

تمهيد:

يعتبر إنشاء مؤسسات إعادة التمويل الرهني من بين الآليات و الأساليب الحديثة التي تم التوصل إليها في البلدان المتطورة كحل لمشكلة تمويل قطاع السكن الذي يعتبر قطاع استراتيجي ذو أهمية قصوى في تنشيط و تفعيل حركة الاقتصاد الوطني، و كذا لعجز المصارف عن تلبية طلبات تمويل السكن المرتفعة نظراً لطبيعة مواردها المالية القصيرة الأمد (لأن القروض السكنية المطلوبة هي طويلة الأمد). إذاً فإن إعادة التمويل الرهني يهدف إلى تيسير شروط الإقراض السكني و معالجة قضية تعتبرها كل الدول ذات أهمية قصوى سواءً أكان ذلك على المستوى الاجتماعي أو على المستوى الاقتصادي¹.

من هذا المنطلق، سنتناول في هذا الفصل دراسة المؤسسات المالية لإعادة التمويل الرهني كمبحث أول ثم سوق الرهن و القروض المدعمة سندياً كمبحث ثاني، أما المبحث الثالث فسيتمحور حول أثر إعادة التمويل الرهني على الائتمان البنكي.

المبحث الأول:

¹ عبد القادر بلطاس، الاقتصاد المالي و المصرفي "السياسات و التقنيات الحديثة في تمويل السكن"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون سنة طبع، ص ص 56-67.

مؤسسات إعادة التمويل الرهني

قبل التطرق إلى دور و أثر مؤسسات إعادة التمويل الرهني على الائتمان البنكي وقبل التطرق كذلك إلى إنشائها و ظهورها، يتعين علينا أولاً معرفة ماهية إعادة التمويل الرهني من وجهة نظر الاقتصاد المالي و المصرفي، أين سنقوم بإعطاء أهم المفاهيم و التعاريف المرتبطة بهذا المصطلح، و سيكون ذلك في المطلب الأول، أما المطلب الثاني فنخصصه لدراسة الآلية التي تتم بها عملية إعادة التمويل الرهني، ثم بعد ذلك نتطرق إلى إنشاء و ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهني في الدول المتطورة أولاً ثم انتشارها في باقي دول العالم ثانياً، كمطلب ثالث.

المطلب الأول: ماهية إعادة التمويل الرهني

قبل البدء بدراسة ماهية إعادة التمويل الرهني يجدر بنا أولاً معرفة مختلف المفاهيم الاقتصادية التي تندرج تحته ثم التركيز على دراسة هذا المصطلح بمختلف مركباته.

1- مفهوم إعادة التمويل البنكي:

هو مصدر التمويل الثالث الذي يلجأ إليه البنك (بعد أمواله الخاصة و الودائع التي يحصل عليها من الجمهور) لإعادة تشكيل سيولته المتأثرة بالقروض التي منحها. وتتم عملية إعادة تمويل البنوك بطريقتين: إعادة التمويل عن طريق إعادة الخصم و إعادة التمويل في السوق النقدية¹. وهو نفس ما يذهب إليه "Ahmed Silem" و "J.M Albertini" في معجمهما الاقتصادي، حيث يقصد بإعادة التمويل البنكي إعادة تشكيل سيولة البنوك قصد استطاعتها منح قروض جديدة، سواءً من خلال إعادة خصم الأوراق المالية التي في حيازتها أو اللجوء إلى السوق النقدية².

2- مفهوم القرض الرهني « le Prêt hypothécaire »:

و هو القرض الذي يستند على ضمان حقيقي « sûreté réelle » (بناية، أرض)³، و حسب هذا المعنى فإنه كل قرض عقاري هو بالضرورة قرض رهني*، إلا أنه لا يمكن اعتبار كل قرض رهني قرض عقاري، لأن القرض الرهني أشمل معناً⁴، و هذا عائد لنوع الرهن كما رأينا قبل هذا عند تطرقنا لأنواع الرهون*.

و ينقسم القرض الرهني إلى عدة أنواع نورد أهمها في ما يلي:

¹ الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص ص 218-219.

² Ahmed Silem, Jean-Marie Albertini, op.cit, P523.

³ Ahmed Silem, Jean-Marie Albertini, op.cit, P182. et Nicolas JACHET et al, **Rapport d'enquête sur l'hypothèque et le crédit hypothécaire**, Ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie, France, 24 novembre 2004, P5. et Kamel CHEHRIT, **Techniques et pratiques bancaires - financières et boursières**, Ed G.A.L, Alger, 2003, P152.

* في غالبية الدول يعتبر القرض العقاري قرض رهني، ماعدا في فرنسا فإنه قد لا يكون بالضرورة كذلك، فهناك قروض ذات مبالغ ضئيلة تمنح بدون ضمانات.

⁴ Nicolas JACHET et al, op.cit, P5.

* أنظر الفصل الأول ص 15-16.

أ- القرض الرهنى ذو سعر فائدة ثابت و متغير «Prêt hypothécaire à taux fixe et

« variable»: القرض الرهنى ذو سعر فائدة ثابت هو القرض الذي يبقى فيه سعر الفائدة دون تغير خلال فترة القرض ويكون على العموم (سعر الفائدة) أقل ارتفاعاً، و يمكن أن تختلف مدة القرض من ستة أشهر إلى عشرون سنة، لكن الفترة الأكثر سرياناً هي خمس سنوات، وكلما كانت فترة القرض أطول كان سعر الفائدة أكثر ارتفاعاً. أما القرض الرهنى ذو سعر فائدة متغير فهو القرض الذي يخضع فيه سعر الفائدة لتقلبات السوق النقدية؛ حيث نادراً ما يتغير أكثر من مرة واحدة في الشهر. الدفع الشهري يبقى بدون تغير لفترة محددة من الوقت، لكن القسط المدفوع المخصص للسداد الرئيسي يمكن أن يتغير تبعاً لسعر الفائدة¹.

ب- القرض الرهنى ذو نصاب مرتفع «Prêt hypothécaire à quotité élevée»: و

هو القرض الذي تكون قيمته أكبر من 75 % من القيمة التقديرية للملكية أو من سعر شرائها إذا كان هذا الأخير أقل ارتفاعاً. ينبغي أن يكون هذا القرض مقترن بتأمين، و على المقترض تسديد مصاريف الاكتتاب (و الأقساط التي يمكن أن تضاف إلى قيمة القرض) للمؤمن².

ج- القرض الرهنى العادي «Prêt hypothécaire ordinaire»: و هو القرض الذي لا

تفوق قيمته 75 % من القيمة التقديرية للملكية أو من سعر شرائها إذا كان هذا الأخير أقل ارتفاعاً. القروض التي تفوق قيمتها هذا الحد ينبغي أن تؤمن³.

د- القرض الرهنى المغلق و المفتوح «Prêt hypothécaire «ouvert» et «fermé»»: و

القرض الرهنى المغلق هو القرض الذي يمكن أن يسدد بالتقادم، إلا في بعض الحالات، فإنه يتلقى فيها المقرض تعويض. القرض الرهنى المفتوح هو القرض الذي يمكن أن يسدد في أي وقت، بدون أية غرامة⁴ « pénalité ».

هـ- القرض الرهنى القابل للدفع المسبق «Prêt hypothécaire remboursable par

« anticipation»: هذا النوع يسمح بتسديد القرض مجزئاً أو كلية في أي وقت و بدون غرامة، لكن سعر الفائدة يكون عادةً أكثر ارتفاعاً. ينصح الخبراء باختيار هذا النوع لفترة سداد قصيرة إذا كانت أسعار الفائدة مرتفعة، و تحويله (هذا القرض) إلى قرض رهنى مغلق (حيث أن غالبية المقرضين يقبلون بتحويل هذا النوع من القروض إلى قرض مغلق) إذا كانت أسعار الفائدة منخفضة⁵.

و- القرض الرهنى المجزأ «Prêt hypothécaire fractionné»: و هو القرض الذي

يسمح فيه بتجزئ القرض الرهنى بحيث يسدد جزء منه بسعر فائدة و لفترة معطاة و الجزء الآخر يسدد

¹ <http://www.scotiabank.com> & <http://www.cmhc-schl.gc.ca/fr>

^{2, 4, 5} <http://www.scotiabank.com>

^{5, 2} <http://www.cmhc-schl.gc.ca/fr>

بسعر فائدة وفي فترة مختلفين عن الجزء الأول. كما يمكن تجزيء هذا النوع من القروض إلى فترتين للسداد و ثلاث أو أكثر¹.

3- مفهوم إعادة التمويل الرهني:

و يقصد به إعادة تمويل القروض الرهنية، حيث يسمح هذا الأخير بجمع مجمل القروض (قرض عقاري، قرض شخصي، قرض للاستهلاك) في قرض رهني واحد بمعدل فائدة لقرض عقاري و لفترة قد تمتد إلى غاية عشر سنوات². أي أن عملية إعادة التمويل الرهني تركز على إعادة تمويل محافظ القروض الممنوحة مقابل ضمانات للشرائح الاجتماعية المحرومة من طرف الوسطاء المعتمدين (كالبنوك مثلاً) الملزمون بتقديم قائمة اسمية بالديون المعاد تمويلها للشركات (المؤسسات المالية) المختصة في إعادة تمويل القروض الرهنية³.

المطلب الثاني: آلية إعادة التمويل الرهني (دراسة حالة: فرنسا)

تختلف آليات إعادة التمويل الرهني من دولة إلى أخرى و ذلك تبعاً لعدة عوامل منها: إستراتيجية تمويل السكن في هذا البلد، السياسات و التقنيات المستعملة في تمويل السكن، النظام الاقتصادي المالي و المصرفي، مدى تطور سوق الرهن و غيرها من العوامل الأخرى التي قد تحدد هذه الآلية. لذا فإننا ارتأينا أن نأخذ مثالا لدولة تكون قد تطرقنا ولو بصورة موجزة و عامة إلى دراسة نظامها المصرفي، فوقع الاختيار على دراسة آلية إعادة التمويل الرهني في فرنسا.

1- آلية إعادة التمويل الرهني في السوق الفرنسية:

تعتبر مسألة إعادة التمويل الرهني في فرنسا انشغال متردد، منذ إنشاء السوق الرهني سنة 1966 إلى غاية القانون 1966 المؤرخ في 25 جوان 1999 الذي يقضي بإنشاء سندات عقارية مروراً بإنشاء صندوق إعادة تمويل السكن* «La caisse de refinancement de l'habitat: CRH» عام 1985.

تستخدم المؤسسات المقرضة في فرنسا القروض الرهنية و العقارية (بشكل أوسع) كأدوات تمويل تطرحها في السوق بتكلفة منخفضة، وذلك عبر وساطة ثلاث أدوات:

- صندوق إعادة تمويل السكن «CRH»، الذي يصدر سندات طويلة الأجل و يعيد التمويل بالأموال من أجل النهوض بالمؤسسات المقرضة، مقابل أن تضع هذه الأخيرة تحت تصرفه حافظة القروض الرهنية.

- القروض المدعمة سندياً «la titrisation»، التي حددت بموجب قانون 23 ديسمبر 1988، و التي تسمح بانتقال الديون «les créances» إلى السوق بعد تقسيمها إلى أجزاء متميزة

² www.schl.ca

³ Les conditions de refinancement du crédit hypothécaire et modalité de suivi, Guide SRH-DTI, Alger, octobre 2003, P1.

* في بداية إنشاء هذا الصندوق كان يسمى بصندوق إعادة التمويل الرهني (CRH : caisse de refinancement hypothécaire).

حسب درجة المخاطرة. تخص القروض المدعومة سندياً كل أنواع الديون، العقارية و غير العقارية، رهنية أو لا، حيث يؤثر مستوى و نوع الضمان بطبيعة الحال على و ضع النقاط في تقييم السندات.

- السندات العقارية التي يتم إصدارها من طرف شركات القرض العقاري «les sociétés de crédit foncier : SCF»، أين تم تجديد الإطار القانوني لهذه الأخيرة بموجب قانون 25 جوان 1999. هذه الشركات ذاتها تعيد تمويل المؤسسات المقرضة المساهمة فيها (لها أسهم في SCF) مقابل أن تتنازل لها عن ديونها الرهنية «créances hypothécaires» أو المكفولة «cautionnées» على أقصى حد. تستفيد شركات القرض العقاري من امتياز خاص في حالة إفلاس مؤسسة مقرضة، و هو ما يجعلها أكثر ثقة في أعين المستثمرين¹.

