

توريق سندات الشركات

د. وفاء عثمان

مدير عام المحاكم

بالجهاز المركزي للمحاسبات

العدد الأول

السنة الثالثة والخمسون - يناير ٢٠١١

مقدمة

يعتبر التوريق من أهم الإبداعات المالية، والتي أحدثت ثورة في أسواق المال العالمية، في السبعينيات من القرن الماضي، والتي أتاحت للمؤسسات المالية والاقتصادية على غرار البنوك إمكانيات جديدة لتوفير السيولة النقدية بتكاليف منخفضة، بالإضافة إلى نقل جزء من المخاطر التي كانت تتقل كاهلها إلى أطراف أخرى. ومن العلامات المميزة لهذه الفترة ظهور ما يسمى "بنوك الأوفشور Offshor Banking Units (OBU)" وهي عبارة عن بنوك أجنبية تتعامل عادة مع صفقات الصرف الأجنبي للعملاء في مواقع معينة من العالم كالبحرين وجزر ناسو Nassu وكايمان Caymen وغيرها، نظراً لما تتمتع به هذه المصارف من مزايا وتسهيلات ضريبية غير تقليدية، وحرية في الإقراض المصرفي، وعدم التقيد بحجز نسبة مئوية من أموالها، وفي ظل ذلك المناخ الإستثماري بدأت "بنوك الأوفشور" في ممارسة أنشطة الإقراض التجاري ذو الأجل الطويل.¹

وفي الثمانينات انتشرت ظاهرة التوريق في أمريكا وأوروبا حتى أطلق عليها وصف (جنون الثمانينات The Frenzy of the 1980's لشدة تكالب البنوك عليها، ونتيجة لإنهيار الاقتصاد العالمي، وتأسيس أعداد هائلة من المؤسسات تخصصت في إصدار السندات والتوريق كما تشير الإحصائيات إلى أن سوق التوريق في أوروبا وحدها تزايد بمعدل ٢٠٠ بليون دولار سنوياً.²

ومع بداية التسعينات ظهرت طفرة حقيقية في عمليات البنوك التجارية والتي كانت وليدة عوامل كثيرة متضافرة وفرت لها الطمأنينة في استمرار دورها الخاص بمنح الإئتمان قصير ومتوسط وطويل الأجل دون مخاطر حقيقية

¹ - د. خاسف جمال الدين " فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية" بحث مقدم إلى مؤتمر: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية" المنعقد في جامعة سطيف في الجزائر، خلال الفترة:

٢٠ و ٢١ أكتوبر ٢٠٠٩ م" منشور على الموقع الإلكتروني iefpedia.com/arab/?p=10795
² د. حسين فتحى عثمان "التوريق المصرفي للديون والإطار القانوني"، بحث منشور ضمن أعمال مؤتمر الأسواق المالية والبورصات كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس ٢٠٠٧. ص ٣

من فقدان السيولة النقدية، وتمثلت هذه العوامل - بشكل مجمل - في إنحسار مد الإيديولوجية الشيوعية، وما ترتب على ذلك من ظهور التوجه نحو تخصيص وحدات القطاع العام، وزوال الحواجز الجغرافية بين المصارف والبورصات على مستوى العالم، وإلغاء الرقابة على النقد الأجنبي، وتحرير اسعار الفائدة المصرفية وخفض الضرائب على الخدمات والعمليات المصرفية بشكل عام، وتحرير اسعار الصرف، وإزالة معظم القيود على تدفقات رؤوس الأموال وهو ما أطلق عليه إصطلاح "عولمة الأسواق" "Globalization of Markets"،^٣ والتي كانت لها تأثير مباشر على المصرفي الدولي في تحويل قروض المشروعات إلى اوراق مالية قابلة للتداول في البورصات العالمية، ومن هنا ظهرت فكرة التوريق كأداة مصرفية حديثة في توفير السيولة ومنح الائتمان، علاوة على خفض حجم مخاطر التعثر أو الافلاس ويطلق على هذه الآلية المصرفية تعبير "توريق الديون".^٤

وفي منتصف التسعينات بدأ التوريق في المصارف العربية، وتوسع الى درجة كبيرة في اسواق دول الخليج العربي، ولقد أولت مصر اهمية خاصة للتوريق فأصدرت القانون رقم ٩٥ / ١٩٩٢ بشأن سوق المال، والذي يتمتع بمرونة تسمح بإضافة ما قد يستجد في الأسواق المالية بقرار من الوزير المختص، أو من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال حسب الأحوال دون الحاجة إلى إجراء تعديل في ذات القانون وإجراءاته التشريعية، كما تم استحداث أنشطة لم تكن واردة في القانون ٩٥ ولائحته التنفيذية، منها نشاط توريق الحقوق المالية، وذلك بموجب قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٦٩٧ لسنة ٢٠٠١ حيث أضيف هذا النشاط إلى أنشطة الشركات العاملة في نطاق الأوراق المالية.^٥ كما أجاز القانون رقم ١٤٨ لعام ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري في المادة ١١ منه للموصل أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل

^٣ د. رياض اسعد، " ندوة اسس تكوين وإدارة محافظ الإستثمار"، الأقصر، جمهورية مصر العربية خلال الفترة من ٢٠ - ٢٣ / ١٩٩٧، ص ٩٠.

^٤ د. حسين فتحى عثمان «التوريق المصرفى للديون» الممارسة والإطار القانونى، مرجع سابق،

إلى إحدى الجهات التي تباشر التوريق ، وحينئذ تلتزم هذه الجهة بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها في تواريخ استحقاقها من حصيلة الحقوق المحالة ، كما يضمن الممول الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية.⁶

ومن الملاحظ ، إن الاستعمال المفرط لهذا النوع من الأوراق المالية من طرف البنوك من خلال توريق قروض الرهن العقاري، وفي ظل بيئة تتميز بعدم التماثل في المعلومات (information Asymmetric) وإلزامية نظرية الوكالة (Agency theory) ، وخشية الوقوع في دائرة ما يسمى بالاختيار الخاطئ (Adverse selection) ، أدى إلى وقوع أزمات مالية حادة أثرت سلباً على اقتصاديات الدول التي تتعامل في هذا النوع من الأوراق المالية.⁷

تهدف هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على :

الفصل الأول : الإطار العام للتوريق، وندرس من كلا فيه ماهيته ، وضوابطه واجراءاته وأساليبه وتكلفته .

