسسات المالية التي ترغب في التعامل من خلال الصيغ الشرعية إلى سلوك هذا الطريق بما يحققه ذلك من توفير للسيولة الداعمة ورفد سوق الأوراق المالية بأوراق مالية ذات مردود وجودة عاليه.

4. المراجع:

1. د. عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل، الطبعة الأولى، مطبعة الفجيرة الوطنية، الفجيرة، 2007، ص 199.
2. خبر منشور بجريدة الاتحاد الإماراتية، الملحق الاقتصادي، بتاريخ 05 ديسمبر 2007.
3. د. عبيد علي أحمد الحجازي، المرجع السابق، ص 232.
4. الإمام محمد بن أبي بكر الرازي، مختار الصحاح، الطبعة السادسة، المطبعة الأميرية، القاهرة، 1953، ص 377.
5. د. عبيد علي أحمد الحجازي، المرجع السابق، ذات الصفحة.
6. المرجع السابق، ص 234.
7. المرجع السابق، ص 235.
8. ذات المرجع، ذات الصفحة.

9. د. راتول محمد ود. مداني أحمد، التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، 2006، ورقة عمل منشورة على شبكة الإنترنت على موقع www.iefpedia.com، تاريخ الدخول للموقع الإلكتروني 15 ديسمبر 2016، ص 3.
10. ذات المرجع، ص 05-08.
11. المرجع السابق، ص 09-10.
12. د. حسين فتحي، التوريق المصرفي للديون والممارسة والإطار القانوني، الطبعة الأولى، مطبعة دار أبو المجد، القاهرة، 1999، ص 18.
13. د. عبيد علي أحمد الحجازي، المرجع السابق، ص 248.
14. د. محمود محمد الدمرداش، الخصخصة كوسيلة لعلاج الاختلالات الهيكلية لقطاع الأعمال العام، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة فرع بني سويف، الجيزة، 1999، ص 116.
15. المرجع السابق، ص 117-120.
16. د. منير إبراهيم هندي، المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، مطبعة منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 93-99.
17. د. هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة (التوريق)، الطبعة الثالثة، مطبعة دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2004، ص 211.
18. د. عبيد علي أحمد الحجازي، المرجع السابق، ص 248.
19. ذات المرجع، ص 249.
20. المرجع السابق، ص 250.
21. خبر منشور بجريدة الاتحاد الإماراتية، الملحق الاقتصادي، بتاريخ 05 ديسمبر 2007.
22. خبر منشور بجريدة الخليج الإماراتية، الملحق الاقتصادي، بتاريخ 11 أغسطس 2010.