

أثر التوريق على الأزمة المالية العالمية

The impact of securitization on the global financial crisis

تاريخ النشر: 2021/01/31	تاريخ القبول: 2020/02/20	تاريخ الإرسال: 2019/11/06
-------------------------	--------------------------	---------------------------

*ط.د. عبدلي سهام

جامعة مولود معمري - تيزي وزو

sihamabdelli@gmail.com

ملخص:

عرف العالم العديد من الأزمات المالية التي أضرت بالنظامين المالي والنقدي الدوليين، ومن بين أهم هاته الأزمات نجد الأزمة المالية العالمية (2002 - 2009)، وعرفت بأزمة الرهن العقاري في البداية، ولكن انتقلت إلى أزمة مالية ومنها إلى اقتصادية، ولعل من أهم الأسباب الرئيسية في هذه الأزمة هو التوسع المفرط في عمليات التوريق المصرفي للديون، حيث تم الإفراط في توريق رهون العقارية والمضاربة على المشتقات المالية، وهما من بين أهم الأسباب والعوامل الرئيسية التي أدت إلى ظهور وانتقال الأزمة المالية العالمية (2002 - 2009) إلى باقي دول العالم.

وفي الأخير تم التوصل إلى أن عمليات المصرفي طورت في عمل الأسواق المالية، إلا أن التوسع المفرط فيه أدى إلى تفجير الأزمة المالية العالمية واتساع الهوة بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي.

الكلمات المفتاحية: التوريق المصرفي، الرهن العقاري، أزمة الرهن العقاري، الأزمة المالية العالمية.

Abstract :

The world has known many financial crises that had their affected on international financial and monetary systems. Among the most important of these circumstances, we find the global financial crisis (2002-2009). known as a crisis of first

*المؤلف المرسل: عبدلي سهام

mortgages, but that has changed to financial and economic crisis.

The main reasons for the emergence of this crisis is the excessive expansion of bank debt securitization of mortgages and real estate speculation on derivatives classified as the most important reasons and the main factors financial instruments that led to the emergence and transmission of the global financial crisis (2002- 2009) to the rest of the world.

At the and the securitization transaction that are developed from the work of financial markets, but their over-expansion led to the financial crisis which growing gap between the real economy and financial economics.

Key Words: *Securitization banking, Mortgage, The Mortgage Crisis, The global financial crisis*

مقدمة:

إن الأزمة المالية التي تفجرت على نطاق واسع في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم طالت أوروبا لتشمل بعد ذلك آثارها العديد من الأسواق في مختلف دول العالم، أثارت الكثير من التساؤلات فيما يتعلق بأسبابها، واتجه البعض إلى القول بأن الممارسات التي سادت في أسواق المال، وانعدام الرقابة عليها بناءً على الفكر المعتمد في الاقتصاد الحر، وهو الحرية المطلقة للسوق، وعدم تدخل الدولة في تنظيمها، على اعتبار أن السوق يستطيع تصحيح نفسه بنفسه، كانت من أسباب الأزمة.

لكن اتجه الكثيرين إلى الربط بين الأزمة المالية العالمية وتقنية التوريق، فمع ابتكار الأدوات المالية الجديدة أو ما يطلق عليها اسم المشتقات المالية، كانت آلية التوريق في طليعة هاته الابتكارات من قبل النظام المالي الأمريك، حيث تسمح هاته التقنية للبنوك والمؤسسات المالية باسترجاع قيمة القروض الممنوحة لتوفير المزيد من السيولة اللازمة لتقديم قروض جديدة، وقد توسعت البنوك في نظام التوريق، وهو تحويل الائتمان إلى أسهم وسندات تباع في الأسواق العالمية، وهي سوق قائمة على المالية الافتراضية، وترتبط بالمضاربات المستقبلية، فاعتبرت تقنية التوريق لدى الكثيرين سببا رئيسيا في الأزمة العالمية.

ولمحاولة فهم هذه الأزمة يجب التطرق بمزيد من التفصيل لهذه التقنية - التوريق- وكذا البحث في الأسباب العميقة للأزمة المالية العالمية وكل ذلك للإجابة على الإشكالية التالية

- هل يعتبر التوريق سببا في الأزمة في الأزمة المالية العالمية؟ وهل هناك أسباب أخرى ساهمت في هاته الأزمة؟

وللإجابة عن هاته الإشكالية اعتمدنا في بحثنا على المنهج التحليلي المقارن، وتطرقنا إلى الموضوع من خلال ثلاث مباحث:

المبحث الأول: ماهية التوريق.

المبحث الثاني: أسباب ومراحل الأزمة المالية العالمية.

المبحث الثالث: أثر التوريق على الأزمة المالية العالمية.

المبحث الأول : ماهية التوريق

إن توريق القروض الرهنية أداة مالية مستحدثة، من ابتكارات النظام المالي الأمريكي، وتم استيرادها من قبل مختلف الدول، وللإطلاع أكثر على هذه التقنية المالية نقسم المبحث إلى مطلبين، نتطرق إلى مفهوم التوريق في المطلب الأول، والأطراف الفاعلة في هذه العملية في المطلب الثاني.

المطلب الأول : مفهوم التوريق

وستتطرق فيه إلى تعريف التوريق، تطوره التاريخي وأخيرا أهميته.

الفرع الأول : تعريف التوريق

سنقوم بإيراد التعريف اللغوي، الفقهي، ثم التعريف التشريعي وذلك كما يلي:

أولا : التعريف اللغوي

التوريق ترجمة للمصطلح الفرنسي Titrisation، وللمصطلح الأنجلو سكسوني Sécurisation، ويطلق عليه المشرع الجزائري مصطلح التوريق، أما المشرع المغربي فيطلق عليه اسم التسنيد.