الفصل الثاني توريق سندات الشركات وتطبيق عملي لكيفية توريق الشركات، والتوريق كأداة لإدارة المخاطر وتعزيز الإلتمان ، واخيراً نتناول توريق سندات الشركات في مصر .

وأما الخاتمة فتتضمن أهم النتائج ، ثم فهرس لمصادر البحث ومراجعته.

⁷ iefpedia.com/arab/?p=10795

الفصل الأول الإطار العام للتوريق

أولاً : ماهية التوريق Securitization

سبق الإشارة، إلى إن من أهمّ التطورات التي شهدتها أسواق المال العالمية ظهور العديد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت في الانتشار الواسع بشكل مذهل في كافة أسواق المال العالمية والمحلية، ومن بينها ظهور التوريق كأداة مالية حديثة .

والتوريق في الاصطلاح الاقتصادي، مختلف تماماً عن معانيه اللغوية، حيث يقصد به "أداة قانونية اقتصادية تمويلية حديثة لتنمية الأسواق المالية في الاقتصاد الوضعي".^٨ أو التوريق يعني إمكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل القروض إلى أوراق مالية في صورة سندات أو صكوك أو أسهم على الوجه التالي:-

١-التسديد (نسبة إلى السندات) وهي في اللغة كل ما يستند إليه ويعتمد عليه، من حائط غيره؛ ويقصد بالديون المدعمة سندياً.^٩ بأنها تقنية من خلالها يتم التنازل عن مجموعة من الديون (هي في الأساس قروض) إلى معبريه مالية « véhicule financier » حيث تمول هي الأخرى بإصدارها لأوراق مالية تطرح في السوق، تشكل هذه الأوراق المالية القيمة المقابلة للديون.

^٨ د. سعيد عبد الخالق - ندوة توريق الحقوق المالية أبعاده ومحدداته - بحث منشور في ندوة التورق والتوريق بين الشريعة والتطبيقات المعاصرة، عقد في مركز صالح كامل - جامعة الأزهر - ٢٠٠٧، ص ٤ .

^٩ د.محمد عبد الحليم عمر " الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، بحث منشور في الدورة التاسعة عشرة ضمن ندوة بين التورق والتوريق بين الشريعة الإسلامية والتطبيق المالي المعاصر، مركز صالح كمال، نوفمبر ٢٠٠٧، ص ٦ .

وتعرف كذلك بأنها "تقنية لتحويل المخاطر، تساهم في الفعالية المتنامية للنظام المالي"¹⁰، كما تسمى هذه العملية بالتوريق المصرفي وهو " أداة مالية مستحدثه تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية قابلة للتداول قليلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المالي المستمر للسيولة النقدية للبنك."¹¹ لذلك يتمثل مصطلح التوريق (أو التسنيذ) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول "Marketable Securities" أي تحويل الديون من المقرض الأساس إلى مقرضين آخرين. وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو معبريه " Bridging " أى تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة، يمكن خلق أصول مالية جديدة، وتوفير تدفقات نقدية. وتقوم تكنولوجيا التوريق أساساً على الإبداعات المستمرة في هيكله الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة، والتمويل اللاحق من جهة أخرى، بهدف تحقيق الدخل، واستبعاد مخاطر الإفلاس.¹²

ويطلق البعض الآخر على عملية "la titrisation" مصطلح الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة، بوصفها أداة للربط بين السوق المصرفية وبين سوق المال، من خلال عمليتين :

¹⁰ Anne Benoit-Moury et al, Chronique de droit à l'usage du notariat, 1ère édition, Ed Larcier, Belgique, 1999, P228.

¹¹ د. سعيد عبد الخالق ، المرجع السابق ، ص ٤ .

www.jps-dir.com/Forum/forum_posts.asp?TID=2426&PN=4&get=last - 144k
- Résultat complémentaire consulté le 18/09/2006.

¹² د. عبد الحميد جوفي "إعادة التمويل الرهني و أثره على المنظومة المالية و المصرفية في SRH ، دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني"، مجلة الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك ، العدد الثاني ، ص ١٤ ، منشور على الموقع الإلكتروني

www.ao-academy.org/docs/scientificjour2A.pdf

يناط بالعملية الأولى إعادة تمويل مانح الائتمان عبر نقل أصوله غير السائلة و المتمثلة في محفظة حقوقه على مدينه، إلى المنشأة الوسيطة بطريق حوالة الحق، وتخص الثانية بتفتيت هذه الأصول إلى وحدات تطرحها المنشأة الوسيطة للاكتتاب في صورة صكوك مالية قابلة للتداول¹³.

كما عرفه اتحاد المصارف العربية ٢٠٠٢ على انه "تجميع للموجودات ذات السيولة الضعيفة من قبل المؤسسات المصرفية أو المالية، ثم بيعها حسب الشكل القانوني أو الاقتصادي لها لطرف ثالث يعرف باسم الوحدات ذات الغرض الخاص (special purpose Entity) (spe)."¹⁴

ولقد انتقدت تسمية التوريق كونه مصطلح غير جامع لأنه يبرز فقط إحدى مراحل عملية الاستثمار، و هي المرحلة الثانية التي يتم خلالها تحويل الحقوق إلى صكوك مالية، دون الأولى التي تتمثل في نقل محفظة الحقوق إلى المنشأة الوسيطة. كما أنه مصطلح غير مانع، إذ أن تجسيد الحق في صورة ورقية ليست قصراً على هذا النظام، بل تمتد إلى الورقة التجارية و فاتورة نقل الحق القابلة لعمل" بروتو "عن عدم دفعها و غيرها.¹⁵

٢- التصكيك نسبة إلى الصكوك أي تحويل الموجودات أو الأصول إلى صكوك، وصكوك المديونية مثل السندات) وما يشابهها من صكوك دين احد أصناف الأوراق المالية باعتبار ماهيتها.¹⁶ وفي إصطلاح الفكر المالي التقليدي يطلقون لفظ الصك كأحد الأوراق المالية فلقد جاء في قانون سوق المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ أن الأوراق المالية تتكون من الأسهم والسندات

¹³ <http://www.tashreaat.com>, - <http://www.qanoun.net>

¹⁴ اتحاد المصارف العربية " إدارة الأصول ومخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي والإسلامي"، ٢٠٠٢، ص ٢٠.