2- أداء آلية إعادة التمويل الرهني في السوق الفرنسية:

إن أداء هذه الآلية في إعادة التمويل الرهني يبقى متواضعاً إذا ما قورن بلجوء مؤسسات الائتمان إلى الأدوات الثلاث المشار إليها أعلاه (صندوق إعادة تمويل السكن، القروض المدعومة سندياً و السندات العقارية)، حيث يقدر المبلغ الإجمالي لإعادة التمويل بـ 410 مليون أورو من القروض الموجهة للسكن سنة 2003، و يقدر المبلغ الإجمالي للسندات المتداولة المستندة إلى قروض سكنية أقل من 80 مليون أورو.

إن هذا الضعف المسجل يفسر أساساً بتواجد موارد بديلة مهمة في حوزة المؤسسات المقرضة، حيث أن البنوك الشاملة و البنوك التعاونية التي تهيمن على سوق القرض العقاري تحوز على موارد إجمالية (ودائع تحت الطلب، حسابات لأجل، ادخار قانوني) تفوق 1000 مليون أورو.

هذا يفسر بأن الآليات النوعية لإعادة التمويل تستخدم في الأساس من قبل المؤسسات المتخصصة، التي لا يمكنها جمع الودائع².

المطلب الثالث: ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهني

قبل التطرق إلى ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهني يجدر بنا أولاً معرفة الأسباب و الظروف المحيطة بنشأة هذا النوع من المؤسسات المالية الذي يختص في إعادة تمويل القروض الرهنية العقارية.

1- أسباب و ظروف ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهني:

يعتبر تفاقم أزمة السكن من أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور المؤسسات المتخصصة في إعادة التمويل الرهني، حيث تشكل أزمة السكن عائقاً كبيراً بالنسبة لكل دولة من حيث التنمية الاجتماعية و الاقتصادية على حد سواء. فمن الناحية الاجتماعية تؤثر أزمة السكن تأثيراً بالغ الأهمية على سلوك الفرد

¹ Nicolas JACHET et al, op.cit, PP57-58.

² Ibid., P59.

مما يؤثر سلباً على أدائه المهني و على مردوده العملي. أما من الناحية الاقتصادية فإن قطاع السكن يعتبر قطاعاً حيوياً يجلب وراءه كل القطاعات الأخرى، فيزيد في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادية و التخفيض من البطالة و الارتفاع في الدخل الفردي.

ولحل أزمة السكن لابد من توفر السيولة اللازمة لدى البنوك كي تتمكن من منح قروض متوسطة و طويلة الأجل، فالبنوك التي تتشكل غالبية سيولتها من ودائع قصيرة الأجل لا يمكنها منح قروض على المدى المتوسط و الطويل الأجل. لأجل هذا كان لابد من التفكير في إنشاء مؤسسة مالية جديدة متخصصة في جلب الأموال المتوسطة و طويلة الأجل لتلبية طلبات البنوك في التمويل طويل و متوسط الأجل¹.

إذاً فإننا نلاحظ بأن السبب الثاني الذي يكتسي هو الآخر أهمية كبيرة، هو عجز البنوك و مؤسسات الادخار على تقديم القروض طويلة الأجل، ففي الولايات المتحدة الأمريكية شكلت الأزمة التي عرفتها مؤسسات الادخار و الائتمان في السبعينات خطراً حقيقياً من حيث الخسائر التي ألحقتها بالنظام المصرفي الأمريكي. كما أن البنك الوطني للإسكان في المجر (Hongrie)، الذي كان يعتبر من أكبر البنوك من حيث حجم المعاملات المالية المتعلقة بالسكن، كان أكثر تهديداً بالإفلاس². انطلاقاً من هذا، فإنه يتعين القيام بإصلاح في ميدان الخدمات المالية المتعلقة بالسكن من أجل تطوير نظام تمويل السكن، و هذا يستدعي بطبيعة الحال تطوير النظام المالي تأقلاً مع التحديات الحديثة في مجال العولمة و التطور السريع للأنظمة المالية العالمية، من خلال إدخال إصلاحات جذرية على الأنظمة المالية التقليدية. ولا يتأتى ذلك، إلا بالتخلي عن العادات البالية التي تحكم التسيير المالي، متجهين نحو الوساطة المالية التي تعتمد على التعددية في التعامل و التدخل في الأسواق المالية و تقديم الاستشارات اللازمة³.

تعتبر كل هذه الأسباب و الظروف، التي مرت بها التجارب العالمية في مجال تمويل السكن، من العوامل الرئيسية التي أدت إلى ظهور نموذج إعادة التمويل الرهني المطبق حالياً في أغلب الدول المتطورة و النامية، حيث يسعى هذا النموذج إلى تحقيق قفزة نوعية في المجال الاقتصادي بصفة عامة و تطوير نمو القطاع المالي، و من ثم التوصل إلى أسلوب يساعد على توزيع أمثل للمخاطرة المالية التي تحيط بحافظات البنوك الحاوية لقروض عقارية.

2- ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهني:

لقد تم البدء في إنشاء المؤسسات التي تقوم بعمليات إعادة التمويل الرهني بظهور نظام التسهيلات المالية (SMF) « Secondary Mortgage Facility » الذي يقوم على أساس توفير الأموال اللازمة من أجل و وضعها تحت تصرف السوق العقارية الابتدائية، و يتم ذلك عن طريق خلق

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص ص 19-20.

² المرجع سابق، ص 26.

³ المرجع السابق، ص 21.

مؤسسات مالية متخصصة تقوم بإصدار سندات في السوق المالية بحيث تستعمل مبالغها في إعادة تمويل الحافظات المالية المقدمة من طرف البنوك العقارية أو التجارية. و من هنا أتى التفريق بين الممول الرئيسي للقروض (البنك) و الممول الثانوي للحافظات المالية (المؤسسة المالية المتخصصة)¹.

1.2- ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهنى في أوروبا:

بدأ ظهور عمليات إعادة التمويل الرهنى في أوروبا أواخر القرن السابع عشر و بالتحديد في فرنسا، ألمانيا، إسبانيا، سويسرا و الدول الاسكندنافية، بعد إنشاء و تطوير نظام البنوك العقارية الذي كان يقوم على عدة بنوك متخصصة تعمل على منح و إدارة حافظة القروض العقارية لتلجأ فيما بعد إلى السوق المالية لإعادة تمويل هذه القروض عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية يتم شراؤها عادةً من قبل المؤسسات المالية مثل شركات التأمين التي تقوم بالاستثمار على المدى الطويل.

أما فيما يخص ظهور مؤسسات مالية متخصصة، كنموذج حديث يقوم بعمليات إعادة التمويل الرهنى، فقد كان ذلك في فرنسا بعد التدهور الذي شهدته هذه الأخيرة في مجال السوق الرهنية العقارية وانهيار كبريات بنوكها العقارية، حيث قامت السلطات الفرنسية بإنشاء مؤسسة جديدة متخصصة برأس مال خاص (سنة 1985) سميت بـ "صندوق إعادة التمويل الرهنى" « Caisse de Refinancement Hypothécaire : CRH » ليقوم بتمويل القروض العقارية و إصدار سندات و أوراق مالية عقارية في السوق المالية. استفادت هذه المؤسسة من دعم معنوي من طرف الحكومة الفرنسية تمثل في تقديم ضمانات للسندات التي تصدرها CRH في السوق المالية الفرنسية مدة أربع سنوات على التوالي.

2.2- ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهنى في أمريكا: في سنة 1930 تم إنشاء مؤسسة

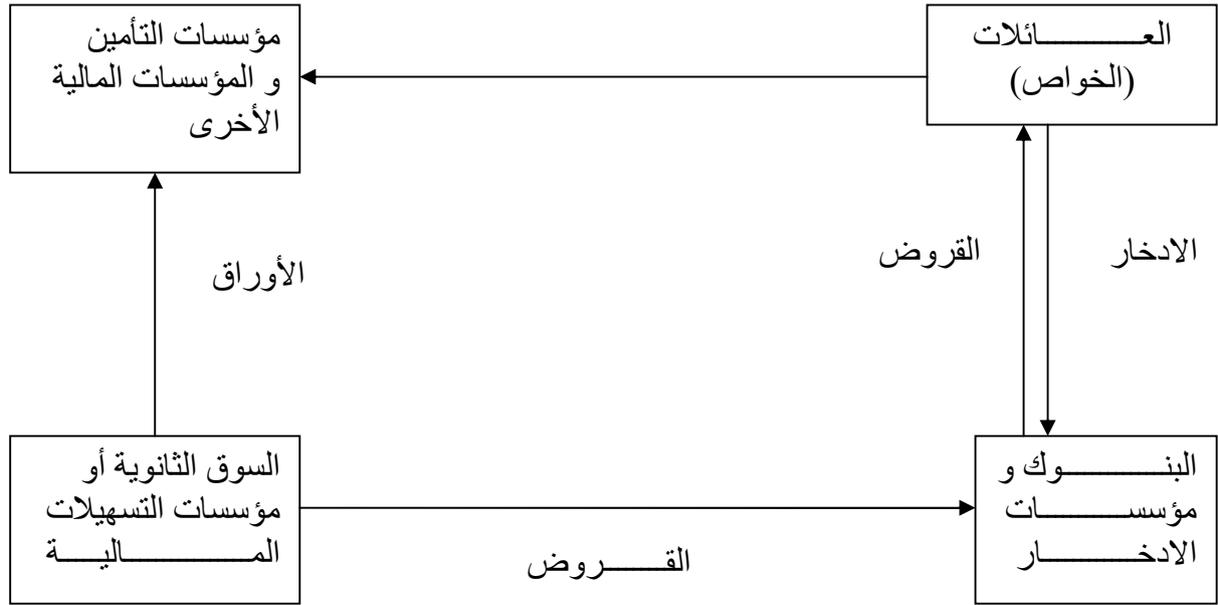
سميت بالبنك الفيدرالي لتمويل السكن « FHLB : federal home loan bank » يعمل على نظام التسهيلات المالية (SMF)، لكن يعتبر أول ظهور للمؤسسات المالية المتخصصة في إعادة التمويل الرهنى في الولايات المتحدة الأمريكية، كنموذج متطور لتمويل السكن، منتصف الثلاثينات و ذلك بعد خلق مؤسستين متخصصتين في مجال ضمان الرهن العقاري و إصدار القروض السكنية المضمونة برهونات عقارية من الدرجة الأولى، حيث تمثلت هذه المؤسسات في الجمعية الفيدرالية للسكن « Federal Home Association » و الجمعية الوطنية الفيدرالية للسكن "فاني مي" « Fannie Mae »، و لقد أدى إنشاء هاتين المؤسستين إلى تحريك نشاط السوق العقارية منذ ذلك الحين إلى يومنا هذا².

الشكل رقم 01: نظام التسهيلات المالية (SMF)

الادخار

¹ المرجع السابق، ص 89.

² المرجع سابق، ص 128.



المصدر: عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 90.

و خلال مرحلة الستينات، و بالتحديد في بداية سنة 1966، عرف نشاط السوق المالية العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية بعض الخلل و الذي يرجع سببه إلى ارتفاع طلب الحكومة على القروض من أجل تمويل الحرب في فيتنام من جهة، و إلى ارتفاع الطلب على الأموال من طرف المؤسسات المالية نتيجة التوسع الاقتصادي الأمريكي من جهة أخرى، مما استوجب إعادة هيكلة السوق الثانوية. و بموجب هذا الإصلاح تم آنذاك إعادة هيكلة "فاني مي" و اقتراحها للخصوصية و كذا خلق مؤسسة جديدة سنة 1986 ذات طابع حكومي فيدرالي سميت بـ "جاني مي" « Ginie Mae »، و ذلك بغية تدعيم النشاط الذي كانت تقوم به "فاني مي" بالإضافة إلى القيام بتمويل بعض القطاعات الإستراتيجية الخاصة بالحكومة الفيدرالية.