ثانيا : التعريف الفقهي

يعرفه البعض على أنه " أداة للربط بين السوق المصرفية وسوق المال، من خلال

عمليتين:

- يناط بالأولى إعادة تمويل مانح الائتمان عبر نقل أصوله غير السائلة، والمتمثلة في محفظة حقوقه على مدينه، إلى المنشأة الوسيطة بطريقة حوالة الحق.
 - وتختص الثانية بتفتيت هذه الأصول إلى وحدات تطرحها المنشأة الوسيطة للاكتتاب في صورة صكوك مالية قابلة للتداول¹.
- بينما يعرفه البعض الآخر على أنه " عملية تفوت بمقتضاها مؤسسة الائتمان محفظة ديون موحدة تفويتا كاملا ومحاسبيا لصالح كيان قانوني ذي طبيعة خاصة يؤسس حصريا لهذا الغرض مقابل مبلغ مالي يؤديه هذا الأخير، فتسند الديون يمثل أداة للتمويل وتوفير السيولة اللازمة لمؤسسات الائتمان قصد تمكّنها من إعادة تمويل قطاعات معينة"².

ثالثا : التعريف التشريعي

لقد تطرقت المادة 2 من قانون التوريق 05-06³، التوريق كما يلي:

" يقصد في مفهوم هذا القانون بما يأتي:

- التوريق: عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، وتتم هذه العملية على مرحلتين:
 - تنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى.
 - قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق ممثلة القروض الرهنية".
- كما تطرق أيضا المشرع المغربي إلى تعريف التوريق، أو كما أطلق عليه تسمية تسند وذلك في المادة 2 من القانون 10-98⁴ المتعلق بتسند الديون الرهنية وذلك كما يلي " التسند العملية المالية المتمثلة في قيام صندوق التوظيف الجماعي للتسند بشراء ديون رهنية يؤدي ثمنها بواسطة حصيلة إصدار حصص ممثلة لتلك الديون، وعند الاقتضاء بواسطة حصيلة اقتراض سندي معتمد على تلك الديون وفقا للأحكام الواردة في هذا القانون".
- في حين عرفت المادة الثانية من القانون 33-06⁵ الجديد المتعلق بتسند الديون الرهنية وغير الرهنية - التوريق- التسند بقولها "هو العملية المالي المتمثلة في قيام صندوق توظيف جماعي للتسند يمتلك ديون مؤسسة أو مجموعة مؤسسات مبادرة بواسطة إصدار حصص وعند الاقتضاء سندات دين".

ومن خلال التعريفات السابقة يتضح بعض الاختلافات لاسيما في تحديد مجال التوريق وذلك كما يلي:

- إن تعريفي المشرع الجزائري والمغربي للتوريق يظهر اختلافا في مجال الأصول محل التوريق أو ما يمكن القول عنه استباق المشرع المغربي للمشرع الجزائري بخطوة في هذا المجال، حيث يتبين أن المشرع الجزائري قد قصر التوريق على القروض الرهنية، التي عرفها في المادة الثانية من القانون 05-06، بأنها السلفيات الممنوحة من البنوك والمؤسسات المالية في إطار تمويل السكن، اقتناء مسكن، اصلاحه، توسيعه، بناء مسكن، ومن هنا يتضح أن المشرع الجزائري حصر هذا القانون بقطاع السكن، دون باقي القطاعات الاخرى.

أما المشرع المغربي بناءً على التعريفين السابق ذكرهما فيتضح أن في تعريفه للتوريق في المادة الثانية من القانون 10-98⁷ أنه يخاطب الديون الرهنية، فهو منح صندوق التوظيف الجماعي للتسديد صلاحية شراء الديون الرهنية فقط، في حين أن القانون الجديد رقم 33-06⁸ يخاطب الديون الرهنية وغير الرهنية، حيث أن المشرع المغربي استخدم لفظ الديون دون أن يحدد إذا كان الأمر يتعلق بديون رهنية أو غير رهنية، وهو ما يؤكد أن المشرع المغربي في القانون الجديد وسع من دائرة الديون التي يمكن توريقها.

ومن هنا فإن مجال توريق الديون يختلف من دولة لأخرى حسب ما تحدده قوانينها ونطاق تطور تقنية التوريق فيها.

الفرع الثاني : التطور التاريخي للتوريق

بدأ نشاط التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية عقد الستينات من القرن الماضي، فطبقا للتعديلات التي تمت سنة 1968، وعلى إثرها تم فصل الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري إلى هيئتين منفصلتين⁹ هما:

- فانب ماي Finnie Mae وهي الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري وبالتالي فهي تحمل نفس اسم الوكالة الاصلية واحتفظت بنفس وظائف هذه الأخيرة.

- جيني ماي Ginnie Mae: وهي الوكالة الوطنية الحكومية للرهن وتعتبر أول من أسس نظاماً تقنياً جديداً لتوريق القروض في الولايات المتحدة الأمريكية وفي العالم سنة 1970،

ومن ثم توسع نطاق تقنية توريق الديون ليطلق ديونا أخرى بدل الاقتصار على الديون الرهنية، كالقروض الاستهلاكية وقروض اقتناء السيارات. وبعد الولايات المتحدة الأمريكية، كانت المملكة المتحدة أول البلدان التي تبنت التوريق، وتعتبر حالياً من أكبر الأسواق النشطة في هذا المجال، إذ بدأ العمل به سنة 1984، ويعود نجاح التوريق في المملكة المتحدة واحتلالها الصدارة بين البلدان الأوروبية في هذا المجال إلى مرونة إطارها القانوني المعد للتوريق، وفعالية التشريع الخاص بالمصادرة في حالة العجز عن الوفاء¹⁰.

الفرع الثالث : أهمية التوريق

إن التوريق تقنية تسمح للبنك بتدوير جزء من الأصول السائلة الناتجة عن توريق أصول غير سائلة، الضامنة لديونه لدى الغير، دون أن يتطلب ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانيته، ويعتبر أيضاً مصدراً مهماً لتوفير السيولة بالنسبة للدول النامية التي تعاني من عدم القدرة على الإقراض طويل الأجل، وقد عمدت بعض المؤسسات المالية إلى توريق بعض موجوداتها كوسيلة لتحسين تصنيفها الائتماني. بالإضافة إلى أن التوريق يتيح تأمين قروض سكنية لذوي الدخل المحدود في غياب قدرة الدولة على التمويل، وإحجام المؤسسات المالية في ظل المخاطر المرتفعة لهذا النوع من القروض¹¹.