¹⁵ د. عبد الحميد جوفي "إعادة التمويل الرهني و أثره على المنظومة المالية و المصرفية في SRH"، دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني"، مرجع سابق، ص ١٥.

¹⁶ د. فتحية اسماعيل محمد مشعل " التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة - رؤية فقهية معالجه -" المؤتمر العلمي السنوي الثالث لكلية الحقوق - جامعة المنصورة، في الفترة من ٢-١

وصكوك التمويل...، بل إن الأمر وصل إلى تعميم لفظ الصك ليشمل كل هذه الأوراق فجاء في المادة (٩) من لائحة قانون سوق المال المصري لفظ صكوك الأسهم، وصكوك السندات.

٣- التوريق (نسبة إلى الأوراق المالية) والتي تعرف بأنها صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في جزء شائع من صافي أصول أو موجودات الشركة وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة مصدره الورقة مثل السندات، أو الحق في العائد فقط مثل حصص التأسيس، وتكون قابلة للتداول للبيع والشراء في أسواق رأس المال، فالحاصل أن هذه المصطلحات الثلاثة تدل على مفهوم واحد، والتوريق هو المصطلح المستخدم في القانون المصري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري.

والخلاصة أن التوريق : أداة مالية جديدة لتمويل الديون إلى أوراق مالية من خلال قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة، والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، وموزع على شكل أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول قليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، وبعبارة موجزة: تحويل الديون المضمونة من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.^{١٧}

ثانياً: ضوابط التوريق

لكي يتم التوريق بطريقة صحيحة لابد من توافر الضوابط التالية:

أ) وجود أصل مملوك للمنشأة البادئة للتوريق، والأصل في الاصطلاح المحاسبي هو الشيء القادر على توليد تدفقات نقدية في المستقبل بمفرده أو بالاشتراك مع موجودات أخرى والذي تم اكتساب الحق فيه نتيجة عمليات أو أحداث في الماضي^{١٨}، وهذا الأصل في التوريق حسب نشأته وتطبيقه في

^{١٧} د. حسين فتحي عثمان : التوريق المصرفي، المرجع السابق، ص ٧.

^{١٨} بيان رقم (٢) مفاهيم المحاسبة المالية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

المؤسسات التقليدية هي القروض وخاصة قروض الرهن العقاري وبطاقات الائتمان والسيارات، أما في التصكيك الإسلامي فإن هذا الأصل يتمثل في بعض موجودات صيغ التمويل والاستثمار التي تستخدم المؤسسة موارده فيها .

(ب) أن يكون الأصل المراد توريقه يدر دخلاً بصفة منفردة وليس بالاشتراك مع الأصول الأخرى في المنشأة وأن يكون هذا الدخل محددًا ومستمرًا بصفة منتظمة ، باعتبار أن الأصول التي تقتنيها المنشآت منها ما يدر دخلاً بمفرده مثل القروض التي تدر فوائد محددة، وكذا الأصول المؤجرة، أما باقي الأصول من أصول ثابتة ومخزون سلعي فلا تدر دخلاً بمفردها بل بالاشتراك مع الموجودات الأخرى ، وبالتالي لا تصلح للتوريق.^{١٩}

(ج) أن تتمتع الأصول المراد توريقها بالجابضية بالنسبة للمستثمر وهذا يتطلب في الديون التي هي أصل التوريق السجل الائتماني الجيد للمقترضين بالانتظام في السداد ووجود ضمانات عينية مثل الرهن أو شخصية مثل الضامنون من مؤسسات متخصصة وشركات التأمين.

(د) وجود دخل مستمر ومنتظم للأوراق المالية طوال مدة برنامج التوريق.

(هـ) وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التوريق وحفظ حقوق المتعاملين فيه.

وعادة ماتكون الأصول محل التوريق موزعة على ملتزمين عديدين فإذا كانت قروضا أو ديونا كما في النظام التقليدي فإن المدينين بها آلاف الأفراد ، وهنا يلزم تجميع الديون المتشابهة من حيث العائد والأقساط ومواعيد الاسحقاق في حزمة أو مجموعة واحدة لتوريقها^{٢٠}. أما إذا كان الدين على جهة واحدة مثل الديون التي على الحكومات^{٢١} فهي تمثل مجموعة بذاتها .

^{١٩} د.محمد عبد الحليم عمر " الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق ، ص ٧ .

^{٢٠} د. مدحت صادق أدوات وتقنيات مصرفية - نشر دار غريب بالقاهرة ٢٠٠١ - ص ٢٣٨ .

^{٢١} وهذا ما حدث بالنسبة للديون المستحقة على بعض دول أمريكا الجنوبية وبالذات المكسيك التي تم توريق الديون التي عليها

واخيراً يستلزم أن تكون مدة استحقاقها بتحويلها إلى نقدية بالتحصيل أو التصفية طويلة حتى يمكن تسويق الأوراق المالية، وبالتالي فالأصول قصيرة الأجل لا تصلح للتوريق .