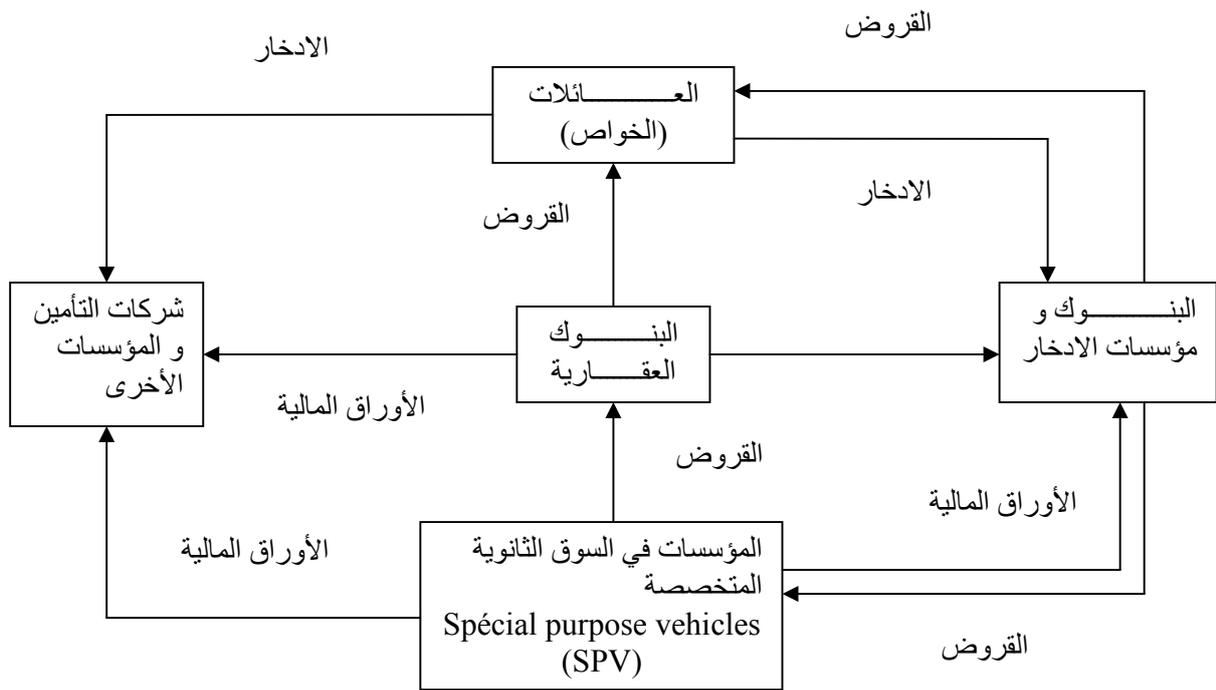
و لقد تم خلق فكرة الائتمان المتعلق بالقروض العقارية (Mortgage Securitization) مع بداية السبعينات و إسناده إلى "فاني مي" لتصبح أول مؤسسة يسمح لها بإصدار أوراق مالية مؤمنة برهونات عقارية من الدرجة الأولى، حيث سميت هذه العملية آنذاك بـ (MBS) Mortgage «¹ Backed Securities»، و كان المقصود من ورائها جلب أموال جديدة و وضعها تحت تصرف البنوك العقارية عن طريق شراء محافظ عقارية ذات نوعية رفيعة، أي أقل خطورة.

و في سنة 1970 بالتحديد، أقدمت الحكومة الأمريكية على إنشاء مؤسسة جديدة أخرى تتعامل بالقروض العقارية في السوق الثانوية، سميت بـ "فريدي ماك" « Freddie Mac »، تشجيعاً منها

¹ المرجع سابق، ص 129.

للقطاع الخاص، حيث كان الهدف من وراء خلقها شراء القروض العقارية التي تصدرها مؤسسات الادخار في الولايات المتحدة الأمريكية. و في سنة 1971 بدأت "فريدي ماك" بإصدار (MBS)، و في سنة 1975 شرعت كذلك بإصدار السندات المؤمنة برهونات عقارية من الدرجة الأولى، ليتم خلق جو من المنافسة على مستوى السوق الثانوية لتداول المحافظ العقارية¹.

الشكل رقم 02: نظام السوق العقارية الثانوية



المصدر: عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 91.

3.2- ظهور مؤسسات إعادة التمويل الرهني في الدول النامية:

¹ المرجع السابق، ص 130.

عرفت العديد من الدول النامية ظهور هذا النوع من المؤسسات المالية المتخصصة، على غرار ماليزيا، الشيلي و تايلاند، و لقد حققت هذه المؤسسات تقدماً كبيراً في مجال إعادة التمويل الرهني كنظام حديث ساهم بقوة في حل أزمة السكن لدى هذه الدول.

ولا يقتصر الأمر على هذه الدول فقط بل هناك دول نامية أخرى اعتمدت هذا النوع من المؤسسات، لكن لا يسعنا المجال لذكر كل هذه التجارب، و نكتفي فقط بالدول التي أشرنا إليها آنفاً في سياق الحديث عن النجاح الذي حققته هذه المؤسسات، مع التطرق إلى ظهور أنظمة إعادة التمويل الرهني في دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا (les pays de la région MENA).

في إطار الإصلاحات التي وضعتها الحكومة الماليزية لإنجاح عملية تمويل السكن، تم إنشاء مؤسسة إعادة التمويل الرهني « Cagamas » سنة 1986 و التي كانت أهدافها ترمي إلى إعادة تمويل البنوك و المؤسسات المالية و إصدار سندات في السوق المالية، حيث حققت هذه المؤسسة تقدماً معتبراً، بتمويلها لأكثر من 25 % من احتياجات المؤسسات المالية من قروض سكنية¹.

أما فيما يخص الشيلي، فلقد اتخذت السلطات الشيلية بعض القرارات (سنة 1991) تدعم المؤسسات المالية المانحة للقروض السكنية و كذا خلق ضمانات خاصة بها، بالإضافة إلى وضع نظام جديد يعرف بالقروض المدعمة سدياً « la titrisation » و فر لصناديق المعاشات و شركات التأمين فرصة لاستثمار أموالها بشكل مربح².

كما تعتبر تايلاند هي الأخرى من الدول التي أحرزت تقدماً في حل أزمة السكن باعتمادها على نظام محكم للتمويل الرهني يعتمد على منح قروض سكنية بأسعار فائدة متغيرة أو قابلة للتجديد و بأسعار ثابتة، إضافةً إلى إنشاء سوق ثانوية للرهن العقاري³.

يعتبر إدخال نظام إعادة التمويل الرهني في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا حديث المنشأ، و لقد كانت الأردن و تونس من الدول الرائدة في هذا المجال، أين عرفت أنظمة التمويل العقاري فيها أول ظهور لها مع بداية سنوات الثمانينات. و تم إتباع هذه التجربة من قبل المغرب، حيث تم إدخال الأنظمة الرهنية طويلة الأجل في منتصف سنوات الثمانينات. إلا أن هذه الأنظمة لا تزال في طورها الابتدائي بالنسبة لكل من الجزائر* و إيران و مصر و لم يتم تطويرها في اليمن.

في بلد واحد فقط من بلدان هذه المنطقة، ألا و هو الأردن، تم تطوير نظام تمويل السكن بصفة موسعة حيث تجاوز مبلغ التمويل 10 % من الناتج الداخلي الخام. مع ذلك فإن هذا الرقم لا يعتبر مرتفعاً نسبياً بالنسبة لاقتصاد بارز. في تونس و الأردن و كذا في لبنان و المغرب، فإن أنظمة التمويل العقاري

¹ المرجع السابق، ص 30.

² المرجع السابق، ص 29.

³ المرجع السابق، ص 31.

* تجدر الإشارة إلى أن نظام التمويل الرهني العقاري المتبع في الجزائر مقتبس من النظام الأمريكي على غرار باقي دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا.

تم تطويرها إلى ما بعد الطور الابتدائي، إلا أنها لا تزال بعد صغيرة نسبياً. في كل هذه الدول، بما في ذلك الأردن، فإن أنظمة التمويل العقاري تحفز المجموعات ذات الدخل المرتفع و الدخل المتوسط. بالمقابل، فإن المجموعات ذات الدخل الضعيف ليس لها منفذ للحصول على التمويل الرهني بسبب ضعف مساهمتها في النظام الشكلي للتمويل، و الطبيعة لا شكلية أو عدم انتظام تدفقات الدخول و نقص الضمانات¹.

المبحث الثاني:

السوق الرهنية و القروض المدعمة سندياً

إن الهدف الرئيسي من إنشاء السوق الرهنية، بشقيها: السوق الأولية و السوق الثانوية، هو السماح بمد فترة القرض العقاري و خفض تكاليفه لصالح الأفراد من خلال السماح للبنوك و المؤسسات المالية بتعبئة موارد متوسطة و طويلة الأجل، و حثها على منح سلفيات متوسطة و طويلة الأجل لفائدة الأسر و أرباب المشاريع العقارية « Promoteurs ».

لقد مرت السوق الرهنية على العموم بمرحلتين: المرحلة الأولى تم فيها تنظيم إعادة التمويل ما بين البنوك، و تشكل على هذا النحو الجزء طويل الأمد للسوق ما بين البنوك. أما المرحلة الثانية فقد تم فيها تنظيم إعادة التمويل بالسندات عن طريق مؤسسات إعادة التمويل الرهني.

ضمن هذا السياق سنتطرق في المطلب الأول إلى تنظيم السوق الرهنية و طريقة عملها ثم تطورها على المستوى العالمي؛ أما المطلب الثاني فسنخصصه لدراسة القروض البنكية المدعمة سندياً؛ و سنتناول في المطلب الثالث أهمية تطور السوق الرهنية.

المطلب الأول: تنظيم السوق الرهنية و تطورها

تعتبر السوق الرهنية مكان التقاء الطالبين و العارضين لرؤوس الأموال، مباشرة أو بواسطة سماسرة و مؤسسات إعادة الخصم².

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مختلف المعايير التي يقوم عليها تنظيم السوق الرهنية، ثم سيتم تناول أهم التطورات التي مرت بها السوق الرهنية على الساحة الدولية.

¹ La Banque Mondiale, F La performance macroéconomique et sectorielle des politiques du logement dans des pays de la région MENA, étude comparative : Algérie, Egypte, Iran, Jordanie, Liban, Maroc, Tunisie et Yémen, Avril 2005, PP21-22.

² Robert FERRANDIER et Vincent KOEN, **Marché de capitaux et techniques financières**, 4^e édition, Ed ECONOMICA, Paris, 1997, P164.

1- تنظيم السوق الرهنية:

يتميز تنظيم السوق الرهنية عموماً بأربعة أنواع من المعايير¹ هي كالاتي: نوعية المتعاملين، نوعية المعاملات المتداولة، سعر الفائدة المطبق و الأصول القابلة للتفاوض في السوق.

أ- المتعاملون « Les opérateurs »: إن المتدخلين على مستوى هذه السوق هم على العموم البنوك و المؤسسات المستثمرة (شركات التأمين، الصناديق التعاونية، ... الخ) و مؤسسات الادخار. تتدخل البنوك في السوق الأولية بصفقتها مانحة للقروض العقارية لفائدة الأسر. أما في السوق الثانوية فإنها تتدخل كمقترضة لإعادة تمويل جزء من قروضها العقارية الممنوحة للأسر. إن اللجوء إلى إعادة التمويل على مستوى السوق الثانوية سببه قلة الموارد ذات الأجل الطويلة من جهة، و بطيعة أجل السداد التي يمكن لها أن تمتد إلى غاية 25 سنة من جهة أخرى. أما المؤسسات الاستثمارية فإنه خلافاً لنظيراتها (البنوك) تتدخل في السوق الرهنية بصفقتها عارضة للأموال لأنها تتواجد بفوائض من الموارد التي يمكن إيداعها على المدى الطويل.

ب- المعاملات المتداولة: إن حجم المعاملات المتداولة على مستوى السوق الرهنية تأخذ شكل شراء فعلي لحافظات الديون الرهنية المضمونة بسندات الملكية، حيث يمكن للحافظة المالية أن تشكل من قبل بنك أو مؤسسة مالية بالاعتماد على عدد معين من الديون الرهنية المتجانسة من حيث المدة و الضمانات.

ج- أسعار الفائدة المطبقة: إن لأسعار الفائدة المطبقة على مستوى الأسواق الرهنية استحقاقات أطول، حيث تتغير ما بين 5 و 25 سنة، و تخضع لسلسلتين من العوامل: الشروط التي تغلب على مستوى السوق فيما يتعلق بالعرض و الطلب على الأموال القابلة للإقراض، و كذا تطور أسعار الفائدة على مستوى السوق المالية.