المطلب الثاني : الأطراف الفاعلة في عملية التوريق

وتنقسم إلى أطراف متدخلة بصورة مباشرة، وأطراف متدخلة بصورة غير مباشرة وسيتم التطرق لذلك كما يلي:

الفرع الأول : الأطراف المتدخلة بصفة مباشرة

وتتمثل في المؤسسة المتنازلة والهيئة المكلفة بالتوريق والمؤتمن المركزي على السندات.

أولاً : المؤسسة المتنازلة

وتسمى هذه المؤسسة بالمؤسسة المبادرة لعملية التوريق، وهي مؤسسة ائتمان تقوم بالتنازل عن ديونها بصفة كلية أو جزئية للهيئة المكلفة بالتوريق وذلك من أجل إعادة التمويل.

عرفها المشرع الجزائري في المادة الثانية من القانون 05-06 المتضمن توريق القروض الرهنية¹² بأنها "مؤسسة مصرفية أو مالية تتنازل بواسطة جدول التنازل، عن قروض ممنوحة في إطار تمويل السكن".

ثانيا : الهيئة المكلفة بالتوريق

تطرق المشرع الجزائري في المادة الثانية من القانون 05-06 المتضمن لقانون التورق¹³ إلى تعريف مؤسسة التوريق كما يلي: "هيئة لها الصفة المالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية" وهذه الهيئة تجسدها شركة إعادة التمويل الرهني التي تم إنشاؤها في نوفمبر 1997 وهي شركة مساهمة محدود شعارها بنك في خدمة البنوك. وفي هذا الصدد تتولى شركة إعادة التمويل الرهني عدة مهام أهمها¹⁴.

- العمل على تطوير وتحسين سوق رأس المال في الجزائر عن طريق تقديم أداة استثمارية جديدة من شأنها جذب الأموال طويلة الاجل التي تستخدم في إعادة تمويل القروض المقدمة من البنوك للمواطن.

- العمل على تطوير سوق تمويل السكن من خلال تمكين البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى من زيادة مشاركتها في منح القروض العقارية.

ثالثا : المؤتمر المركزي على السندات:

أنشئ بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 02 ذي الحجة الموافق لـ 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة والمعدل والمتمم¹⁵. وقد حددت المادة الثانية من القانون 05-06 المتعلق بتوريق القروض الرهنية وظائفه الأساسية كما يل:

- المحافظة على الأوراق المالية¹⁶.

إدارة الأوراق المالية.

- تداول الأوراق المالية بالدفع من حساب إلى حساب.

الفرع الثاني : الأطراف المتدخلة بصفة غير مباشرة

وتتمثل هذه الاطراف في المدين والمستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني.

أولا : المدين

يعتبر المدين ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي المستفيد من قرض منحت له مؤسسة بنكية أو مالية، في إطار عملية التوريق¹⁷.

ووفقا لقانون توريق القروض الرهنية الجزائري، يعتبر لدينا كل شخص تحصل على قرض رهنى مخصص لتمويل السكن، حيث يشترط في هذا القرض أن يكون مضمونا برهن عقاري.

ومن خلال القانون 05-06 المتضمن توريق القروض الرهنية، لم يعتبر المشرع المدين طرفا في عملية التوريق، رغم أن المدين هو أساس انطلاق العملية، فتقدمه لطلب القرض هو الخطوة الأولى لبدء عملية التوريق.

ثانيا : المستثمرون

هو مستثمرون مؤسساتيون كشركات التأمين، البنوك والمؤسسات المالية، يقوم هؤلاء المستثمرون بشراء السندات من مؤسسات التوريق أو مؤسسة إعادة التمويل الرهنى SRH من أجل الاحتفاظ بها بحثا على ما تدره من أرباح، أو إعادة بيعها في السوق المالية¹⁸.

ثالثا : وكالات التصنيف الائتماني

إن لوكالات التصنيف الائتماني دور بالغ الأهمية في عملية التوريق وذلك من حيث تقييمها لنوعية الحصص المصدرة¹⁹، فهي تقوم بتصنيف نوعية الحصص المعروضة للتداول أمام المستثمرين وتقدير الخطر المرتبط بالقروض ومدى ما تتمتع به من ضمانات²⁰، فالتحليل الذي تقوم به هذه الوكالات يعبر عن قدرة مصدر الورقة المالية على الوفاء بالتزاماته المتمثلة في دفع الفوائد ورد قيمة أصل القرض في نهاية فترة الاستحقاق.

المبحث الثاني : أسباب ومراحل الأزمة المالية العالمية

إن تغير السياسة الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية، من خلال اطلاقها لبرنامج " بيت لكل أمريكي" عن طريق التمويل البنكي كان بداية لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم ككل، ومن هنا سنتطرق لأسباب الأزمة المالية العالمية وكذا المراحل التي مرت بها.

المطلب الأول : أسباب الأزمة المالية العالمية

هناك العديد من الأسباب التي أدت إلى نشوء الأزمة العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية وانتقالها للاقتصاد العالمي، ونذكر أهمها فيما يلي:

الفرع الأول : تمويل البنوك الامريكية عمليات الاقراض

بنظام الرهن العقاري والتوسع في عملية التوريق

بما أن حجم التمويل العقاري كان محدودًا بمقدار ما يتوفر للبنوك من سيولة ونظام الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الاقراض المتخصصة، حيث تكون هذه القروض مصدره من قبل المؤسسات التمويلية العامة في السوق الأولية، كالبنوك العقارية، البنوك التجارية ومؤسسات الاقراض، كانت الحاجة لوسيلة من شأنها انتقال الأموال إلى المناطق التي تعاني العجز في الأموال²¹، وتوفير السيولة اللازمة لإعادة التمويل وتنشيط السوق الثانوية فكانت تقنية التوريق هي التقنية المنشودة لهذا الغرض ونظرًا لما توفره من سيولة تفوق حدود الملاءة التي كانت تعتمد عليها البنوك في منح القروض توسعت هاته البنوك في منح القروض بشكل كبير وغير مدروس بدقة مما كان سببا واضحا في حدوث الازمة المالية العالمية.

