

## التوريق كأداة من أدوات المشتقات المالية

### المقدمة:

من أهمّ التّطورات التي شهدتها أسواق المال العالمية ظهور العديد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت في الإنتشار الواسع بشكل مذهل في كافة أسواق المال العالمية والمحلية بشكل سواء ومن بينها ظهر التّوريق كأداة مالية حديثة. والتّوريق يعني إمكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل القروض إلى أوراق مالية في صورة أسهم أو صكوك أو سندات، ممّا يعطي للدائن فرصة لترويج قروضه بعد تحويلها إلى أوراق مالية في البورصات المالية أي تحويل الديون المستحقة تجاه مدينه إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصة، وبالتالي يزيد حجم ونوع هذه الأوراق والمضاربين عليها الأمر الذي يساهم في تطوير البورصة وإنعاش حركة التّداول بها.

أولاً: التّوريق كأداة مالية حديثة.

ثانياً: دور التّوريق في تفعيل جانب التّمول.

### أولاً: التّوريق كأداة مالية حديثة

شهدت أسواق التّمول الدوليّة منذ بداية الثّمانينات تغيّرات جوهرية في وسائل وأدوات التّمول، وكان لهذه التّطورات أثر مباشر في أسلوب التّمول في الأسواق المالية العالمية الذي تحوّل من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية وخاصة الأسهم والسندات. وقد أصبحت القروض المصرفية الدوليّة مجرد تمويلات جسرية (Bridging Finance) مؤقتة إلى حين تمكّن المقترض من تأمين إحتياجاته التّمولية من خلال الأسهم والسندات الدوليّة،

وهكذا برزت ظاهرة التّوريق<sup>١</sup> (Securitization) إلى الوجود، لتصبح من أهم أدوات التّمول الحديثة والأقل تكلفة.

## ١- مفهوم التّوريق:

أصبح اللّجوء إلى التّوريق<sup>٢</sup> كأحد الإبتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التّمول ضرورة تتطلبها التّطورات على السّاحة المصرفية المحلية والدّولية. والتّوريق المصرفي (Securitization) هو إجراء يدرس تحت مظلة نظم التّمول المركّب والأدوات المصرفية<sup>٣</sup>، وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسّسة مالية بحشد مجموعة من الدّيون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز إئتمانياً ثمّ عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للإكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتّدقّق المستمر للسيولة النقديّة للبنك<sup>٤</sup>.

أو هو تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة ولاسيما السّنديات<sup>٥</sup>، ويعني ذلك أنّه يتمّ تحويل ديون الشّركات أو الهيئات المقترضة من المقرض الأساسي (وهو البنك) إلى مقرضين آخرين (مشترى الأوراق المالية) وهو ما يطلق عليه التّمرير المالي<sup>٦</sup>. وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنّها قروض مؤقتة أو معبرية (Bridging)، أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية، فبالإعتماد على الدّيون المصرفية القائمة، يمكن خلق أصول مالية جديدة، وتوفير تدفقات نقدية. وتقوم تكنولوجيا التّوريق أساساً على الإبداعات المستمرة في هيكله الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة، والتّمول اللّاحق من جهة أخرى، بهدف تحقيق الدّخل، وإستبعاد مخاطر الإفلاس.

يتّضح ممّا تقدّم، أنّ عملية التّوريق تودّي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة.

## ٢- العناصر الرّئيسية للتّوريق:

يقوم التّوريق على العناصر الرّئيسية التّالية:

### أ- المقرض:

هو شخص طبيعي أو إعتباري، وقد يكون الغرض من الإقتراض هو مواجهة التّعثر المالي أو إعادة الهيكلة (Restructuring)، أو الإستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حلّ تاريخ إستحقاقها، وإحلال دين القرض طويل الأجل محلّ هذه الدّيون.

## ب- الأصول موضوع التّوريق:

يتجسّد الدّين في صورة سندات مديونية، والأصول الضامنة للدّين محلّ التّوريق دائماً ما تكون أصول ذات قيمة مرتفعة، لذلك غالباً ما تكون حقوق رهن رسمي للبنك على عقّارات أو منقولات يملكها الرّاهن الذي يدين للبنك.

## ت- الخطوات السّابقة لعملية التّوريق:

يسبق إجراء عملية التّوريق خطوات متعدّدة تنتهي باتّفاق البنك الذي يريد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول، وتتمثّل الخطوات التّمهيدية لذلك في قيام البنك أو المؤسسة المالية بإستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم، وفي حالة موافقتهم فإنّ على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدّائن الجديد.

هناك أيضاً العديد من المهام التي تتمّ في إطار عمليات التّوريق، والتي تحتاج لعناية وتخصّص، وفي مقدمتها: التّقييم الواقعي لقيمة الأصول، وتحديد السّعر الملائم للأوراق المالية المزعم طرحها للإكتتاب، والتّخطيط لبرامج التّرويج للإكتتاب، وإعداد الدّراسات الخاصّة بالتّدفقات التّقديّة،... إلخ.