ثالثاً: إجراءات التوريق

تبدأ إجراءات التوريق عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لآخر أو حين يحتاج لسبب نقدية بثلاثة طرق فإما ان يطرح أسهما لزيادة رأس المال للإكتتاب العام، أو يلجأ للاقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو بطرح سندات مديونية للإكتتاب العام، وهو ما يعد قرضاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة ولأجل طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية . وفي حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح حق الدائنين حق امتياز أو إختصاص 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 غير منضبطة . في الغالب يعد أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن يثور التساؤل حول كيفية تنفيذ ذلك .

وللإجابة عن السؤال السابق تتلخص في^{٢٢} بيع البنك بعض أصوله المضمونة Secured Assets بسعر مخفض لمنشأة متخصصة^{٢٣} ، غالباً ما

^{٢٢} بالنسبة لسوق إصدارات الأسهم تشير الإحصاءات العالمية لإرتفاع مذهل في حجم الاموال العابرة للحدود، إذ قدر اتحاد البورصات الدولي حجم التداول في سوق إصدارات الاسهم بين اليابان والولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٩٢ بحوالي ١.٣ تريليون دولار ! وبالنسبة لأسواق الاسهم الناشئة فإنه قد لوحظ استفادة هذه الأسواق في نهضتها من عملية ضخ أكثر من ٥٠ مليار دولار منذ بداية التسعينات من المصارف والمؤسسات والصناديق الإستثمارية .

د. منى قاسم " صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين " ، الدار المصرية اللبنانية ، ١٩٩٥ ، ص ٦٤-٧٠

تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط يطلق عليها" وسيلة ذات غرض خاص " (SPV) Special Purpose Vehicle^{٢٤} لذلك من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها إئتمانيا فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص وتبتعد عن مخاطر افلاس البنك الراغب في التوريق .

في معظم الاحيان تكون هذه الأصول سندات مديونية Receivables مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائما بها لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالبا مقترضين وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).

٢٥

ثم تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقا مالية تكون غالبا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق Leveraged Buyout (LBO)^{٢٦} وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحيانا وصف " المصدر " Issue و غالبا ما تلجأ الـ (SPV) للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدنيين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.^{٢٧}

أما فيما يتعلق بالمستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من

^{٢٣} مفهوم التخصص هنا يعني ان يكون غرض هذه المنشأة فقط هو شراء الاصول من البنك الراغب في توريق ديونه .

^{٢٤} يلاحظ استخدام إصطلاح الـ SPV في سياق الدراسة كلها للتعبير عن هذه الوسيلة ذات الغرض الخاص بشكل مختصر .

²⁵ Diane Audino, The Rating Agency Approach to Credit Risk , Euromoney publication plc 1996, P.14

^{٢٦} يطلق على هذا التعبير على مشتري اصول شركة والذي يقترض ثم يسدد قرضه بعد ذلك من متحصلات بيعه لهذه الأصول بعد بيعها للآخرين أنظر في ذلك : رويتر السابق، ص ١٠٤

²⁷ Frank J. Fabozzi , the Handbook of Mortgage Backed Securities , Pub, Mc Graw – Hill , 4th ed, January 1998, pp. 91-100 Anad K. Battacharya & F.J Fabozzi, Asset Backed Securities Pub, F. J. Fabozzi, October 1996, PP. 15-20.

المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد دون ان يعني كثيرا بإئتمان البنك البائع لسندات المديونية .

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

ونتيجة لما سبق ، يتعين على البنك البادئ للتوريق والـ SPV ضرورة الاتفاق بشكل بالغ الاهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ إستحقاق المتحصلات النقدية من المدينين وتواريخ إستحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم من ناحية و ان يحرص أطراف صفة التوريق على التوفيق ما بين أقيام الفوائد المقررة على الديون الأصلية واقيام الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين من ناحية اخرى.²⁸

أساليب التوريق

تقوم تكنولوجيا التوريق أساسا على وجود الايداعات المستمرة ، ووجود التبويب للشركات بما يساعد على اجراء عملية التقييم لها من جهة والتمويل اللاحق من جهة أخرى ، وتحقيق الدخل واستبعاد مخاطر الإفلاس ، فضلا عن ضرورة تصنيف الموجودات حسب درجات المخاطرة.

وفي العادة يتم تبويب الموجودات في أربع مجموعات رئيسة لأغراض التوريق، هي المخزون، والاستثمارات، والنقدية والذمم المدينة، والمباني والمعدات.²⁹

²⁸ د. حسين فتحى عثمان «التوريق المصرفى للديون ٠ الممارسة والإطار القانونى ، مرجع سابق ،

وبالنسبة للشركات المالية تيوب الموجودات فيها الى قروض ممنوحة للشركات والأفراد واستثمارات و مبان و معدات و ذمم مدينة أخرى. أما الإشكال الرئيسية لعمليات التوريق فهي القروض التجارية وتلجأ الشركات ذات القرض الخاص الى القروض التجارية البسيطة ومن خلالها يتم التمويل اللازم لشراء الأصول التي يتم توريقها مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين. كما تقوم صفقات التوريق على أطراف أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح. ويتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:-

اولاً : استبدال الدين

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

ثانياً : 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 متفق عليها عند التعاقد على التوريق، وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين .

ثالثاً : المشاركة الجزئية

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أية مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا

المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

• تكلفة التوريق

أن نجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يأتي بدون تكلفة أو بدون مخاطر ، إنما هناك تكلفة تتمثل في تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصروفات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين ، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية ، ودفع أجور القائمين بعملية التوريق ، وتكاليف الاستشارات المحاسبية والقانونية ، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف ، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتى تتناسب مع نظام التوريق . ومن ناحية أخرى ، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الائتمان ، ومخاطر الضمان ، وحالات الإفلاس سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض ، ومخاطر السوق ، بالإضافة إلى مخاطر مؤسسية للجهات العاملة في التوريق ، ومخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة.^{٣٠}

^{٣٠} د. سعيد عبد الخالق "توريق الحقوق المالية في القانون المصري" ، مرجع سابق ، ص ٨

الفصل الثاني توريق سندات الشركات

مقدمة

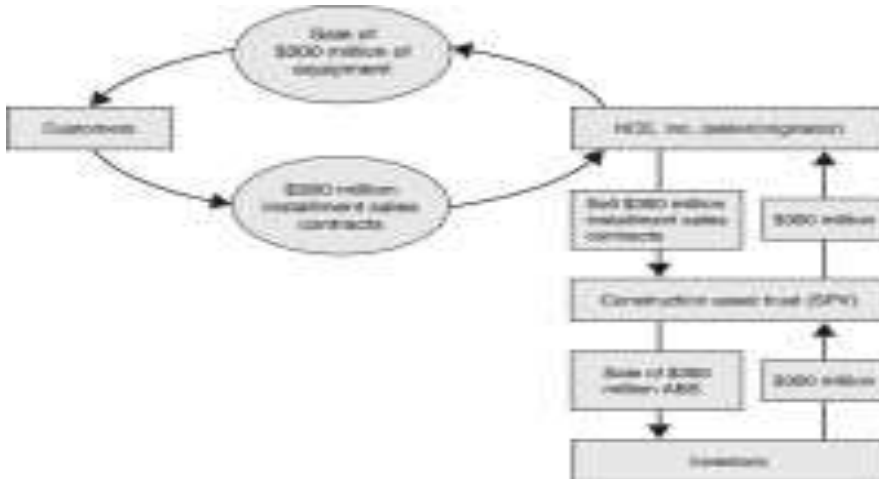
سبق الإشارة الى إن عملية التوريق هو إنشاء الأوراق المالية المضمونة بإصول أو مستحقات، وبالنسبة لأي شركة فالتوريق هو آلية مالية بديلة لجمع الأموال لإصدار سندات مضمونة .

وبهذه الطريقة تختلف الأوراق المالية الصادرة عن طريق التوريق عن السندات التقليدية المدعومة، إذ أنه من الضروري للجهة المصدرة ان تولد ارباحاً لسداد حملة السندات، ولهذا فإنه بالنسبة لأحد الشركات ، يتعين ان يكون لمالكها القدرة على توليد تدفقات نقدية من جميع عملياته (انشطته) ليسددها لحملة السندات.

وعلى النقيض ، ينتقل عبء تدبير مصدر السداد في عملية التوريق الى حاملي الأوراق المالية أو بمعنى آخر ، ينتقل التدفق النقدي للشركة المصدرة الى مجمع القروض أو الذمم المدينة و / أو إلى طرف ثالث يضمن الدفع، إذ لم يكن مجمع الأصول قادراً على توليد سيولة نقدية كافية.

اولاً : التطبيق العملي لتوريق سندات الشركات

لشرح التطبيق العملي لعملية توريق سندات الشركات والأطراف المشاركة فيها ، سوف نستخدم تطبيقاً عملياً لتوريق شركة HCE والتي تقوم بتصنيع معدات البناء الثقيلة، وتملك مبلغ قدرها ٣٠٠ مليون دولار مقابل عقود بيع معدات الثقيلة بالتقسيط ، ويظهر هذا المبلغ في الميزانية العامة للشركة كأصول ، أو بشكل أكثر تحديدا بوصفها مستحقات للشركة.



الشكل ١. يوضح توريق ٣٠٠ مليون دولار لشركة HCE من عقود البيع بالتقسيط

وتحتاج شركة HCE الى زيادة رأسمالها او تديير سيولة نقدية فتقوم بتحويل أصولها او الموجودات المالية والتي تقدر ب ٣٠٠ مليون دولار الى اوراق مالية من الشركة الى منشأة ذات غرض خاص (SPV) special-purpose entity أو كيان ذو غرض خاص (SPE) ، تتولى المنشأة ذات الغرض الخاص بإعداد كيان مالي للأصول الأستثمارية لشركة أي لأجل شراء هذه الأصول ، ونقلها من الذمة المالية لشركة HCE إلى ذمة (S.P.V) حتى تكون هذه الأصول بمنأى عن المطالبات الأخرى وعن إفلاس شركة HCE ، . ثم تقوم المنشأة (S.P.V) بإصدار أوراقا مالية في صورة سندات بقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق

Leveraged Buyout (LBO)³¹ ويطلق عليها بالأوراق المالية المضمونة بالأصول وذلك للحصول على سيولة نقدية من خلال بيعها للمستثمرين ، وتكون فوائد هذه السندات متوافقة مع فوائد الديون نفسها ، ثم تقوم الشركة (S.P.V) بدفع ثمن الديون المشتراة من حصيلة بيع هذه السندات إلى الشركة أو المؤسسة المالية (البنك) البائعة .

وتتم عملية توريق سندات الشركات بطريقتين أما بسيطة او معقدة ، فتتمثل الطريقة البسيطة في بيع فئة واحدة من السندات يطلق عليها فئة (أ) بقيمة ٣٠٠ مليون دولار ، يتم خلالها إصدار ٣٠٠ الف شهادة بقيمة اسمية قدرها \$ ١٠٠٠ للشهادة ، حينئذ فإن كل حامل شهادة يكون مستحقاً ٣٠٠٠٠٠ / ١ من مبلغ القرض وذلك بعد خصم المصاريف والرسوم، على ان يكون كل مبلغ يدفعه المقترضين (أي المشتريين المعدات) يعتبر جزءاً من السداد الرئيسي (أي الاستهلاك) والفائدة.

وفي بعض الأحيان قد يتفرع عن عملية التوريق البسيطة اكثر من فئة من السندات الواحدة. بشرط أن يكون هناك قواعد لتوزيع أصل القرض والفائدة الأخرى غير تلك التي تتم على اساس العملية المعقدة لتوريق الشركات. وغالباً ما تلجأ إلى القروض البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة التوافق في نسبة الفوائد والآجال أو للأمرين معاً.