إن مستوى أسعار الفائدة التي تغلب على مستوى السوق الرهنية يمكن أن تفسر بعدد معين من العوامل مثل: مستوى المخاطرة المرتبط بعدم السداد و المبلغ الذي يعاد تمويله. كما أن مدة إعادة التمويل يمكن أن تلعب دوراً فاصلاً في تثبيت مستوى سعر الفائدة الرهني.

د- الأصول المتداولة: تخضع الأصول المتداولة في السوق الرهنية لعملية اختيار أولية. من أجل قبوله في السوق، فإن الأصل المالي ينبغي أن يكون ملبياً لعدد معين من الشروط المتعلقة بالموضوع، كالمدة و سعر الفائدة و أهمية المساهمة الشخصية و قدرة المقترض على الوفاء.

2- تطور السوق الرهنية:

¹ Abdelkader BELTAS, *le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt*, Ed EL-BORHANE, Alger, 2002, P39.

يعتبر تطور السوق الرهنية بمثابة استجابة لمشاكل تمويل السكن في الولايات المتحدة الأمريكية. قبل أزمة الكساد الكبير التي مست سنوات الثلاثينات، كانت صناديق الادخار « saving and loan » تمويل السكن بجمع الودائع قصيرة الأجل و إعادة إقراضها بأجل طويلة. هذه الأزمة أعادت النظر في هذا التوجه بسبب السحوبات الضخمة للمودعين بينما كان عجز القروض الرهنية يتوالى بوتيرة متسارعة. حينئذ قامت الإدارة الأمريكية بإنشاء ثلاث مؤسسات: الجمعية الوطنية الفيدرالية للسكن « Fannie Mae »، البنك الفيدرالي لتمويل السكن « FHLB : federal home loan bank » و الإدارة الفيدرالية للسكن « FHA : Federal Home Association »، حيث أن المؤسسة الأولى و الثانية كانتا موجهتين لإعادة تمويل القروض العقارية و الثالثة لضمان الائتمان. يركز هذا النظام الجديد على التكلفة الضعيفة للموارد التي سمحت بمنح قروض موجهة للسكن بمعدلات فائدة منخفضة عن التي هي في السوق، بعد ذلك أعيد النظر فيها بظهور متطلبات جديدة. إن زيادة مبالغ الديون الرهنية و ارتفاع معدلات الفائدة و كون سوق السكن أصبحت أكثر تنافسية، كانت الظروف التي في ظلها بادرت المؤسسات، التي ذكرناها سابقاً، بنهج أسلوب القروض المدعمة سدياً بتنظيمها لإصدار القيم المنقولة المدعمة بمجموعة من الديون « pools de créance ».

في بادئ الأمر، تعلق الأمر بالديون الرهنية حيث كانت تسمى بالأوراق المالية المدعمة برهونات عقارية « Mortgage Backed Securities – MBS »، ثم بعدها تنوعت طبيعة الديون: قرض سيارة، مبلغ بطاقة الائتمان، قروض عقارات تجارية، أي بصفة عامة كل القروض الموجهة للاستهلاك. في الوقت الحالي، هناك 90 % من الديون المدعمة سدياً في الولايات المتحدة الأمريكية مسجلة محاسبياً في الأصول الرهنية.

إن التجميع المأخوذ به في الولايات المتحدة الأمريكية لإنجاز عملية للقروض المدعمة سدياً يركز أساساً على مفهوم « Trust » الذي منه أتت فكرة إنشاء « GRANTOR TRUST » و هو نوع من المؤسسات الضامنة الذي يشكل وسيطاً لا مفر منه ما بين المؤسسة المالية التي تباع الديون العقارية و المؤسسات المالية التي تقوم بشراء هذه الديون (المستثمرون).

إن العديد من منتجات القروض المدعمة سدياً تم إصدارها في الولايات المتحدة الأمريكية منذ 1970، و يتعلق الأمر على الخصوص بالأوراق المالية القابلة للدفع فوراً « pay-through » و الأوراق المالية القابلة للتحويل فوراً « pass-through »، حيث عرفت طريقة التمويل التي تشكل القروض المدعمة سدياً « la titrisation » نجاحاً كبيراً في الولايات المتحدة الأمريكية.

يتميز النموذج الرهني الأمريكي بهيمنة البنوك المتخصصة في القرض الرهني، حيث أن هذه التنظيمات توفر قروض للمشتريين، تضعها في حافظات مالية لوقت معين ثم تبيعها في السوق الثانوية. و لقد تم تقليد هذا النموذج الأمريكي بحذافيره من قبل بقية دول العالم ابتداءً من سنوات الثمانينات¹.

المطلب الثاني: الديون الرهنية المدعمة سندياً (التوريق)

عرفت الديون الرهنية المدعمة سندياً نجاحاً مهماً منذ سنوات السبعينات سواءً في الدول المتطورة أو الدول التي هي في طريق النمو، و لقد تم حديثاً تزويد كل من المغرب، ماليزيا و الأردن بالأدوات القانونية الضرورية من أجل تطوير هذه التقنية المالية الجديدة التي تمثل فائدة عظيمة من حيث اللجوء إلى البنوك و المؤسسات المالية بغية الحصول على موارد مالية جديدة².

1- تعريف الديون المدعمة سندياً* « la titrisation »: وهي تقنية من خلالها يتم التنازل عن

مجموعة من الديون (هي في الأساس قروض) إلى معبريه مالية « véhicule financier »، حيث تُمَوَّل هي الأخرى بإصدارها لأوراق مالية تطرح في السوق. تشكل هذه الأوراق المالية القيمة المقابلة للديون³.

و تعرف كذلك بأنها تقنية لتحويل المخاطر، تساهم في الفعالية المتنامية للنظام المالي⁴. كما تسمى هذه العملية بالتوريق المصرفي، و هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك. لذلك يتمثل مصطلح التوريق (أو التسنيد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول "Marketable Securities" أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين. وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو معبريه " Bridging" أي 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 الإفلاس⁵.

¹ L'évolution du marché hypothécaire, Bulletin mensuel de la SRH - Spa N° 1, Janvier 2005, P3.

² Abdelkader BELTAS, La titrisation 'Un concept porteur de valeurs', Bulletin mensuel de la SRH - Spa N°1, Janvier 2005, P6.

* هناك مصطلح آخر يطلق على هذه العملية خاصة في بلدان المشرق العربي حيث تعرف « la titrisation » بـ "التوريق" أو "التسنيدي".

³ Anne Benoit-Moury et al, Chronique de droit à l'usage du notariat, 1^{ère} édition, Ed Larcier, Belgique, 1999, P228.

⁴ Robert FERRANDIER et Vincent KOEN, op.cit, P170.

⁵ <http://www.tashreaat.com>, <http://www.qanoun.net>

و يطلق البعض الآخر على عملية "la titrisation" مصطلح الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة، باعتبارها أداة للربط بين السوق المصرفية و بين سوق المال، من خلال عمليتين: يناط بالأولى إعادة تمويل مانح الائتمان عبر نقل أصوله غير السائلة و المتمثلة في محفظة حقوقه على مدينه، إلى المنشأة الوسيطة بطريق حوالة الحق. و تخص الثانية بتفتيت هذه الأصول إلى وحدات تطرحها المنشأة الوسيطة للاكتتاب في صورة صكوك مالية قابلة للتداول¹.

و لقد 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 "ديلي" و فاتورة نقل الحق القابلة لعمل "بروستو" عن عدم دفعها و غيرها.

و بالنظر إلى التجارب الأجنبية، وبالتحديد في البلدان الناطقة باللغة الإنجليزية، فإن الديون الرهنية يبدو بأنها تشكل الدعامة الطبيعية للقروض الرهنية المدعمة سندياً².

ونظراً لحافز التأثير الإيجابي لنظام "la titrisation" الذي أبرزه التطبيق العملي، قام المشرعون في العديد من الدول إلى مد نطاق تطبيقه خارج القطاع المصرفي. هذا فضلاً عن أنه يتيح أمام المستثمرين في أسواق المال أداة مالية جديدة هي صكوك الاستثمار الجماعي.

2- نظام الأوراق المدعمة برهونات عقارية « MBS : Mortgage Backed Securities »:

إن الهدف الأساسي من خلق سوق رهنية يكمن في توجيه الادخار الخاص ذو الفترات المتوسطة و الطويلة نحو التوظيف طويل الأجل للقطاع العقاري³.

إن تواجد سوق رهنية مرتبط غالباً بتقنية الديون الرهنية المدعمة سندياً. و لشرح هذه التقنية نبسطها على النحو التالي: تقوم مؤسسة مالية ما (البنك) بمنح قروض للمواطنين الذين يرغبون في امتلاك سكن بعد تقديم الضمانات اللازمة في شكل مرهونات عقارية، بعدها يقوم البنك بجمع كل القروض التي منحت للزبائن ليخلق منها محفظة مالية، ثم يقوم بعد ذلك ببيعها إلى مؤسسة مالية متخصصة في التعامل بهذا النوع من القروض في السوق الثانوية بعد الاتفاق مع البنك (البائع) بإدارة محفظة القروض العقارية مقابل عمولة يتفق عليها سلفاً. و بعد نجاح عملية الشراء من طرف المؤسسة المالية، تقوم هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية، مضمونة بالمرهونات العقارية التي تتضمنها المحفظة

¹ هشام فضلى، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة-التوريق، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2004، ص 6.

² Robert FERRANDIER et Vincent KOEN, op.cit, P164.

³ Abdelkader BELTAS, le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt, op.cit, P39.

المالية، تطرحها في السوق المالية لتستعمل فيما بعد المبالغ المحصلة منها في شراء محافظ عقارية أخرى، وهكذا تتوالى عملية البيع و الشراء¹.

إن غالبية الدول التي تبنت نظام الديون الرهنية المدعمة سنياً كانت تطمح إلى تحقيق هدفين مستقلين²:

- ضمان إعادة تمويل الديون الرهنية باللجوء إلى السوق و ليس عن طريق النظام البنكي.
- الحد من السرعة الزائدة للتداول النقدي، التي تسبب في شكل من الأشكال الخلق النقدي.

3- أنماط نظام الأوراق المدعمة برهونات عقارية:

هناك العديد من الأنظمة المدعمة برهونات عقارية التي أنشأت و طورت كلها، كما رأينا، في الولايات المتحدة سنوات السبعينات، حيث نجد إضافة إلى نظام الأوراق المدعمة برهونات عقارية نظام آخر يسمى بنظام الأوراق المالية المدعم بالأصول «Asset-Backed Securities: ABS»، و ما يسمى بـ «Mortgage Backed Bonds (MBB)» أو سند دين مدعم بالعقار.

كما ينبثق عن نظام الأوراق المالية المدعمة برهونات عقارية نظامين هما:

نظام الأوراق المالية المدعمة برهونات عقارية القابلة للدفع فوراً «pay-through securities» و نظام الأوراق المالية المدعمة برهونات عقارية القابلة للتحويل فوراً «Mortgage pass-through securities : MPTS»، حيث يصنف هذا الأخير من الجيل الثاني من (MBS) و لقد حقق نجاحاً و قبولاً واسعاً لدى المستثمرين في الأوراق المالية و ذلك لسهولة تطبيقه و فهمه إضافة إلى كونه ذو عائد معتبر. إن هذا النوع من الأوراق المالية مدعم كذلك برهونات عقارية إلا أنه يظهر كدين في ميزانية المؤسسة المالية التي تتداول القروض العقارية³. و نظراً لأهمية الجيل الثاني لـ (MBS) أي (MPTS) فإننا سنتطرق إلى مفهومها ثم أهميتها و مميزاتها.

أ- مفهوم الأوراق المالية المدعمة برهونات عقارية القابلة للتحويل فوراً MPTS:

تعرف MPTS بأنها تلك الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق المالية، بعد القيام بوضع جميع القروض العقارية التي تم منحها و التي لها صفة مشتركة في "مجمع" «POOL»، ثم يتم بيع هذا المجمع، مدعماً برهونات عقارية، بسعر فائدة موحد في السوق الثانوية، بحيث تكون للمرهونات العقارية المدعمة لهذا النوع من الأوراق نفس الخصائص سواءً من حيث أسعار الفائدة المستحقة أو

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 206.