الفرع الثاني : التخفيض المقدم من قبل الحكومة الأمريكية لشروط الإقراض

وبذلك تم التوسع في منح القروض العقارية، بحيث كانت خطوات منح القروض

تعتمد على أساس مجموعة من المعايير والتي من بينها:

- العمليات المالية للشخص خلال الثلاث السنوات الماضية.
 - مدة تعويض القروض العقارية.
 - رصيد بطاقة القرض.
 - القروض السابقة.
 - مدى التزام الشخص بتسديد التزامه في وقت محدد.
- فكل هذه المعايير تحلل وتقيم وعلى أساسها يتم وضع المؤشر الرقبي الذي يحدد على أساسه مدى قدرة الشخص على تسديد التزاماته المالية، وقيم هذا المؤشر المحصورة في مجال محدد، بحيث القيمة الصغرى لهذا المجال هي 300 نقطة والقيمة الكبرى 800 نقطة²².

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الشخص الذي يتحصل على قيمة داخل المجال المحدد يستفيد من القرض بمعدل فائدة منخفض، لأن القرض يعتبر قليل المخاطر²³، أما الشخص الذي يتحصل على قيمة خارج المجال فمعدل الفائدة على القرض الذي يتحصل عليه تكون مرتفعة، لأن القرض ذو مخاطر عالية²⁴.
وتعتبر القروض العقارية عالية المخاطر سببا في الأزمة المالية العالمية، نتيجة توسع البنوك التجارية في منح هذا النوع من القرض.

الفرع الثالث : تغطية شركتي جيني ماي Ginnie Mae

وفريدي ماك Freddie Mac لـ 45% من مختطر القروض العقارية

ويتم طلك من خلال تأمين السيولة لسوق الرهن العقاري، إما بتأمين القروض في حد ذاتها أو شرائها من المصارف، وقد تم إصدار سندات معروفة باسم سندات معروفة باسم سندات المنازل المضمونة عقاريا (Residential Mortgage Based Securities, RMBS).

وقد عرفت وتيرة إصدار هذه السندات تسارعا كبيرا إذا قفزت من 740 مليار دولار سنة 1990 إلى 4000 مليار دولار سنة 2005، كما عرفت هذه الفترة ما بين 2001 إلى 2006 نمو كبير في إصدار هذه السندات، تغاضى البنوك عن معايير منح القروض²⁵.
وهنا يظهر جليا تساهل البنوك في منح القروض ذات المخاطر العالية وخاصة أن منح القرض لم يعد يشكل مشكلة في السيولة، كونها لم تعد تمنح القروض في حدود السيولة المتوفرة لديها فقط، وذلك لوجود بدائل في تأمين السيولة اللازمة، فتم منح القروض مرتفعة الفائدة دون مراعاة للنتائج السلبية التي ستترتب عن ذلك مستقبلا، كالعجز عن سداد الديون والفوائد المترتبة عليها.

وفي المقابل كسبت المؤسسات جيني ماي وفريدي ماك نفوذا سياسيا مما أدى إلى تخفيف العديد من القيود القانونية في المؤسسات المذكورتين، وعليه أصبح انعدام الشفافية هو الأمر السائد²⁶.

من خلال ما تم التطرق له من أسباب هناك عوامل ادت إلى بروز الأزمة المالية العالمية ويمكن شرحها كما يلي:

إن اتباع تقنية التوريق والتسهيل في عملية وشروط الإقراض تبعه ارتفاع الطلب عن شراء المنازل وذلك شئ طبيعي في السوق أي قانون العرض والطلب، فكان ارتفاع الطلب على شراء المنازل سببا في الارتفاع الحاد في أسعارها، وهذا ما أدى إلى التخلف عن السداد من قبل المقترضين، ونتج عن التخلف والعجز عن السداد قيام البنوك بنزع الملكية والاستيلاء على العقارات وبالتالي دخول المقترضين (البنوك) في مرافعات قانونية مع المقترضين، ولما كانت النتيجة الطبيعية عند عجز العائلات عن سداد ديونها الناتجة عن القرض العقاري قيام البنوك بحجز السكنات المرهونة فقد انهارت أسعار العقارات التي أصبح سعرها أقل من سعر الدين المتبقي، بسبب كثرة عرض العقارات المرهونة للبيع فحدثت الأزمة المالية العالمية.

المطلب الثاني : مراحل الأزمة المالية العالمية

لقد مرت الأزمة المالية العالمية بعدة مراحل يمكن اختصارها في ثلاث مستويات

الفرع الأول : مرحلة ظهور وتصاعد الأزمة

ويمكن تحديد هذه المرحلة من سنة 2001 إلى سنة 2007، حيث أنه وفي الفترة الممتدة على مدى خمس سنوات من هذه المرحلة عرف القطاع العقاري انتعاشا في الولايات المتحدة الأمريكية، ساهم بشكل كبير في زيادة رهونات العقارية إلى نحو 71% من الناتج الاجمالي للولايات المتحدة الأمريكية، مما أدى إلى التوسع في عمليات ضخ القروض دون مراعاة القدرة على السداد²⁷.

وبدأت ملامح الأزمة المالية العالمية تتوضح في اواخر 2006 وبداية سنة 2007، فقد بدأت في القطاع العقاري وذلك للأسباب التالية:

- انخفاض الطلب على القروض العقارية.

- ارتفاع معدلات الفائدة²⁸.

- انخفاض شراء السندات.

- هبوط حاد في أسعار العقارات²⁹.

فبعد تناقص عدد المشترين في السوق الثانوية لم تتمكن المؤسسات المصدرة للقروض العقارية من بيع قرضها بشكل كامل، وعلى اعتبارها مؤسسات ذات رأس مال متواضع أصبحت على حافة الإفلاس، أثر ذلك بشكل كبير على البورصات العالمية في النصف الثاني من سنة 2007.