أما الطريقة المعقدة لعملية توريق الشركات ، يتم إنشاء فئتين من السندات هما فئة من المستوى الأول ويطلق عليها A1 وهي سندات طويلة الأجل وتكون القيمة الإجمالية لهذه للسندات ١٣٠ مليون دولار وتكون وظيفتها تلقى كل أصل الدين الذي يدفع من قبل المقترضين الى ان يتم سداد قيمة السندات (١٣٠ مليون دولار)، وفئة من المستوى الثاني ويطلق عليها A2 وهي سندات

³¹ Reuters Glossary , International Economic & Financial Terms , Longman , Great Britain, November 1988 , PP. 69, 104 على هذا التعبير على مشتري اصول شركة والذي على يقترض ثم يسدد قرضه بعد ذلك من متحصلات بيعه لهذه الأصول بعد بيعها للآخرين

قصيرة الأجل ، بقيمة إجمالية ١٧٠ مليون دولار والتي تبدأ في تلقي اصل مبلغ القرض مباشرة بعد انتهاء قيمة سندات المجموعة الأولى A1 من سداد قيمتها بالكامل (١٣٠ مليون دولار) ، .واوجه الخلاف بين سندات المجموعة الأولى A1 و الثانية A2 في مقدار وكيفية تحمل الخسائر الناجمة عند تعثر المقترضين في مجمع الأصول.

ثانياً : التوريق كأداة لإدارة المخاطر

في الغالب تستخدم الشركات غير المالية التوريق باعتباره السبب الرئيسي في الحد من تكاليف التمويل، ولكن هناك سبب مهم هو أنه يعتبر أداة لإدارة المخاطر.

وبشكل أكثر تحديدا ، فإنه ما أن يتم إدارة بيع القروض أو المستحقات (SPE)، تنتقل المخاطر ذات الصلة بهذه الأصول الى ذلك الكيان (SPE)، وفي نهاية المطاف تنتقل الى مالكي الأوراق المالية المدعومة بالأصول ومن تلك المخاطر مخاطر الائتمان ، والتي تتعلق بتعثر المقترض عن السداد.

ثالثاً: تعزيز الائتمان

هناك شكلين من أشكال تعزيز الائتمان هما تعزيز خارجي وداخلي، فيتمثل تعزيز الائتمان الخارجي في الضمانات التي يقدمها طرف ثالث مثل ضمانات التأمين أو خطاب الائتمان.

أما تعزيز الائتمان الداخلي يتمثل في المغالاة في الضمانات الاحتياطية ، وغالبا ما يكون تعاملات التوريق تتضمن أكثر من شكل واحد من أشكال تعزيز الائتمان ، وتحدد وكالات التصنيف مبلغ تعزيز الائتمان المطلوب للحصول على تقييم إئتماني معين يتوقف على الأوضاع السائدة في السوق، لذا يتعين على المصدر تقييم كل شكل من اشكال التعزيز الائتماني لتحديد آليات تعزيز الائتمان.

أ- النعزيز الخارجي

كان التأمين أكثر الأشكال شيوعا من حيث الضمانات التي تقدم من طرف ثالث،

الى ان واجهت شركة التأمين بعض الصعوبات ، ففي حالة التأمين توافق شركة التأمين على ضمان اداء مبلغ محدد من مبلغ الضمان في حالة التعثر، لذلك تحدد وكالات التصنيف الجدارة الائتمانية لشركة التأمين لتحديد التصنيف الائتماني للأوراق المالية المدعومة بالأصول والمزمع إصدارها ، ولعل أكبر عيوب هذا الشكل من ضمانات تعزيز الأئتمان هو ما يسمى مخاطرة الأحداث المتغيرة وعلى سبيل المثال فإن حملة السندات المقيمة ب AAA هم الذين يتمتعون بهذا المستوى المرتفع ، طالما احتفظت الشركة التي توفر تعزيز الأئتمان بتقييمها الائتماني (AAA)، بحيث إذا تعرض مقدم التعزيز لتخفيض التقييم من جانب وكالة التصنيف، فإن السندات المضمونة من جانب مقدم تعزيز الأئتمان تخضع للتخفيض ما لم يكن اداء مبلغ الضمان يستدعي تخفيض التقييم.³²

ب-التعزيز الداخلي

المغلاة في الضمانات هو شكل من تعزيز الائتمان الداخلي، والذي يتم من خلال إصدار سندات بقيمة اسمية واحدة اقل من قيمة القروض أو المستحقات المضمونة بالأصول، ، وإذا كان هناك ٣٠٠ مليون دولار من القروض مضمونة بالأصول. ، وأرادت جهة الإصدار استخدام المغلاة في الضمانات لتعزيز الائتمان بغرض تحقيق تقييم إئتماني للوصول الى المستوى AAA للأوراق المالية المزمع إصدارها ، فإن جهة الإصدار يجب ان تحصل من وكالات التصنيف على إشارة الى مقدار الأوراق المالية التي يمكنها إصدارها مقابل ٣٠٠ مليون دولار من القروض المضمونة بالأصول حتى تحصل على التصنيف المستهدف اعتماداً على خصائص القروض وجدارتها الائتمانية، بينما تسمح وكالات التصنيف مثلاً بإصدار اوراق مالية قيمتها ٢٨٥ مليون دولار، على ان يكون تكلفة هذا الشكل من اشكال تعزيز الائتمان موجودة ضمناً في الثمن المدفوع من أجل القيمة الاسمية للسهم ٣٠٠ مليون دولار مقابل عائدات إصدار اوراق مالية قيمتها الاسمية ٢٨٥ مليون دولار .

رابعاً : توريق سندات الشركات في مصر

³² Vinod Kothari's securitization website: www.vinodkothari.com

أدرجت مصر مجالاً جديداً للشركات ضمن مجالات الاستثمار المختلفة التي تتمتع بإعفاء ضريبي يتراوح بين ٥ إلى ١٠ سنوات وهو ما يعرف " بتخصيم الديون". ورغم أن هذا المجال يحتكره عالمياً ما بين ٥ او ٦ شركات متخصصة في هذا القطاع. إلا أن الخبراء في مصر من رجال المال والأعمال والمسؤولين يعولون كثيراً عليها في انتشال السوق والاقتصاد من حالة الركود والكساد ومشكلات أزمة السيولة التي تواجه معظم الشركات والمؤسسات الإنتاجية نتيجة بطء دوران رأس المال العامل (الإنتاجي).