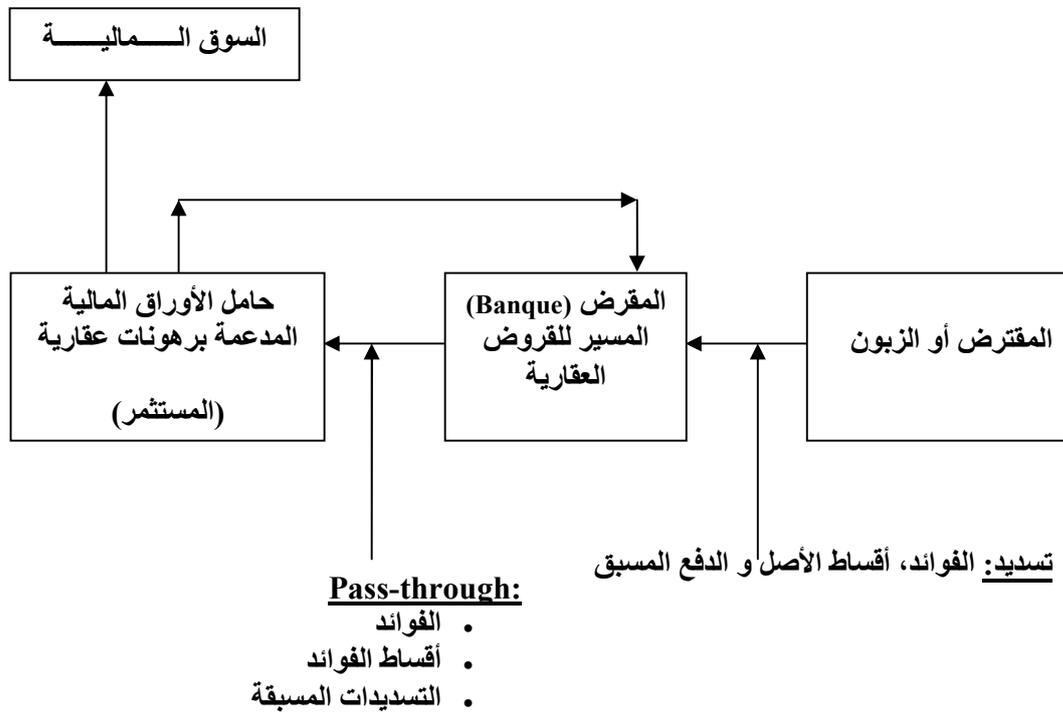
² Abdelkader BELTAS, le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt, op.cit, P40.

³ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 207.

الأقساط الشهرية أو المدة الزمنية المخصصة لاستهلاك القرض... الخ، وبالتالي يأخذ "المجمع" صفة قرض عقاري منفرد (أحادي).

تتمثل المهمة الأساسية للبنك المكلف بإدارة هذا النوع من القروض العقارية (MPTS) في تحصيل المستحقات الشهرية (مبلغ الفوائد) و الأقساط الخاصة برأس المال (المبلغ المقترض) ثم تحويلها (المستحقات) فوراً "pass-through" إلى صاحب الأوراق المالية العقارية بعد استقطاع عمولة الإدارة، بوليصة التأمين و كل الأعباء الأخرى التي تم الاتفاق عليها في عقد إدارة محفظة القروض العقارية¹.

الشكل رقم 03: خريطة MPTS



المصدر: عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 209.

ب- أهمية الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية القابلة للتحويل فوراً:

تتمثل أهمية MPTS في كونها تتمتع بالمرونة في التعامل من خلال توفيرها لإمكانية إجراء عملية التسديد المسبق للقرض الفردي المكون للمجمع دون التعرض لدفع غرامات إضافية، الشيء الذي يسمح بتطوير المحافظ العقارية أو "المجمع" أكثر فأكثر فيؤدي ذلك إلى دفع تنمية سوق القروض العقارية الثانوية.

¹ المرجع السابق، ص 208.

إن كون مجمع القروض العقارية يحتوي على آلاف القروض الفردية أو على مئات أو عشرات القروض فإن هذا يشجع المستثمرين على الاستثمار في محفظة مالية متنوعة بدلاً من اللجوء إلى الاستثمار في محافظ مالية غير متنوعة تكون نسبة المخاطرة فيها أكبر¹.

ج- مميزات الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية القابلة للتحويل فوراً:

تتمثل مميزات² MPTS في عدة عناصر نذكر منها:

- نوع الضمانات.
- عدد المقرضين المسموح بهم في "المجمع".
- التصميمات المتعلقة بالقروض العقارية.
- صفات القروض العقارية في "المجمع".
- طريقة التسديد.
- الحد الأدنى للقروض العقارية "للمجمع".

نوع الضمانات المقدمة: تتمتع MPTS بنوعين من الضمانات. النوع الأول يتمثل في ضمانات تسديد الفوائد المستحقة و أقساط المبلغ الأصلي وفق آجال استحقاقهما بصرف النظر عن مقدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته، أي في حالة عجز المقترض عن الدفع فإن المؤسسة الضامنة هي التي تتكفل بدفع المستحقات الشهرية مكانه إلى مالك المستند. و يعرف هذا النوع من الضمان بـ "التعديل الكامل للتحويل الفوري" أو « Fully modified pass-through ».

أما النوع الثاني من الضمانات فيشمل تسديد الفوائد و أقساط المبلغ المقترض، على أن يتكفل الضامن بتسديد الفوائد فقط في وقتها دون أن يتكفل بتسديد أقساط القرض في وقت محدد، و لكن تحول (أقساط القرض) إلى صاحبها عند استلامها من الدائنين على أن لا يتعدى ذلك وقتاً معيناً. و يسمى هذا النوع من الضمانات بـ "تعديل التحويل الفوري" أو « Modified pass-through ».

عدد المقرضين المسموح بهم في "المجمع": يمكن للمجمع أن يتكون من قروض منحت من طرف مؤسسة مالية واحدة أو عدة مؤسسات مالية، على أن تتوفر جميع القروض المكونة للمجمع (كما رأينا عند تطرقنا لمفهوم الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية القابلة للتحويل فوراً) على خصائص مشتركة. عند تعدد المقرضون في المجمع فإن ذلك يشكل ما يعرف بالتنوع في المحفظة العقارية، بحيث تكون هذه الأخير في هذه الحالة أقل عرضة للمخاطرة. و قد يكون هذا التنوع على أساس إقليمي أو جغرافي.

¹ المرجع السابق، ص 209.

² المرجع السابق، ص ص 210-211-212.

التصميمات المتعلقة بالقروض العقارية في "المجمع": تختلف التصميمات المتعلقة بالمجمع تبعاً للمرهونات العقارية، فقد تكون التصميمات على أساس المرهونات العقارية التقليدية أو على أساس المرهونات العقارية المستحدثة مثل: نظام الفوائد القابل للتعديل (ARM : Adjustable-Rate Mortgages) أو النظام الذي يأخذ بعين الاعتبار تحركات معدلات الفائدة أو النظام المبني على الفوائد المزدوجة.

صفات القروض العقارية في "المجمع": لكي تشكل القروض العقارية الممنوحة عنصراً في "المجمع" لدعم سند القرض العقاري، فإنه ينبغي أن تتوفر على الشروط التالية:

- يجب تصنيف القروض العقارية حسب الضمانات التي تعتمد عليها.
- تحديد الحد الأقصى للمبلغ المقترض بشكل دوري.
- تحديد المدة الزمنية التي انقضت على منح القرض (هناك حد أقصى).
- مدة الاستحقاق يجب أن تكون موحدة، رغم كون بعض القروض لها مدة استحقاق أقل أو أكثر، بمعنى يمكن تحديد مدة الاستحقاق بـ 20 سنة مع العلم أن هناك بعض القروض مدة استحقاقها قد تكون أقل أو قد تكون أكثر.
- يجب تحديد هامش الفائدة المسموح به مسبقاً.

طريقة التسديد: ينبغي توحيد طرق تسديد المستحقات القابلة للتحويل الفوري لتفادي التأخير في دفع المستحقات المتفق عليها و فق زمن محدد.

الحد الأدنى للقروض العقارية "المجمع": يتوقف الحد الأدنى للقروض العقارية "المجمع" على الشروط التي يضعها المستثمر الذي سيقوم بشراء المحفظة العقارية.

4-دوافع عمليات التوريق:

لعل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للجوء إلى عمليات التوريق يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية (بحيث يصعب الحصول على ضمانات الخزينة بسبب محدودية الموارد) حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك.

و التوريق في هذه الحالة يعد بديلاً مناسباً حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة « Recycle Cash » الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية.

إلى جانب هذا، أو بالتوازي معه، ثمة مجموعة من الدوافع و الأهداف لعمليات التوريق في مقدمتها ما يلي¹:

- 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 للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط و أسعار أفضل وفترات سداد أطول.
- تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، و إنعاش سوق الديون الراكدة.
- تخفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات.
- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، و تنشيط سوق تداول السندات.
- التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الائتمان وغيرها.

5- تكلفة التوريق:

إن إنجاح 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.

¹ <http://www.tashreaat.com>

ومن ناحية أخرى، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الائتمان، ومخاطر الضمان، وحالات الإفلاس سواءً للمصدر أو للحاصلين على القروض، ومخاطر السوق، بالإضافة إلى مخاطر مؤسسية للجهات العاملة في التوريق، ومخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق¹.

المطلب الثالث: أهمية تطور السوق الرهنية

مع نهاية الثمانينات و تحديداً بدءاً من سنة 1995، قامت عدة دول على امتداد القارات الخمس بتطوير سوق القروض الرهنية آخذين مرجعيتهم في ذلك النموذج الرهني المطور في الولايات المتحدة الأمريكية، و يعود هذا الاختيار للأسباب التي سيتم طرحها فيما يلي.

لقد مر تطوير النموذج الرهني الأمريكي بعدة مراحل نوجزها فيما يلي:

إن التوجه نحو سياسة نقدية "monétaire" اتبعت من طرف بعض الدول الصناعية، خاصة مثل الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية السبعينات، أدى إلى إحداث ضائقات مالية لدى مؤسسات الادخار و الائتمان (« S&L » Saving & Loan Association) الأمريكية بداية الثمانينات. هذه الضائقة تم الشعور بها من خلال ارتفاع معدلات الفائدة عن مستوياتها المعتادة التي لم تعرف منذ أزمة الثلاثينات، و مستوى تضخم ذو نمو شبه سريع (Overheating).

حتى و إن كان الهدف المرجو على ما يبدو من هذه السياسة يتمحور أساساً حول خفض معدلات التضخم، فإن أثره على أرض الواقع كان بالأحرى محسوس به من خلال الارتفاع المعتبر لمعدلات الفائدة الحقيقية و التقدير المهم للنقد الأمريكي.

إن التفسيرات المقدمة آنذاك كانت ترمي إلى كون معدلات الفائدة الحقيقية لا يمكن لها أن تكون انتقالية إلا في حالة ما إذا تترجم بارتفاع مماثل لمعدل المردودية للأصول المالية المتبادلة في السوق المالية.

فضل الأمريكيون سياسة نقدية مقيدة وجدت في نهاية المطاف أمام نتائج غير منتظرة، لأن تسيير مقيد للكتلة النقدية ينبغي من المفروض أن يقود إلى ارتفاع في معدلات الفائدة الحقيقية على المدى القصير مع إبقاء معدلات الفائدة الحقيقية على المدى الطويل دون تغيير. إلا أنه يمكننا ملاحظة بأن معدلات الفائدة الحقيقية على المدى الطويل تكون مرتفعة بمقدار ما تكون المعدلات على المدى القصير.

في الواقع إن مؤسسات الادخار و الائتمان « S&L » كانت عاجزة، خلال فترة طويلة، على القيام بتعاملات مالية للسكن باقتراضها على المدى القصير و بمنحها لقروض عقارية طويلة الأمد.

إن سير النظام كان يبدو مقبولاً حتى انهيار معدلات الفائدة سنة 1979، و قبل هذا التاريخ كان الاقتصاد الأمريكي (و حتى الأوروبي) يتميز باستقرار نسبي للأسعار و لمعدلات الفائدة.