وبذلك تحولت الأزمة من أزمة عقارية إلى أزمة مالية مست القطاع المصرفي، ومنه أزمة اقتصادية، وكذا من أزمة داخل الولايات المتحدة الأمريكية، إلى باقي دول العالم.

الفرع الثاني : مرحلة الانفجار

بداية من سنة 2008 أصبحت قيمة العقار أقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأنها 30، وأصبح الأفراد عاجزين عن سداد ديونهم، حتى لو تطلب الامر بيع عقاراتهم المرهونة، وأصبحت الأسواق المالية بالشلل التام، ونتج عن ذلك قيام الدول الأوروبية بسحب وتجميد كافة استثماراتها في السوق العقاري الأمريكي، مما أدى إلى تراجع الافلاس وبالتالي الجوء إلى تسريح العمال، حيث قامت مؤسسات التصنيف الائتماني بتخفيض درجة الجدارة الائتمانية للسندات المغطاة بأصول عقارية، مما سبب خلل كبير في القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

وبذلك انفجرت الأزمة المالية بداية من 2008 وعجزت فرق إدارة الأزمات من التحكم فيها للحد منها بسبب قوتها وسرعتها، وهذا ما أربك أكبر اقتصاد عالمي وبسبب تشابك الاقتصاد الأمريكي مع الاقتصاد العالمي، انفجرت الأزمة في عدة دول منها اليابان، بريطانيا وباقي دول الاتحاد الأوروبي³¹.

الفرع الثالث : مرحلة الانحسار والتلاشي

تميزت هذه المرحلة بإقامة الكثير من الدول العديد من القمم العالمية، خاصة بعد سنتي 2008 و 2009، سواء كانت قمم دولية تشمل مجموعة من الدول أو لقاءات ثنائية بين دول ذات قوة اقتصادية فعالة في النظام الاقتصادي الدولي، وبالتالي عرفت هذه المرحلة تنفيذ العديد من الخطط و قمم الانقاذ المقامة من مختلف دول العالم، وبدأت مختلف المنظمات والمؤسسات المالية والاقتصادية بالعمل على إعادة التوازن لاقتصاد العالمي على الرغم من عدم القدرة على القضاء على تبعات الأزمة المالية بشكل نهائي، وهذا ما يظهر جليا في كل من الأزمة اليونانية، الإيطالية، وغيرها...³².

المبحث الثالث : مدى اعتبار التوريق سبب في الأزمة المالية العالمية

بعد تطرقنا في المبحثين الأول والثاني إلى ماهية التوريق وأسباب ومراحل الأزمة المالية العالمية على التوالي، فإننا سنتطرق في هذا المبحث إلى مدى اعتبار التوريق سبباً في الأزمة المالية العالمية وذلك من خلال آراء الفقه في المسألة والحجج المساقاة في الموضوع.

المطلب الأول : التوريق سبب الأزمة المالية العالمية

لقد اعتبر بعض الفقه أن التوريق هو سبب الأزمة المالية العالمية وذلك من خلال بعض الأسباب الظاهرية التي تم تحليل ورافقت نشوء الأزمة المالية العالمية ويمكن تلخيصها فيما يلي:

الفرع الأول : الرهون العقارية الأقل جودة³³ Subprime

ويحدث عندما يقوم المواطن الأمريكي بشراء عقار معين بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، وعند ارتفاع ثمن العقار المرهون، يقوم مالك العقار بمحاولة الحصول على قرض جديد، ونتيجة لسهولة الحصول على هذه القروض مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية (تسمى هذه الرهون، بالرهون الأقل جودة) وهي أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، توسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة، مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض ورافق ذلك الزيادة الهائلة في توريق هذه الديون العقارية، للتوسع الإضافي في عمليات الإقراض وذلك عندما تجتمع لدى البنوك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى، بضمان هذه المحفظة.

الفرع الثاني : الارتفاع المستمر لأسعار المباني في الولايات المتحدة الأمريكية

إن التوقعات المتفائلة لارتفاع أسعار العقار من قبل المحللين أدى بالبنوك لتخفيض شرط الاقتراض على العملاء وإقراض عملاء ذوي ملاءة ضعيفة، ويرجع سبب هذا الارتفاع إلى انخفاض سعر الفائدة، وبالتالي ارتفع الطلب على العقار ومنه زيادة سعره، وبذلك تشجعت الشركات العقارية إلى خفض معايير الإقراض خاصة فيما يتعلق بالفئات ذو المخاطر المرتفعة³⁴.

الفرع الثالث : نقص مختلف أنواع الرقابة على المؤسسات المالية

إن نقص مختلف أنواع الرقابة (القبلية، الآنية، البعدية) على المؤسسات المالية الوسيطة على المنتجات المالية والتي هي نتاج توريق الديون. وقد نتج عن عمليات التوريق هذه زيادة في معدلات عدم الوفاء بالديون لرداءة العديد من تلك الديون، مما أدى إلى انخفاض قيمة هذه السندات المدعومة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية بأكثر من 70%، أي أن شركات التوريق قامت بإصدار سندات بقيمة هذه الديون، وطرحها في السوق للاكتتاب بقيمة أكبر من القيمة التي اشترتها بها من البنوك الأولى³⁵.

الفرع الرابع : انخفاض سعر الفائدة

انخفاض سعر الفائدة حتى وصل 01 % سنة 2003 زهي فوائد ناشئة عن القروض التي أثقلت المتعاملين مع البنوك وهي ما يجنيه أصحاب الديون بعد بيعها لشركات التوريق، وجعل الديون المشتراة سندات، وبيعها مرة أخرى ليستفيد حملت السندات من الفوائد.

حيث يقوم البنك بتمويل العميل 80% من قيمة العقار بسعر فائدة ثابتة أو متغير مرتبط بتغير أسعار فائدة معينة، بحيث هناك بنوك ترفع قيمة الفائدة على القرض عندما يغير البنك الفدرالي الأمريكي سعر الفائدة، وكذلك عدم السداد لمرة واحدة يجعل العميل يدفع ثلاثة أضعاف الفائدة على القسط الذي لم يسدده³⁶.