ومن أول الشركات التي أنشأت في مصر هي شركة هيرمس للأوراق المالية بدافع أن المنشآت الصناعية والإنتاجية المختلفة في حاجة ماسة إلى هذا النشاط. فرغم أنه نشاط حديث بالنسبة للاقتصاد المصري، إلا أنه قديم في مختلف الاقتصاديات العالمية، حيث أن صاحب المنشآت لا يخشى منح تسهيلات للعملاء لتصريف إنتاجه من السلع والخدمات إذ أنه يستطيع أن يضمن استرداد حقوقه عبر اللجوء لشركات تخصصيم الديون بالحصول على مستحقاته المالية، على أن يتم طرح المديونية في البورصة مع علاوة إصدار أمام الاكتتاب العام. حيث تستهدف تسريع دورة تحويل الأصول، وبالتالي تعظيم ربحية المنشأة والتشغيل الكامل للطاقت الإنتاجية دون تعطيل، حيث أن المخاطر التي قد تواجه أية منشأة تتركز في مخاطر تحصيل الديون، وطول الدورة (الأعمال)، والتوريد للمواد الخام، ومستلزمات الإنتاج، وحجم الطلب على المنتج في السوق، إذ أنه كلما كان صاحب المنشأة يضمن حقوقه وتعوقه ببيع المنتج سيكتشف جهده في زيادات الإنتاج.

وينعكس أيضاً وجود هذه الشركات على عمليات نقل التكنولوجيا وتوطينها وتحديث المنشآت وتطويرها، نتيجة سرعة دوران رأس المال، وتعظيم ربحية المشروع، وقللة التكاليف الإدارية والتسويقية، وتوفير سيولة نقدية لتمويل النفقات الجارية باستمرار. أي أن تكون الدورة ممولة ذاتياً ولذاتها بعدما يضمن تحصيل الحسابات المدينة. ولما كان لهذا النشاط من نجاح في الاقتصاديات العالمية، إلا أنه لم يثبت نجاحه بعد في الاقتصاد المصري.

وفي رأى الباحثة، أن ذلك يرجع لحدثة ظهوره في السوق المصري، فلا

يمكن الحكم عليه الآن، وحتى تظهر عدة شركات متخصصة لتخصيم الديون، ويتم تداوله بصورة يمكن الحكم عليه.

ورغم ذلك فهناك تخوف من قبل رجال الأعمال والمستثمرين من تلك الشركات في إنشائها والتعامل معها، لما حدث سابقاً عند طرح القطاع الخاص لسندات خاصة لشركاتها للحصول على تمويل أقل تكلفة من القرض البنكي، وأمد أطول لتمويل العمليات الرأسمالية والتوسعات الإنتاجية، من اتهامها بأنها شكل جديد من توظيف الأموال.

ولكن يمكن التغلب على تلك المشكلة بأن تقوم المؤسسات المالية والجمعيات الأهلية وأجهزة الإعلام بتوضيح طبيعة عمل تلك الشركات ودورها في تنشيط التداول في البورصة بدخول أوراق مالية جديدة يقبل عليها المستثمرون الذين يبحثون عن فرص استثمار لتدوير مدخراتهم وحتى أرباح الرأسمالية، والاستشهاد بالتجارب الفعلية في أسواق عربية مماثلة، عندما قام البنك التجاري السعودي في عام ٢٠٠٤ أول عملية (تسديد) لقروض مجموعة شركات غبور لدى العملاء، وبييع غالبية تلك القروض إلى البنوك المصرية، وأيضاً فقد تحولت شركات إنتاج السيارات إلى شركات لإنتاج وتجارة وائتمان وتمويل السيارات حيث أن تلك الشركات تقوم بأخذ الأوراق التجارية من العملاء (الشيكات) و(الكمبيالات)، وإعطائها للبنوك للحصول على قروض تتضخم بالقروض من البنوك من جانب الالتزامات حتى تصل إلى حد لا تستطيع معه الافتراض أكثر منه.

ونستنتج من ذلك، أن السوق المصري في حاجة ماسة لمثل تلك الشركات، حيث أن السندات عماد أي سوق إذ تستحوذ على ٦٠% من إجمالي الأوراق المالية في أي سوق، بينما في مصر فلا تتعدي السندات ١% من حجمها. رغم ما تتميز به السندات أنها ذات مخاطر أقل وتحقق توازن معقول في تركيبة محفظة الأوراق المالية لأي مستثمر مع عائد الادخار على الودائع.

ولذلك فإن الأمر يستلزم، قيام مجموعة مؤسسات مالية بشراء الأوراق التجارية لتحويلها إلى أوراق مالية في صورة سندات، وتقسيمها إلى مجموعات متشابهة وذلك لرفع العبء عن الشركات المنتجة وتحويله لمؤسسات مالية

متحفظة لكي يتم طرح تلك السندات في البورصة للاكتتاب وتمثل تلك المجموعات فيما يلي:

المجموعة من الدرجة الأولى:- هي الخاصة بالعملاء المستثمرين لسلع الشركة من الدرجة الأولى. أما المجموعة من الدرجة الثانية:- هي الخاصة بالعملاء المستثمرين لسلع الشركة من الدرجة الثانية.

ويجب أن تقدم الشركة المنتجة للديون ضمان بتعهد صحة جميع المعلومات المقدمة للمؤسسات المالية كشرط لانتهاء علاقتها بتلك الأوراق التجارية، وأن التسديد (أي التوريق) يتم بضمان أموال تمثلها الأوراق التجارية وليست السلعة التي يتم بيعها للعميل، وذلك حتى تظل السلعة كضمان أخير إذا لم يسدد العميل قيمة تلك الأوراق التجارية.