¹ <http://www.tashreaat.com>

تبعاً لمثل هذه الوضعية فإن مؤسسات الادخار و الائتمان « S&L » كانت، خلال هذه الفترة، في وضعية يستحيل بمقتضاها الاستمرار في دفع معدلات فائدة جد مرتفعة على إيداعات قصيرة الأجل في حين أن هذه الإيداعات نفسها كانت موظفة على الأمد الطويل بمعدل فائدة ثابت كان أقل بكثير ارتفاعاً من معدلات المدى القصير، و نذكر أن مثل هذه الحالة قد عرفت الجزائر في نهاية التسعينات. إن القرار الحسن و الحكيم الذي كان يفترض أن يؤخذ في تلك الفترة، من أجل تقليص الآثار السلبية لمثل هذه السياسة يكمن بكل بساطة في إخراج كل الأصول طويلة الأمد من ميزانيات « S&L » و تشكيل محافظ سندات رهنية متجانسة، ثم بيعها فيما بعد في السوق الرهنية الثانوية. إن هذا القرار سمح من جهة، بتحكم أفضل في تسيير خصوم الميزانية و أدى إلى خلق حيوية على مستوى السوق الرهنية الثانوية الأمريكية، من جهة أخرى. في أوروبا، لم يكن لمؤسسات القروض الرهنية هذا الإشكال لأنها كانت فائقة الرسملة (over-capitalized). لكن الغلو في الرسملة يدل كذلك على الاستخدام السيئ للموارد النادرة في أوروبا، عكس ما هي عليه الولايات المتحدة الأمريكية¹.

1- نماذج البنوك الرهنية الأمريكية و الأوروبية المقارنة:

يتميز النموذج الرهني الأمريكي بعدة ميزات، ساهم البعض منها في تطوير نظام الديون المدعمة سدياً "securitization"، حيث سمح هذا الأخير بدوره، و بصفة أساسية، في خفض احتياج مانحي القروض الرهنية لرؤوس أموال معتبرة.

إن الأزمة التي ضربت النشاط الرهني بداية الثمانينات، في الولايات المتحدة الأمريكية، أتاحت الفرصة أمام أنواع جدد من المقرضين هم: البنوك الرهنية المتخصصة التي وفرت قروض للمالكين، شكلت بها محافظ مالية و احتفظت بها لوقت معين، ثم بيعها بعد ذلك في السوق الثانوية.

خلال سنوات التسعينات، كانت البنوك الرهنية الأمريكية مسؤولة عن حوالي 35% من القروض الرهنية، هذه النسبة وصلت إلى 55% سنة 1996. هذه المؤسسات، في الواقع، تتمتع بتنظيم مختلف شبيهاً ما عن تنظيم نظيراتها من المؤسسات في الدول الأوروبية. ففي الولايات المتحدة، على سبيل المثال، مؤسسات الائتمان تقرض الأموال للأسر، تشكل محافظ رهنية، ثم بعد ذلك تبيعها في السوق الثانوية.

من الواضح بأن في هذا النوع من العمليات يكون رأس المال المطلوب منخفض إلى أقصى حد. بينما نجد في أوروبا نفس المؤسسات التي تقرض الأموال تشكل محافظ رهنية ثم تحتفظ بها في

¹ Abdelkader BELTAS, le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt, op.cit, PP41-42.

ميزانياتها. في هذه الحالة، يستدعي الأمر إيجاد الأموال اللازمة في السوق من أجل القدرة على الاستمرار في منح القروض. هذه الخطوة في حد ذاتها تحتاج إلى مستوى رأس مال مهم¹. إن الفرق بين هذين النظامين الرهنيين يمكن أن يبين، على نحو مختصر، كالاتي:

أ- النموذج الأمريكي:

- تهيمن البنوك المتخصصة في مجال القروض العقارية على السوق الرهنية.
- إن بروز البنوك الرهنية هو محصلة أزمة ضربت مؤسسات الادخار و الائتمان في بداية سنوات الثمانينات بسبب غياب رسملة كافية.
- تتبع البنوك الرهنية القروض في السوق الرهنية أساساً إلى مؤسسات الدولة التي تتمتع على الأقل برأس المال المطلوب.
- بما أنه تتواجد سوق ثانوية فإن البنوك الرهنية لا تهتم سوى بمنح القروض للمالكين.

ب- النموذج الأوروبي:

- هناك العديد من المؤسسات المتدخلة على مستوى سوق القرض الرهني بما في ذلك البنوك التجارية، شركات التأمين، ... الخ.
- تظهر القروض الرهنية في حسابات المؤسسات المقرضة؛ فهي مؤسسات ذات رأس مال مرتفع.
- تحتفظ البنوك العقارية الأوروبية بمحافظ القروض الرهنية الخاضعة لقوانين صارمة وتعيد تمويل هذه القروض عن طريق إصدار سندات في السوق المالية أو عن طريق ودائع قصيرة الأجل.
- المؤسسات المانحة للقروض الرهنية يجب أن تتمتع بأداء عال في مجال جمع الموارد ذات الأجل الطويلة على مستوى السوق المالية من أجل القدرة على خلق ظروف ملائمة لمنح القروض الرهنية.

2- النتائج المستخلصة من النموذجين الأمريكي و الأوروبي:

يمكن استخلاص مما سبق النتائج التالية²:

- النموذج الأمريكي: البنك الرهني الأمريكي ليس في حاجة إلى حد أدنى من الأموال من أجل القيام بعمليات منح القروض الرهنية، لأن جزء مهم من هذه الديون سوف يتم بيعها على مستوى السوق الثانوية. أما المخاطر المتعلقة بها (الديون) فسوف يتم تحملها من قبل الحائزين الجدد للديون، و في هذه الحالة فإن البنوك الرهنية تتخلص من رقابة القواعد الاحترازية.

¹ Ibid., PP42-43.

² Ibid., PP43-44.

- **النموذج الأوروبي:** يتعين على البنوك الرهنية الامتثال للقواعد الاحترازية كما يجب عليها الحفاظ على نسبة للقدرة على الوفاء (un ratio de solvabilité) وفقاً للقوانين السارية المفعول. هذه النسبة المترجمة إلى مصطلح نقدي يمكن أن تمثل مبلغ لا يمكن تجاهله بالنسبة للبنك و يمكن أن تشكل في نفس الوقت حاجزاً أمام الدخول إلى سوق القروض الرهنية. إن مخاطر الائتمان المرتبطة (بما في ذلك مخاطر التسديد المسبق) تبقى تحت مسؤولية البنك و تظهر في الميزانية، و يتم مراقبتها من قبل مؤسسة الإصدار (البنك المركزي، على سبيل المثال).

إن الفرق ما بين هذين النموذجين يمكن إدراكه من خلال عنصرين:

أ- **الضمانات الممنوحة:** يوجد حالياً على الأقل ثلاث مؤسسات تهيمن على السوق الرهنية الثانوية في الولايات المتحدة الأمريكية. يتعلق الأمر بالجمعية الوطنية الحكومية للرهن Ginie « Mae » الشركة الفيدرالية للقروض الرهنية «Freddie Mac»، و الجمعية الوطنية الفيدرالية للسكن « Fannie Mae ». يضاف إليها الإدارة الفيدرالية للسكن « FHA » التي تضمن القرض الممنوح من قبل هذه المؤسسات الثلاث للأسر ذات الدخل المتوسط و الضعيف.

في الواقع، إن البنوك الرهنية الأمريكية تباع عادةً حافظاتها من القروض الرهنية إلى المؤسسات المتخصصة: « Ginie Mae »، « Freddie Mac » و « Fannie Mae ». هذه المؤسسات الأخيرة الثلاث، المستفيدة بصفة ضمنية أو جلية من ضمان الحكومة الفيدرالية الأمريكية، نجحت في خفض تكاليف الأموال المجمعة في السوق المالية بحوالي 50 نقطة أساسية (بينما نجد الدول الأوروبية قد وفقت في خفض سوى 20 إلى 30 نقطة أساسية فوق السندات الحكومية). إضافة إلى هذا، فهي مرخصة (في حالة الضرورة المطلقة) للجوء إلى الخزينة العمومية الأمريكية لإعادة تمويلها بمبلغ يصل إلى غاية 8.5 مليار دولار. من جهتها، « Fannie Mae » و « Freddie Mac » لكل واحدة منهما بنية رأس مال تقدر بـ 32 دولار من الدين (de la dette) لـ 1 دولار من رأس المال (1:32)، مقارنة بالبنوك الخاصة، حيث تقدر النسبة بـ (1:11,5). تجدر الإشارة إلى أن 50 % من مبلغ القروض الرهنية (السكنات) كان مضموناً إلى نهاية 1997.

فيما يتعلق بأوروبا، فإنه لا يتواجد هذا النوع من التسوية على مستوى فيدرالي أو مستوى حكومي الذي يسمح بإعادة تمويل مؤسسات الائتمان في السوق الثانوية. هذه المؤسسات الأخيرة ينبغي عليها أن تدبر أمرها من أجل إيجاد الأموال الضرورية القابلة للإقراض سواءً في السوق المالية، بإصدارها للسندات التي ليست بالضرورة مضمونة من طرف الدولة، أو تحت شكل جمع الودائع، لأن التشريع الأوروبي (المادة 87 و 88 من تشريع الاتحاد الأوروبي المعدل) يمنع على الدول الأعضاء منح ضمانات للسندات الرهنية. مع ذلك هناك بعض التسويات المحدودة بالزمن، التي حصلت في بعض

الدول كفرنسا، النمسا، السويد و سويسرا و التي من خلالها أعطت هذه الدول دعماً للسندات الرهنية المصدرة من قبل الخواص.

ما يمكن استخلاصه من كل هذا هو أن الضمانات الممنوحة من قبل الحكومة الأمريكية، بصفة ضمنية أو جلية، للوكالات الفيدرالية (Fannie Mae، Ginie Mae و Freddie Mac) لها أثر إيجابي على مستوى مخاطرة السندات الرهنية المصدرة من قبل هذه الأخيرة في السوق المالية. إن مخاطرة السندات الرهنية مرجح في هذه الحالة بـ 20% فقط بينما في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية «OCDE»، فإن الترجيح بالنسبة لنفس النوع من السندات هو 50%. يضاف إلى هذا، معاملات السندات الرهنية في السوق الثانوية للولايات المتحدة الأمريكية التي هي ضمناً مضمونة من طرف الحكومة الأمريكية، الشيء الذي يعكس تكاليف الموارد المجمعّة الأقل ارتفاعاً في الولايات المتحدة الأمريكية عنها في أوروبا.

ب- تطوير نظام الديون المدعومة سدياً: يعتبر نظام الديون المدعومة سدياً للقروض الرهنية في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر تطوراً منه في أوروبا. ذلك أن وضع هذا النظام من قبل مؤسسة ائتمان يقتضي تشكيل محفظة (أو محافظ) للسندات الرهنية المتجانسة، تبيعها فيما بعد في سوق رؤوس الأموال¹.

إن الامتيازات التي يمنحها هذا النظام متعددة:

● الاستعمال الجيد لرأس المال

في سوق للقروض الرهني أين يكون نظام "la titrisation" غير مطور بعد، فإن المقرض (البنك) يجب أن يتحمل من المفروض كل المخاطر المرتبطة بالقروض الممنوحة (مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر السيولة، مخاطر عدم التسديد، ... الخ). من أجل ضمان كل هذه المخاطر، ينبغي الاحتياط بمؤونات يمكن أن تكون معتبرة و مكلفة. على العكس، إذا كان نظام "la titrisation" مطور بقدر كاف فإن معظم المخاطر سيتم التكفل بها بواسطة السوق و عندئذ فإن حد أدنى من رأس المال المطلوب يكفي للقيام بعمليات القروض الرهنية.

● سيولة مضمونة

في نظام رهني ديونه غير مدعومة سدياً، يتعين على البنك الحصول على قدر كاف من الأموال خلال كامل فترة القروض الممنوحة إذا كان يرغب بالحفاظ على هذه القروض في حافظته المالية. بينما في نظام رهني ديونه مدعومة سدياً، البنك (المقرض) لا ينبغي أن ينشغل بجمع الأموال في السوق من أجل استعمالها في منح القروض الرهنية، لأن إعادة التمويل مضمون من قبل المؤسسات المختصة التي تتعامل في السوق الرهنية الثانوية.

¹ Ibid., PP45-46.

• تسيير محكم للمخاطرة

إن تسيير مخاطرة عدم التسديد و مخاطرة أسعار الفائدة و كذا مخاطرة السيولة يكون أكثر تحكما في ظل نظام القروض الرهنية المدعمة سنياً منه في ظل نظام آخر يفتقده (non-titrisé).
إن إصدار "الأورو" مع وجود سوق معولمة لرؤوس الأموال في أوروبا يمكن له أن يشكل حافزاً معتبراً يساهم في إنجاح نظام "la titrisation". بالإضافة إلى ذلك، فإن "la titrisation" يمكن لها كذلك توحيد نمط المنتجات المالية و كذا الإجراءات المتعلقة بمنح و تسيير القروض الرهنية في أوروبا.