الفرع الخامس : القانون التنظيمي غير الدقيق

إن التنظيم القانوني غير الدقيق سمح للمؤسسات المالية بحمل نسبة عالية من الضمانات التي يدعمها الرهن للديون المكفولة ومن جانب آخر دعم التحذير المبكر فيما يتعلق بنسبة الأصول المدنية مما يفسر عدم كفاءة البنوك ويظهر جليا عدم كفاءة الإدارة من خلال القروض التي كانت تقدمها مقابل ضمانات غير كافية، وكانت أول سبب لظهور أزمة الرهن العقاري³⁷.

الفرع السادس : تحول الاقتصاد العالمي من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الوهمي

القائم على المضاربة والمخاطرة وهذه الأدوات كلها من ابتكار الرأسمالية الجديدة وهي مشكلة حقيقية والاقتصاد الوهمي يمثل ما يزيد عن 40 مرة ضعف الاقتصاد الحقيقي بمعنى أن التدفقات المالية التي ترتبط بالاقتصاد الوهمي هي من بورصات

ومضاربات قد أدخلت الأسواق المالية في دوامة لم تخرج منها من خلال عمليات توريق متعاطمة وتقديم قروض متزايدة، ومن جانب آخر أدى عدم التوافق بين النمو المتعاطم في الثورة الورقية (ممثلة في أسواق المال) والنمو المحدود في الثورة الحقيقية وتقلصت القدرات العامة والاجتماعية للدول، وتسلب اقتصاد الاستهلاك³⁸.

المطلب الثاني : التوريق ليس سبب الأزمة المالية العالمية

يبدو للوهلة الأولى أن التوريق هو السبب الرئيسي في حدوث الأزمة المالية العالمية، لكن إذا ما تم تحليل الظروف المرافقة للأزمة يظهر أنه هناك عوامل أخرى أثرت على التوريق وأحالاته من أداة مالية لحل مشكلات التمويل إلى حجر زاوية الأزمة المالية العالمية ومن هذه العوامل ما يلي:

الفرع الأول : الاستخدام السيئ لبعض المؤسسات

استخدام الكونجرس الأمريكي بمؤسسة FNMA بغرض شراء الرهون من البنوك باستخدام أموال دافعي الضرائب، رغم أنه كان بإمكان هذه المؤسسة الاقتراض من الأموال الحكومية الفدرالية، وهذا كانت FNMA قادرة على احتكار سوق الرهن الثانوي وفي سنة 1968 قامت الحكومة الفدرالية الأمريكية بخصخصة هذه المؤسسة، وبدل من تحويل هذه المؤسسة إلى مؤسسة خاصة على نحو حقيقي، قاموا سنة 1970 بتبني شركة أخرى هي FHLMC لتكون المنافسة لها، وبوجود هاتين المؤسستين، وقيام البنك الاحتياطي الفدرالي في 2002 بعرض الأموال غير المحددة فعليا على البنوك، وهكذا تم دعم الرخاء الإسكاني بشكل مصطنع بفعل إصدارها نسبته 100% من الرهون للمقترضين لا يتمتعون بمصداقية ائتمانية، واستمرت المؤسسات المالية بإصدار الرهون، و السماح للمعايير بالهبوط وذلك لأن بإمكانها أن تقوم ببيع تدليسي لهذه الرهون العقارية بكونها شبه ممتازة لمؤسستي FNMA و FALMC واللذان ستقومان بوضعها في مجتمعات من الرهون العقارية و التي بدورها سوق تباع إلى صناديق استثمارية وإلى عامة الجمهور على كونها استثمارات رفيعة الدرجة تتميز بأدنى حد من المخاطرة المالية، وهذا عكس ما هي عليه فعلا³⁹.

الفرع الثاني : عدم تماثل المعلومات

إن أحد العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك

أن الطرف الأخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عند اتخاذ قرارات خاطئة، حيث من المفترض أن يكون للبنك كل المعلومات عن العميل عند إتمام عقد القرض، لكن في الواقع هذا غير صحيح، فعند منح القرض العقاري مثلا البنك لا يعلم مسبقا إن كان الشخص المقترض لديه فعلا نية تسديد الأقساط، كما لا يعلم إن كانت لديه علاقات سابقة مع البنوك أم لا، مثلا هل للمقترض مشكلة في العمل قد تؤدي به إلى الإقالة أو الاستقالة وهذا ما يترتب عليه تزايد المخاطر المعنوية، وهو ما من شأنه أن يعوق التشغيل الكفاء للنظام المالي والمصرفي.

فالأزمة المالية عبارة عن أسواق المال التي يكون فيه سوء الاختيار و المخاطر المعنوية سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية⁴⁰.

الفرع الثالث : إنهيار أسعار أسهم البورصة الأمريكية بعد هجمات 11 سبتمبر 2001

لقد أدت هجمات 11 سبتمبر 2001 بالولايات المتحدة الأمريكية على برجى التجارة العالمية بنيويورك ومقر البنتاغون (وزارة الدفاع الأمريكية) بواشنطن إلى خسائر كبيرة بالسوق المالي الأمريكي وكذا سوق الأوراق المالية الدولية، وهذا يرجع بالأساس إلى كون عدد معتبر من الشركات الكبرى تقع بمركز التجارة العالمية والبالغ عددها 600 شركة من 26 دولة، وبذلك توقفت البورصة الأمريكية ولمدة طويلة، فقرر البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض معدل الفائدة من جهة والسماح للشركات بالتدخل لشراء أسهمها تفاديا لتراجع الأسعار.

الفرع الرابع : بعض الأسباب الأخرى التي ساهمت في نشوب الأزمة المالية العالمية⁴¹

إضافة إلى كل الأسباب السابقة هناك بعض الأسباب الأخرى غير المباشرة التي أدت إلى الأزمة العالمية ويمكن تلخيصها فيما يلي:

1- أدت السياسات غير المتماسكة لبوش إلى تعميق العجز في الميزانية الأمريكية وهذا بسبب النفقات العسكرية المتزايدة للولايات المتحدة الأمريكية على ما يسمى الإرهاب في كل من العراق وأفغانستان وذلك بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 وقد بلغ مجمل النفقات في الحرب على العراق نحو 03 تريليون دولار، وهذا ما أدى إلى تضاعف حجم الدين الأمريكي ما أحدث عجزا في الميزانية.