## ث- إدارة الأصول:

على الرّغم من إنتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الدّمة المالية للبنك القائم بالتّوريق للدّائنين الجدد، فإنّ الممارسة العملية أثبتت أنّه في معظم الصّفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة وإستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء إنجاز أو تنفيذ عمليات التّوريق.

## ٣- أنواع التّوريق:

يمكن تصنيف التّوريق في نوعين أساسيين هما:

### أ- تصنيف التّوريق وفقاً لنوع الضّمان<sup>vii</sup>:

- التّوريق بضمان أصول ثابتة.
- التّوريق بضمان متحصّلات آجلة.

### ب- تصنيف التّوريق وفقاً لطبيعته:

- إنتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع التّدفقات المالية وفقاً لحصص محدّدة، وهنا تكون الأوراق المالية معبراً لتحقيق هذا الهدف.

- إنتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية، وإصدار أوراق مالية (سندات) عديدة تختلف فيما بينها وفقاً لدرجة التّصنيف وسرعة الدّفع، وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة.

ويمكن تمويل صفقة التّوريق بأحد البديلين:

#### أ- القروض التّجارية:

يمكن توفير التّمويل اللازم لشراء الأصول (الدّيون) التي يتم توريقها باللّجوء إلى القروض التّجارية، مع مراعاة تزامن جدول السّداد الخاص بالدّيون محلّ التّوريق مع التّزامات الدّفع للمقرضين.

#### ب- إصدار سندات دين:

تقوم الشّركة - في هذه الحالة - بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الدّيون موضوع التّوريق، إستناداً على ما يتوفر لهذه الدّيون من ضمانات، وبحيث تستخدم حصيلة الإكتتاب في هذه السّندات في شراء تلك الدّيون، ويراعى أن تتوافق تواريخ إستحقاق السّندات وعوائدها مع تواريخ إستحقاق أقساط الدّيون وفوائدها، وأن تكفي لسدادها عند حلول آجال إستحقاقها.

#### ٤- أساليب التّوريق:

تقوم صفقات التّوريق بالضرورة على أطر أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الإعتبار لضمان إنجاز الصّفقة بالشّكل الصّحيح، إذ يتعيّن التّعرف على الأساليب القانونية للتّوريق التي تبنتها الممارسة لكفالة حقوق كافة أطراف عملية التّوريق.

يتم التّوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:

#### أ- إستبدال الدّين:

يسمح تحقيق عملية التّوريق من خلال هذا الأسلوب بإستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنّه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصّلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

#### ب- التنازل:

يعني التنازل عن الأصول لصالح الدّائنين أو المقرضين، ويشيع إستخدام هذا الأسلوب في توريق الدّم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الإستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إمّا بتحويلها إلى مشتري الدّم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متّفق عليها عند التّعاقد على التّوريق وبالمقابل يقوم بإسترداد المبلغ من المؤجرين.

## ت - المشاركة الجزئية:

يتضمّن هذا الأسلوب بيع الدّيم المدينة من قبل الدّائن الأصلي إلى مصرف متخصصّ بشراء الدّيم وتمويلها، ولا يتحمّل بائع الدّين بعدها أيّ مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التّسديد، لذلك يجب على مشتري الدّين التّأكد من أهلية المدين وجدارته الإئتمانية، ويلاحظ أنّ هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدّين كوصي عليها.

## ه - إجراءات التّوريق:

تتمثّل أهمّ إجراءات توريق القروض فيما يلي<sup>viii</sup>:

- عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لآخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنّه لن يكون لديه إلاّ طريق من ثلاثة: فإمّا أن يطرح أسهماً لزيادة رأس المال للإكتتاب العام، أو يلجأ للإقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو أخيراً، يطرح سندات مديونية للإكتتاب العام، وهو ما يعدّ قرصاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة ولآجال طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطّريق الأول، أو بالتعرّض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثّانية.
- في حالة إصدار سندات المديونية فإنّ البنك قد يمنح حقّ الدّائنين حقّ إمتياز أو إختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، وفي كلّ الأحوال فإنّ الدّائنين سيعولون - بالدرجة الأولى - في شأن الوفاء بديونهم على البنك، فإذا ما تعرّض لإضطراب يخلّ بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس، فإنّ الوفاء بقيمة السّنات يصبح معرضاً لخطر العجز عن الوفاء أو على الأقلّ الوفاء المتأخّر لآجال غير معلومة أو منضبطة.
- أسلوب التّمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتمّ ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الدّيون وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن يُثار تساؤل حول كيفية تنفيذ ذلك.
- إجابة السّؤال السّابق تتلخّص في: بيع البنك بعض أصوله المضمونة بسعر منخفض لمنشأة متخصصة<sup>ix</sup> - غالباً ما تكون في صورة بنك متخصصّ في ذلك النّشاط - يطلق عليها "وسيلة ذات غرض خاص (SPV) Special Purpose Vehicle" من المستبعد تعرّضها للإفلاس من خلال دعمها إئتمانياً، فتدخل الأصول في الدّمة المالية للبنك المتخصصّ وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الرّاجب في التّوريق.
- هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائناً بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالباً مقترضين،

وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).

- تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقاً مالية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق (LBO) Leveraged Buyout<sup>x</sup> وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحياناً إسم "المصدر"، وغالباً ما تلجأ الـ (SPV) للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.

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

- الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته - ويطلق عليه إصطلاح البادئ للتوريق The Originator - وبين هذه السندات ذاتها يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ إستحقاق مديونياته لدى المدينين الأصليين (المقترضين غالباً) زيادة قدرته التمولية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره (SPV) من الأوراق المالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر هذه الأوراق المالية وتحمل مصاريف إصدارها وما يرتبط بذلك الإصدار من عمليات الترويج والدعاية والإكتتاب...إلخ.

- يتعين على البنك البادئ للتوريق والـ SPV ضرورة الإتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدّد على التوفيق ما بين تواريخ إستحقاق المتحصّلات النقدية من المدينين وتواريخ إستحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم.

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

والشكل الموالي يوضّح آلية عمل التوريق:



- أزمة المديونية العالمية وزيادة خسائر المصارف وارتفاع تكاليف تشغيلها، ولجوء المقترضين الكبار إلى الأسواق المالية مباشرة.
- إنتعاش أسواق السندات داخل الدولة نتيجة انخفاض سعر الفائدة على الودائع طويلة الأجل والتوسع في إصدارها من قبل المصارف لإمتصاص فائض السيولة في فترة السبعينات وبداية الثمانينات.
- ظهور وانتشار مفهوم البنوك الشاملة التي تسعى دائماً وراء تنوع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات، وتوظيف مواردها، وتفتح وتمنع الائتمان المصرفي لجميع القطاعات، كما تعمل على تقديم كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة<sup>xiii</sup> والحديثة، كما تقدم القروض طويلة الأجل وتصنع الإستثمار وتكون فاعلة في كل من السوق النقدية والسوق المالية<sup>xiii</sup>. فتطّلع هذه البنوك نحو البحث عن مصادر تمويل حديثة واحتلال مكان هام في السوق المالية جعلها تعتمد على التّوريق كأحد أهم مصادر التّمول الحديثة بالنسبة لها، فكانت أول البنوك التي ابتكرت عملية التّوريق، وإضطلعت إلى جانب البنوك الإستثمارية بدور متزايد في تطوير وتعميق وإنتشار هذه الظاهرة<sup>xiv</sup>.

#### ب- دوافع عمليات التّوريق:

لعل السّبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للإلتجاء لعمليات التّوريق يتمثل في التحرّر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتدبير مخصّصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التّمول بشكل عام، ويبطئ بالضرّورة من دورة رأس المال، ويقلّل بالتّبعية من ربحية البنك. والتّوريق في هذه الحالة يعد بديلاً مناسباً، حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة النّاجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصّص للمخاطر في ميزانية البنك، أي دون الحاجة لمخصّصات مناظرة في الميزانية العمومية.

#### ٧- تكلفة التّوريق:

إن نجاح أسلوب التّوريق لا يمكن أن يأتي بدون تكلفة أو بدون مخاطر، إنّما هناك تكلفة تتمثل في تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصروفات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية، ودفع أجور القائمين بعملية التّوريق، وتكاليف الإستشارات المحاسبية والقانونية، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التّصنيف، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتّى تتناسب مع نظام التّوريق.

ومن ناحية أخرى، لا يخلو نظام التّوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الإئتمان، ومخاطر الضّمان، وحالات الإفلاس سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض، ومخاطر السّوق، بالإضافة إلى مخاطر مؤسّسية للجهات العاملة في التّوريق، ومخاطر تتعلّق بإدارة وتشغيل عملية التّوريق، ومخاطر تقلّب أسعار الفائدة.

---

<sup>i</sup> توجد عدة تسميات لهذه الظّاهرة وهي: التّوريق، التّسديد Titrisation، التّصكيك.

<sup>ii</sup> بدأ هذا النّشاط في البروز والتّزايد مع بداية الثّمانينات وبصفة خاصّة مع نهاية عام ١٩٨٢ بعد إنفجار أزمة المديونية العالمية في الدّول النّامية فطبقاً لخطة 'برادى' في ذلك الحين والتي إقترح فيها تحويل مديونيات الدّول إلى سندات بدءاً بالمكسيك التي قامت بسداد الجزء الأكبر من ديونها عبر سندات ضمنيتها الخزّانة الأمريكيّة، وقام بتمويلها صندوق النّقد الدّولي والبنك الدّولي مقابل برنامج للإصلاح الإقتصادي تقوم بتنفيذه. وقد بدأ بروز التّوريق كظاهرة بشكل خاص بالولايات المتّحدة في نهاية الثّمانينات لحدّ إطلاق وصف " جنون الثّمانينات "The Frenzy of the 1980's" لإظهار تسارع البنوك على توريق ديونها.