المبحث الثالث:

أثر إعادة التمويل الرهني على الائتمان البنكي

تعتبر عملية إعادة التمويل الرهني من النظم الحديثة التي تم التوصل إليها في مجال تمويل السكن، حيث ظهرت هذه العملية كحل استراتيجي لمعالجة عجز مؤسسات الادخار و الائتمان في تقديم القروض طويلة الأجل (مشكلة التباين في استحقاق الموارد)، و يسعى هذا الحل بالدرجة الأولى إلى دفع عجلة نمو الاقتصاد بتنشيط قطاع السكن و يسعى بالدرجة الثانية إلى تطوير نمو القطاع المالي و من ثم المساعدة على توزيع أفضل للمخاطرة المالية المتعلقة بمحافظ البنوك التي تحتوي على قروض سكنية.
إن فإن لنموذج إعادة التمويل الرهني، كما رأينا، آثار مختلفة سواء على الجانب الاجتماعي و الاقتصادي أو المالي و المصرفي. لكننا في هذا المبحث سنقتصر فقط على دراسة الأثر الذي تحدثه عملية إعادة التمويل الرهني على الجانب الائتماني و بالخصوص تلك الآثار المنعكسة على الجوانب التالية من الأداء الائتماني:

- مردودية الأموال المستثمرة في هذه العملية و الدخل المتوقع من إدارة محافظ القروض الرهنية.
- التحكم في المخاطر.
- توفير السيولة.
- حجم مبالغ القروض المتداولة.

المطلب الأول: أثر إعادة التمويل الرهني على مردودية الائتمان

بصفة عامة، إن مردودية البنك تقاس كما هو الحال بالنسبة لأي مؤسسة أخرى، بواسطة الفرق ما بين الإيرادات (أو النواتج) و النفقات (أو المصاريف). إن تواجد مردودية كافية هو الضمان لبقاء و

استمرار مؤسسات الائتمان و كلاً، مجمل النظام المالي. لذا فإننا لا ندهش من إغارة الهيئات المشرفة على النشاط المصرفي (الجنة البنكية) الاهتمام البالغ لهذا العامل. قبل التطرق إلى دراسة أثر إعادة التمويل الرهني على مردودية الائتمان، سنحاول أولاً معرفة أهم مؤشرات المردودية بالنسبة لمؤسسات الائتمان.

1- مؤشرات المردودية البنكية:

إن النتيجة الصافية هي المؤشر الأخير لمردودية البنك، مع ذلك فإن النتيجة هي الرصيد المتبقي الذي ينشأ من عمليات جد مغايرة، و من الأحداث التي يمكن لها أن تضيف ميزة استثنائية. هذه التغيرات، التي تطرأ من سنة إلى أخرى، ليست إذاً دوماً جد مهمة.

لكن بتجميع مختلف الأنشطة البنكية في أصناف متجانسة، فإنه من الممكن الحصول على أرصدة مهمة من و جهة النظر الاقتصادية، تسمح بتقييم عوامل مردودية مؤسسات الائتمان و رسم مجمل العناصر التي تدعم النتيجة النهائية. غير أنه، بحساب هذه الأرصدة الوسيطة للتسيير و النسب (les ratios) الناجمة، فإن الجهات المشرفة على النشاط المصرفي تحوز على أداة تسهل عملها الرقابي¹.

أ- الأرصدة الوسيطة للتسيير:

عددها خمسة، و تحسب من خلال المعلومات المتوفرة عن حسابات النتائج التي تُبرز بصفة شاملة المصاريف و النواتج عن كل سنة².

أ.أ- الناتج الصافي البنكي (PNB): و هو المؤشر الذي يُحصل تنوع الوظائف البنكية و يحدد الهامش الخام المحصل من طرف مؤسسات الائتمان من مجمل أنشطتها البنكية.

أ.ب- الناتج الإجمالي للاستخدام (PGE): يمثل الناتج الإجمالي للاستخدام الهامش الخام المحصل من طرف مؤسسات الائتمان من مجمل أنشطتها الجارية، و الذي يشمل على النواتج و المصاريف التي لا تنشأ عن العمليات البنكية، فهناك بعض المؤسسات التي يكون لديها مساهمات متعددة و ذمة عقارية معتبرة تعود بصفة أساسية على نتيجتها.

أ.ج- النتيجة الخام للاستغلال (RBE): يتم التحصل على (RBE) بانتقاص من الناتج الإجمالي مجمل المصاريف الهيكلية: مصاريف المستخدمين و مصاريف عامة أخرى (الإيجار، مصاريف النقل، الصيانة، الإشهار...) و مخصصات الاهتلاك.

أ.د- النتيجة الجارية قبل الضرائب: هذا الرصيد يأخذ بعين الاعتبار تأثير بعض المخاطر الناتجة عن وظيفة الوساطة المالية، و على وجه الخصوص مخاطر الطرف المقابل « le risque de

¹ Christian Descamps et Jacques Soichot, op.cit, P154.

² Ibid., PPP155-157-158.

« contrepartie ». و يتم التحصل عليه بانتقاص من النتيجة الخام للاستغلال مخصصات المؤونات و الخسائر على الديون المعدومة الغير قابلة التحصيل.

أ.ه- النتيجة الصافية: أخيراً، فإن نتيجة السنة المالية يتم التحصل عليها بعد انتقاص النواتج و المصاريف الاستثنائية (التي لا تنتج إذاً عن الوظيفة الجارية للمؤسسات)، المخصصات أو الاسترجاعات الصافية على الأموال لأجل مخاطر بنكية عامة – التي لا تغطي مخاطرة محددة بوضوح لكن مخاطرة مستقبلية ذات طابع عام – و الضريبة على الشركات.

ب- نسب الاستغلال « les ratios d'exploitation »:

إن حسابات النتائج تسمح بالمقابل حساب عدة معاملات خاصة بتحويل شروط الاستغلال¹.

ب.أ- المعامل الصافي للاستغلال: يُرجع مجمل المصاريف الهيكلية (مصاريف عامة و اهتلاكات) إلى الناتج الإجمالي للاستغلال و يمثل حصة الثروة التي يتم خلقها من قبل المؤسسة و المحولة إلى هذه المصاريف.

ب.ب- سعي المخصصات في تغطية مخاطرة الائتمان: يقدر حصة المردودية الخام للمؤسسة التي تخصص لتغطية مخاطرة الائتمان. و يقاس بواسطة نسبة الإجمالي المشكل بالخسائر على الديون المعدومة الغير قابلة التحصيل و المخصصات الصافية للمؤونات من أجل مخاطرة الائتمان على النتيجة الخام للاستغلال.

ب.ج- معامل مردودية رؤوس الأموال الخاصة: يرجع الربح الصافي إلى رؤوس الأموال الخاصة (رأس المال و الاحتياطي). و يكمن بالنسبة للمساهم، كمؤشر مردودية لاستثماراته في البنك.

ب.د- عائد الأصول: أخيراً، فإن حاصل جداء ناتج معدل الرسملة في معامل المردودية يعطي النتيجة الصافية بالنسبة إلى إجمالي الميزانية، الذي يعبر عن مردودية الأصول.

2- أثر التمويل العقاري على مردودية الائتمان:

مما سبق الإشارة إليه أن الأزمة التي عرفتها مؤسسات الادخار و الائتمان الأمريكية أواخر السبعينات هددت الاستحقاقات المالية المحتملة التي يمكن أن تخلقها هذه المؤسسات للحكومة الأمريكية، إذ تحولت هذه الاستحقاقات في وقت قصير جداً إلى خسائر حقيقية لأن المشاكل التي عرفتها هذه المؤسسات كانت بسبب استعمال هذه الأخيرة لودائع قصيرة الأجل في تمويل السكن. و بالإضافة إلى كونها مؤسسات تابعة للدولة و رأس مالها غير كاف فإن أي عجز مالي ناتج عنها يسدد من طرف الحكومة الأمريكية. و في ظل محيط قانوني و اقتصادي لا يتسم بضبط محكم، أقدمت هذه المؤسسات

¹ Ibid., PP159-161.

على منح قروض سكنية بحجم مرتفع في حين أن مردوديتها الاقتصادية كانت متدنية، بحيث تسببت في خسارة قدرت بـ 2000 دولار عن كل عائلة أمريكية.

إن التجربة التي عاشتها الولايات المتحدة الأمريكية لا يمكن اعتبارها حدثاً منعزلاً، فالدول الأوروبية وغيرها من بقية دول العالم، عانت هي الأخرى من نفس المشكل بسبب سياساتها المالية التي تعتمد على التمويل العمومي و بسبب افتقارها إلى سوق رهنية ثانوية متطورة تلجأ إليها البنوك لإعادة التمويل بالموارد طويلة الأجل.

إن التمويل العقاري يعتبر من أهم العناصر التي يعتمد عليها الناتج الصافي البنكي (PNB) في غالبية بلدان العالم، فهو العنصر المحرك للنمو الاقتصادي و الاستقرار الاجتماعي، و لهذا السبب نجد مثلاً أن القروض المخصصة للسكن كنسبة من الناتج الداخلي الخام (PIB) تصل إلى حوالي 70 % في الدانمرك و 55 % في الولايات المتحدة الأمريكية و أكثر من 20 % في أغلب الدول الأوروبية¹.

لكن مما تجدر الإشارة إليه هو أن نجاح إستراتيجية إعادة التمويل الرهنى، و الذي يكمن في تحقيقها لمردودية مرتفعة و مساهمة فعالة في حل مشكل السكن، يتوقف على توفر جو ملائم تتوفر فيه جملة من العوامل أهمها²:

- وضع إطار قانوني و مؤسساتي كفاء يضمن السير الحسن لهذه العملية.
- إدخال تعديلات هيكلية و إصلاحات جذرية على نظام التقاعد بحيث تؤدي إلى الزيادة في الادخار و تفادي الاستعمال السيئ للموارد، لأن إصلاح نظام التقاعد عملية ضرورية و جد مهمة من أجل تطوير الادخار المؤسساتي و التقليل من مخاطر التسيير في مجال تمويل الرهن العقاري بحيث تكون النتيجة توفر ادخار قابل للاستعمال على المدى الطويل.
- إدخال تعديلات هيكلية على نظام التأمين.
- عصرنة الإدارة بالكيفية التي تسمح بتوفير الأموال و استغلالها الاستغلال الأمثل في مشاريع استثمارية مربحة.

عموماً، إن المردودية التقديرية لوظيفة الائتمان يصعب قياسها على نحو دقيق، لأن هذه الوظيفة يمكن أن تكون لها فترة حياة تمتد إلى عدة سنوات (إلى غاية عشرون سنة) مع كل الطوارئ و الصدف التي تميز العلاقة بنك/عميل الخاصة بوظيفة الائتمان: السداد المسبق، المنازعات، تغيير العنوان، إعادة التفاوض، ... الخ³.

3- عائد البنوك من عملية إعادة التمويل الرهنى:

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 56.

² المرجع السابق، ص 78.

³ Michel Rouach et Gérard Naulleau, **Le contrôle de gestion bancaire et financier**, 4^{ème} édition, Ed Revue Banque, Paris, 2002. P91.

تؤدي عملية إعادة التمويل الرهني إلى خلق مصادر مختلفة للدخل بالنسبة للبنوك، باعتبارها طرفاً شريكاً في هذه العملية، حيث يقوم مشتري المحفظة المالية عادةً (المستثمر) بتكليف البنك (البائع) بإدارة شؤون القروض العقارية الرهنية المكونة للمحفظة خلال فترة الاستحقاق. هذه المهمة عادةً ما تكون من اختصاص البنوك الابتدائية بحيث تشمل عدة وظائف نذكر منها مثلاً: جمع المستحقات الشهرية (فوائد و أقساط الأصل) و تحويلها إلى مالك المحفظة العقارية، إرسال إشعار إلى الزبائن في حالة التأخر عن الدفع، التذكير أحياناً بالمستحقات الشهرية، إدارة الشؤون الأخرى مثل الضرائب الناتجة عن عمليات القرض، التأمينات على الحريق و على الحياة، متابعة بعض الزبائن قضائياً في حالة عدم الدفع... الخ.