وتظل الشركة المنتجة هي الجهة المحصلة للأقساط لحساب المؤسسات المالية وذلك حفاظاً على استمرار صلة الشركة بالعميل، كما أنها تتفاضل نسبة عن التحصيل.

وترتيباً لما سبق ، لا بد من وجود بورصة نشطة في مجال السندات. ووجود شركات متخصصة في تداول السندات لتشجيع الاستثمار وتنشيط السوق ، والعمل على تكوين منظمة متكاملة من مؤسسات وشركات التوريق. والاستعانة بالخبرة الأجنبية لحين تكوين الكوادر المصرية في هذا المجال، وصياغة القوانين المنظمة لهذا المجال الجديد.³³

³³ <http://infotechaccountants.com/forums/attachments/2/1/4/4/0/1736.attach> .

الغلاصة

أصبح التوريق مصدر تمويل مهم للشركات المالية وغير المالية. باعتباره يقوم بعملية إنشاء الأوراق المالية المدعومة من قبل مجموعة من قروض أو مستحقات، بالإضافة إلى إمكانية تخفيض تكاليف التمويل من ناحية ، باعتباره أيضاً أداة لإدارة المخاطر من ناحية اخرى.

كما يستخدم التمويل أيضاً كأداة لتمويل الشركات ، وهو الدور الذى تقوم به شركة الكيان ذو الغرض الخاص (SPE) فى عملية التوريق المنظم بشكل صحيح.

كما يمكن الحصول على التصنيف الائتمانى فى عملية التوريق التى من شأنها ان تسمح ببيع الأوراق المالية المدعومة بالأصول.

قائمة المراجع:

أ. المراجع بالعربية

- ١- د. حسين فتحي عثمان : التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني ، بحث منشور ضمن اعمال مؤتمر الأسواق المالية والبورصات كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، مارس ٢٠٠٧ .
- ٢- د. خاسف جمال الدين " فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية" بحث مقدم إلى مؤتمر: "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في جامعة سطيف في الجزائر، خلال الفترة: ٢٠ و ٢١ أكتوبر ٢٠٠٩ م".
- ٣- د. رياض اسعد ، " ندوة اسس تكوين وإدارة محافظ الإستثمار " ، الأقصر ، جمهورية مصر العربية "، خلال الفترة من ٢٠ - ٢٣ / ١٩٩٧ .
- ٤- د. سعيد عبد الخالق - ندوة توريق الحقوق المالية أبعاده ومحدداته - بحث منشور في ندوة التورق والتوريق بين

- الشريعة والتطبيقات المعاصرة ، عقد في
مركز صالح كامل - جامعة الأزهر - ٢٠٠٧.
- ٥- د. عبد الحميد جوفي "إعادة التمويل الرهني و أثره على المنظومة المالية و
المصرفية في SRH الجزائر دراسة حالة شركة
إعادة التمويل الرهني"، مجلة الاكاديمية العربية
المفتوحة في الدنمارك ، العدد الثاني.
- ٦- د. فتحية اسماعيل محمد مشعل " التوريق وعلاقته بالأزمة المالية
العالمية الراهنة - رؤية فقهية معالجة " -
المؤتمر العلمى السنوى الثالث - كلية الحقوق
- جامعة المنصورة ، فى الفترة من ١-٢/
٢٠٠٩ .
- ٧- د. مدحت صادق أدوات وتقنيات مصرفية " ، دار غريب ، القاهرة ،
٢٠٠١ .
- ٨- د. محمد عبد الحليم عمر " الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها
المعاصرة وتداولها"، بحث منشور فى الدورة
التاسعة عشرة ضمن ندوة بين التورق
والتوريق بين الشرعة الإسلامية والتطبيق
المالى المعاصر ، مركز صالح كمال ، نوفمبر
٢٠٠٧ .
- ٩- د. منى قاسم : صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية
الليبنانية، ١٩٩٥

بـ المراجع الأجنبية

- 1- Anne Benoit-Moury et al, *Chronique de droit à l'usage du notariat*, 1ère édition, Ed Larcier, Belgique, 1999
- 2- Brian Caplen “ *Emerging Markets*, *Euromoney Magazine* “, December 1998.
- 3- Andrew Smithers, “ *Why Markets will Fall*” *The Economist* “ *The world in 1999* “ January 1999.
- 4- Diane Audino, *The Rating Agency Approach to Credit Risk* , Euromoney publication plc 1996.
- 5- Anad K. Battacharya & F.J Fabozzi, *Asset Backed Securities Pub*, F. J. Fabozzi, October 1996
- 6- Frank J. Fabozzi , *the Handbook of Mortgage Backed Securities* , Pub, Mc Grew – Hill ,

4th ed, January 1998.

- 7- Anad K. Battacharya & F.J Fabozzi, Asset Backed Securities Pub, F. J. Fabozzi, October 1996.
- 8- THOMAS W. ALBRECHT** AND SARAH J. SMITHCORPORATE LOAN SECURITIZATION: SELECTED LEGAL AND REGULATORY ISSUES.
- 9- Anne Benoit-Moury et al, **Chronique de droit à l'usage du notariat, 1ère édition, Ed Larcier, Belgique, 1999.**

ج- المواقع الإلكترونية

- 1- Vinod Kothari's securitization website: www.vinodkothari.com
- 2- <http://infotechaccountants.com/forums/attachments/2/1/4/4/0/1736.attach>
- 3- www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=134926 -
- 4- www.arablawinfo.com
- 5- www.ao-academy.org/docs/scientificjour2A.pdf
- 6- www.jps-dir.com/Forum/forum_posts.asp?TID=2426&PN=4&get=last - 144k - **Résultat complémentaire consulté le 18/09/2006.**
- 7- <http://www.tashreaat.com>
- 8- <http://www.qanoun.net>
- 9- "http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization"20 December 2006