- 2- تضاعف حجم الدين الأمريكي خلال الفترة ما بين (2002 - 2007) حيث كان قبل هاته الفترة حوالي 1.9 تريليون دولار فقد بلغ في ديسمبر 2007 حوالي 2.9 تريليون دولار أي ما يماثل حوالي 70% من الناتج المحلي الاجمالي، وقد وصل إلى حوالي 72.5% من الناتج المحلي الاجمالي في 30 ديسمبر 2008، وهو بذلك يتجاوز مستوى الحد المقبول دولياً⁴².
- 3- وجود ثغرات وفجوات قانونية من شأنها صناعة أزمات تمويلية في ظل عدم وجود قانون مالي موحد خاصة فيما يتعلق بالاستيلاء على أموال الغير من دول أجنبية محلياً.
- 4- ضياع القيم والأخلاق والعرفية المصرفية والتمويلية في العلاقات بين البنوك ببعضها البعض، وكذا نشوء العديد من المنظمات المالية والتي بسبب الانفلات في هذه الأعراق والأخلاق التمويلية ومنه تهيئة المناخ لحدوث الأزمة التمويلية.
- 5- الغياب العام للانضباط الذاتي والمؤسسي، الذي هو صورة لعمل وسلوك الفرد داخل وخارج المؤسسة، مقابل تفشي المضاربات والغش والكذب والتدليس وبذلك اشتدت الأزمة في ظل هذه الظروف الغير انضباطية.
- مما سبق وتطرقنا إليه من حيث اعتبار التوريق سبب أو عدم اعتباره سببا في الأزمة المالية العالمية فإن الرأي العام الأرجح هو أن التوريق يعتبر أداة لتجنب الأزمات المالية ويرجع ذلك إلى العديد من مزايا التوريق ويمكن إبراز هاته الأهمية من خلال ما يلي:
- أسعار الفائدة فكما سبق ذكره فإن الادوات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض من شأنها أن توفر وسائل جديدة للتمويل، وبالتالي تدخل في المنافسة مع وسائل التمويل الأخرى مما يؤثر على أسعار الفائدة بالانخفاض⁴³.
 - تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية وبشروط وأسعار أفضل.
 - تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنوع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات وخلق علاقات ارتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن وسوق الأوراق المالية.
 - رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أن التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات (تعتبر جزء من رأس المال) بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المتأتية من عمليات التوريق.

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال دون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية⁴⁴.
- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج أو بطاقة الائتمان.
- تقليل مخاطر الائتمان للأصول من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من قطاعات مختلفة.

الخاتمة:

إن تقنية التوريق تعتبر من الابداعات المالية التي أوجدت حلولاً للبنوك فيما يتعلق بالسيولة، ومنها المزيد من فرص الاستثمار، لكن هاته الاداة تتم استغلالها من طرف مدراء البنوك في كسب المزيد من الارباح و المكافأة المالية، دون مراعاة النتائج الخطيرة التي ستترتب عن هذا الاستقلال، ومن بينها تعريض النظام المالي للخطر على المدى الطويل، ومن هنا تعتبر البنوك السبب الأول لحدوث الأزمة المالية العالمية، لأن انعدام الرقابة على أسواق المال وعلى بنوك الاستثمار كان من أسباب الأزمة، وكان لزاماً على البنوك الالتزام بـ -أحكام اتفاقية بازل للرقابة على البنوك في حدود التوسع في الإقراض بأن لا تتجاوز نسبة محددة من رأس المال المملوك لهذا البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس المال.

- ضرورة اخضاع بنوك الاستثمار وكافة المصارف والمؤسسات المالية لرقابة البنوك المركزية.

- ضرورة الرقابة على سمسرة الرهون العقارية والمشتقات المالية.
 - والرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادة الجدارة الائتمانية .
 - ضرورة توحيد النظام الرقابي للبنوك، وذلك من خلال ارساء قواعد ملزمة للرقابة على المؤسسات في كافة الدول التي تتعامل مع بعضها البعض، فالأزمة المالية العالمية بدأت بالولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت إلى باقي دول العالم.
- فكل هاته القواعد لو يتم الالتزام بها يمكن تفادي أزمات مالية عالمية من هذا النوع في المستقبل كون أن التوريق في حد ذاته تقنية تنطوي على العديد من القواعد

و ذات أهمية كبيرة، لكن سوء استعمال هاته الاداة هو ما كان سببا في الأزمة المالية العالمية وليست الأداة في حد ذاتها.

إضافة إلى ذلك يمكن اقتراح بعض الحلول فيما يخص تقنية التوريق:

- إن اعتماد البديل المالي الإسلامي على المستويين العملي والإيديولوجي كفيل بحل المشكلة معتمدا على الاقتصاد الإسلامي
- فأما الحل التطبيقي فيمكن في اعتماد التوريق الإسلامي ومنع الفوائد الربوية والأخذ بمبدأ المشاركة الربحية
- أما الحل المذهبي فيتمثل في الأخذ بمبدأ الحرية المنضبطة الإسلامية بدلا من الحرية في المذهب الرأسمالي والتي تكون مطلقة
- ولاعتماد هذه الحلول على المصاريف الإسلامية تطوير المنتجات التمويلية والخدمات المصرفية المتوافقة مع أحكام الشريعة

الهوامش:

- 1 هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الأجلة، التوريق، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2004، ص 6.
- 2 أدريوش سفيان، تسنيد الديوان الرهنية مقارنة قانونية ومالية، أطروحة لنيل الدكتوراه في القانون الخاص(قانون الأعمال المغربي)، جامعة محمد الأول، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، وجدة، المغرب، 2004 – 2005، ص 21.
- 3 قانون 05-06، مؤرخ في 21 محرم عام 1427، الموافق لـ 20 فبراير 2006، يتضمن توريق القروض الرهنية، ج. ر. ج. عدد 15، الصادر بتاريخ 12 صفر 1427 الموافق لـ 12 مارس 2006.
- 4 ظهير شريف رقم 1-99-193 صادر في 13 جمادى الأولى 1420 الموافق لـ 25 غشت 1999، بتنفيذ القانون 10-98 الصادر في 16 شتنبر 1999. (قانون مغربي خاص بتسنيد الديون الرهنية).
- 5 ظهير شريف رقم 1-08-95 الصادر في 20 شوال 1424 (20 أكتوبر 2008)، بتنفيذ القانون رقم 33-06 المتعلق بسندات الديون القابلة للتداول والقانون 24-01 المتعلق بعمليات الاستحفاظ، النشور بالجريدة الرسمية المغربية، عدد 5684، 21 ذي القعدة 1429 (في 20 نوفمبر 2008)، (قانون مغربي).
- 6 المادة 2 من القانون 05-06 مرجع سابق.
- 7 المادة 98 - 10، مرجه سابق(قانون مغربي)
- 8 القانون 33-06 المتعلق بالديون الرهنية وغير الرهنية (مرجع سابق).
- 9 أمحمد الشانغ، أثر عمليات التوريق في ظهور الأزمة المالية العالمية (2002-2009)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، الأغواط، 2013، 2014، ص 28.

10- OUCHEM FARIDA, *La titrisation des créances hypothécaire, Mémoire en vue d'obtention du diplôme de magister en sciences économiques, Faculté de sciences économiques, Commerciales et des sciences de gestion, U.M.M.*

- 11 عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك، حالة بنك التنمية المحلية، مذكرة مقدمة كجزء لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة، السنة الجامعية 2007 – 2008، ص 16.
- 12 المادة 2 من القانون 05-06 مرجع سابق.
- 13 المادة 2 من القانون 05-06 مرجع سابق.
- 14 طالي لطيفة، الزاوي فريدة، القرض العقاري، بحث لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع العقود والمسؤولية، جامعة الجزائر، كلية الحقوق، السنة الجامعية 2001-2002، ص 147.
- 15 المرسوم تشريعي رقم 10-93 الصادر في 23 مايو 1993، متعلق ببورصة القيم المنقولة، ج. ر. ج، عدد 34 مؤرخة في 23 مايو 1993، المعدل والمتمم بالأمر رقم 10-96 الممضي في 10 يناير 1996، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج. ر. ج، عدد 03 مؤرخة في 14 يناير 1996.
- 16 يقصد بالأوراق المالية حسب قانون التوريق 05-06 سالف الذكر " الالتزامات المالية المدعومة بقروض رهنية من الرتبة الأولى"
- 17 بلعيساوي محمد الطاهر، " توريق القروض الرهنية في التشريع الجزائري" مجلة الأكاديمية للبحث القانوني، عدد 2، كلية الحقوق، جامعة بجاية، 2010، ص 166.
- 18 كسال سامية، دور نظام توريق القروض الرهنية في تمويل الترقية العقارية، مجلة الحقوق والحريات، عدد تجريبي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، قسم الحقوق، كلية العلوم السياسية، ص 215.
- 19 محمود محي الدين، " الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق"، موسوعة التوريق 2، بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنونات العقارية، مجلة إتحاد المصارف العربية، القاهرة، 2008، ص 156 .
- 20 أحمد فاروق وشاحي، عملية التوريق بين النظرية والتطبيق، دراسة لأحكام القانون المصري والقوانين المقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص 156 .
- 21 سمير آيت عكاش، الأزمة العقارية وأثرها على معايير لجنة بازل، المعارف مجلة علمية محكمة، قسم العلوم القانونية والاقتصادية، العدد العاشر، جوان 2011، المركز الجامعي، العقيد محمد أكلي محند أولحاج، ص 160.
- 22 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 150 .
- 23 الرهون العقارية التقليدية ويكون معدل الفائدة فيه منخفض لوجود ضمانات كافية، تجعل نسبة المخاطر منخفضة.
- 24 الرهون العقارية منخفضة الجدارة الائتمانية، ويكون معدل الفائدة مرتفع لتحمل مخاطر مرتفعة.
- 25 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 150 .
- 26 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 151 .
- 27 سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية نهاية الليبرالية المتوحشة، المركز الكندي لدراسات الشرق الأوسط، مونتريال كندا، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 36 .
- 28 حازم السيد حلبي عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي ومصر، بحث مقدم في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، فترة من 1 – 6 أبريل 2009، بعنوان الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، المجلد الثاني، ص 1395.
- 29 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 154 .

- 30 غويي العربي، الراهن والمحتمل من استمرار الأزمة المالية وتدهور أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري، بحث مقدم في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، فترة من 1-6 أبريل 2009، بعنوان الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، المجلد الثاني، ص 991.
- 31 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 155 .
- 32 طارق عبد العال حماد، حكومة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2009، ص 31 .
- 33 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 155 .
- 34 زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة، "الأسباب والدروس المستفادة"، الملتقى الدولي الثالث عشر حول إدارة المخاطر في المؤسسات، الأفاق والتحديات 25-26 نوفمبر 2005، جامعة شلف، ص 7-9 .
- 35 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 158 .
- 36 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 156 .
- 37 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 160 .
- 38 صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية، في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المؤتمر العلمي الثالث عشر، فترة ما بين 1-6 أبريل 2009، بعنوان الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العلمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، المجلد الثاني، 2009، ص 1264.
- 39 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 160 .
- 40 بن رجم محمد خميسي، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 69، 70 .
- 41 الخضيري محسن محمد، الإعصار التمويلي، نظرة متكاملة إلى الأزمة التمويلية العالمية، من حيث المظاهر والأسباب والعلاج، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009، ص 86-87 .
- 42 أمحمد الشانغ، المرجع السابق، ص 164 .
- 43 بن رجم محمد خميسي، المرجع السابق، ص 63 .
- 44 سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، دليل المحاسبين من الموقع www.jps.dir.com/Forum/Forum