1.3 - مصادر الدخل المتأتية من عملية إعادة التمويل الرهني:

من خلال عملية إدارة القروض الرهنية التي تتم على المدى الطويل، تنشأ لدى البنك عدة مصادر للدخل، نرتبها حسب أهميتها فيما يلي¹:

- **المصدر الأول:** و هو المصدر الأهم لدى البنك و يتمثل في **عمولة الإدارة أو التسيير** الخاصة بالقرض، حيث تحتسب هذه العمولة على أساس نسبة ثابتة من الرصيد المتبقي كل شهر، وبذلك تنخفض قيمة العمولة مع استهلاك القرض، و تحدد هذه العمولة عادةً ما بين 0,50 % إلى 2 %.

- **المصدر الثاني:** و يتمثل في الفوائد المحصلة عن طريق توظيف المستحقات المسددة من طرف الزبون، حيث يوجد هناك فرق بين التاريخ الذي يسدد فيه الزبون مستحقاته و التاريخ الذي يحول فيه البنك هذه المستحقات إلى شركة إعادة التمويل الرهني باعتبارها المالك الفعلي للقروض الرهنية. خلال هذه الفترة يمكن للبنك أن يوظف هذه الأموال في السوق النقدية على المدى القصير.

- **المصدر الثالث:** يأتي من الفوائد التي يتحصل عليها البنك من جراء توظيف المبالغ المخصص دفعها في المستقبل إلى شركات التأمين و الضرائب... الخ، لأن مستحقات هذه المؤسسات عادةً ما تدفع على فترات منتظمة، بينما يتحصل البنك على هذه المبالغ من الزبائن على أساس شهري. و يتوقف مدى قيمة الفوائد المحصلة على شروط أسعار الفائدة قصيرة الأجل في السوق النقدية.

- **المصدر الرابع:** و ينشأ هذا المصدر عادةً من غرامات التأخير التي تحتسب على المستحقات المتأخرة. فإذا تم تحديد مثلاً تاريخ سداد المستحقات أول كل شهر، و كان تاريخ التحويلات إلى مؤسسة إعادة التمويل الرهني (المالكة للقروض) هو الخامس و العشرون من كل شهر، فإن البنك يمكنه في هذه الحالة فرض غرامة تأخير على الزبون خلال هذه الفترة نظراً لوجود تسديدات متأخرة. هذه الغرامة تعتبر بمثابة عمولة تعود على البنك طبعاً.

2.3 - التكاليف المتعلقة بإدارة المحفظة العقارية الرهنية:

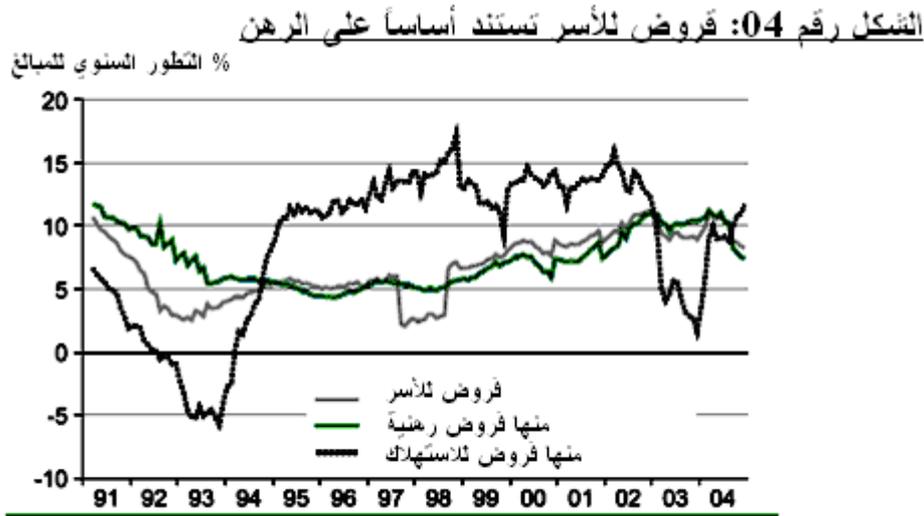
¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 201.

تشمل التكاليف المتعلقة بإدارة المحفظة العقارية الرهنية كل من العمالة و تشغيل نظام الإعلام الآلي المستعمل. فالعناصر الأساسية المكونة للتكلفة الإجمالية هي: التكاليف المباشرة و المؤونات الخاصة بعدم تسديد المستحقات و استهلاك تكاليف حق شراء إدارة القرض... الخ؛ حيث تعتبر التكاليف المباشرة من أهم عناصر التكلفة.

يستنتج من كل ما سبق، أن هناك مجال واسع لتحقيق أثر إيجابي لعملية إعادة التمويل الرهني على مردودية الائتمان في تخفيض التكاليف، بالرغم من عدم انخفاض التكلفة المتوسطة بسبب الزيادة في إدارة المحافظ العقارية الأمر الذي يستدعي الزيادة في حجم المؤونات المتعلقة بحالات عدم السداد.

4- تطبيق عملية إعادة التمويل الرهني و أثره على مردودية الائتمان:

إن تطبيق عملية إعادة التمويل الرهني، كنموذج حديث يعمل على زيادة القدرة الائتمانية للبنوك، شجع من الناحية الهيكلية نمو القروض البنكية في معظم الدول المتبينة لهذه العملية، كما هو الحال بالنسبة لبريطانيا التي عرفت القروض البنكية فيها نمواً معتبراً في مرحلة التهاج أسعار العقارات السكنية (و هو ما يبينه الشكل البياني رقم: 04) حيث ارتفعت تدفقات القروض الجديدة (التي تم إعادة تمويلها) الموزعة من قبل البنوك إلى 83,2 مليار جنيه إسترليني، في حين أن عمليات شراء السكنات حشدت 99,4 مليار جنيه إسترليني كقروض جديدة¹.

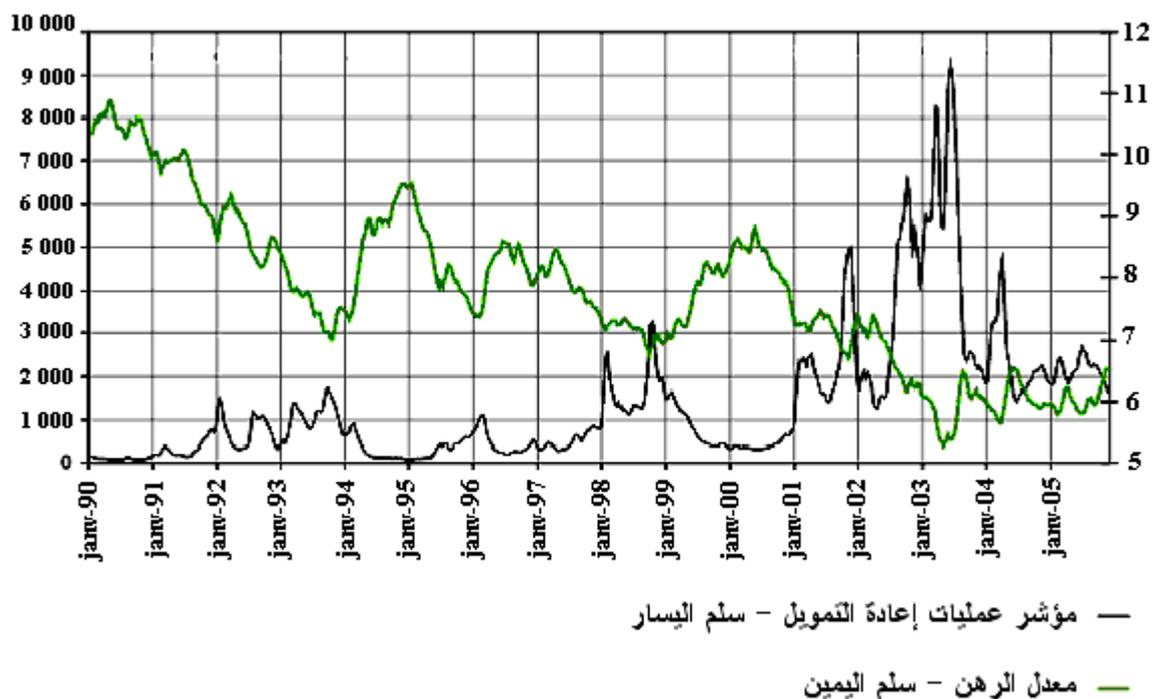


المصدر: <http://economic-research.bnpparibas.com>

¹ <http://economic-research.bnpparibas.com>

كما عرفت الولايات المتحدة الأمريكية العديد من موجات عمليات إعادة التمويل الرهني خلال السنوات الأخيرة (2001، 2003، ...)، حيث كانت مبالغ و كذا عوائد السوق الرهنية في إطار عمليات إعادة التمويل الرهني جد مهمة (وهو ما يبينه الشكل رقم: 05 و الشكل رقم: 06)¹.

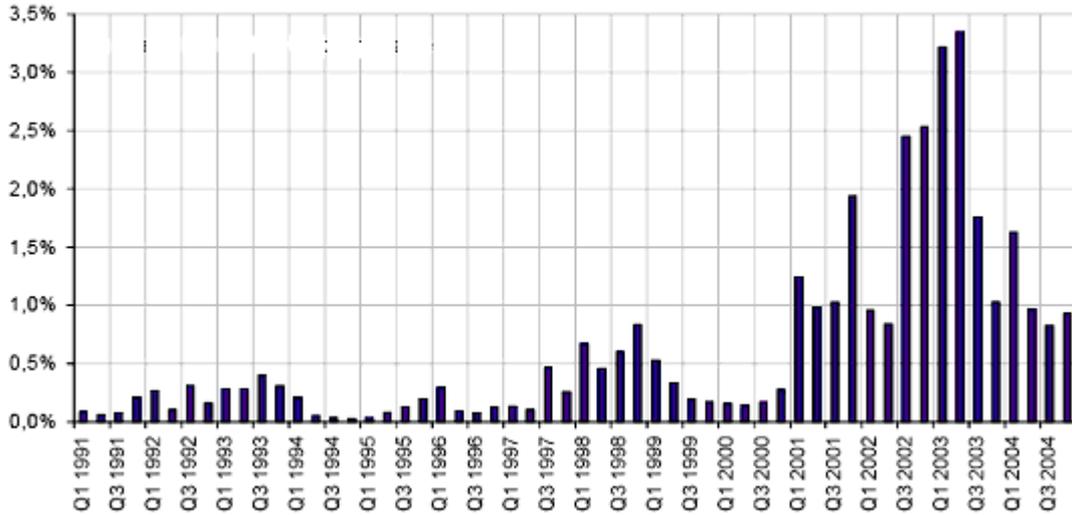
الشكل رقم 05 : معدل الرهن و عملية إعادة التمويل (1990-2005)



المصدر: <http://www.oecd.org>

الشكل رقم 06: تقدير رؤوس الأموال المستخلصة من السوق الرهنية خلال عمليات إعادة التمويل الرهني (النسب المنوية للعائد المتوفر)

¹ <http://www.oecd.org>



المصدر: <http://www.oecd.org>

5- مردودية التوريق:

إن عملية التوريق تُعرض الظاهرة العكسية لنسبة "كوك"، لأن الأمر يتعلق بأثر الرافعة التي تنمي مردودية الأموال الخاصة. بواسطة هذه التقنية فإن المؤسسة البنكية تحوز على الأداة التي تسمح لها بالعمل دون اللجوء إلى المخاطرة، لذا فإن البنك له إمكانية تخفيض مخاطرة معدلات الفائدة (المرتبطة بالتسديد المسبق للقروض بمعدلات فائدة ثابتة) لأنها معفاة جزئياً من عبأ إعادة تمويل القروض الموزعة¹.

إن نشاط التوريق يعرف نمواً باطراد كبير في الأسواق الناشئة مثل أوروبا الشرقية. و حسب خبير دولي في التوريق و الخدمات المالية "ستيفن ستراوس" فإن نشاط توريق الديون من خلال تحويلها إلى أوراق مالية، مثل السندات، يلقي قبولاً كبيراً في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث بلغ حجم العمليات 625 مليار دولار مقابل 312 مليار دولار في أوروبا. و أكد نفس الخبير على المزايا الإيجابية جراء تفعيل نشاط التوريق على الاقتصاد بشكل عام وعلى الجهات المعنية بشكل خاص (مؤسسات الائتمان)، حيث تساعد على توسيع نشاط سوق المال و استحداث أدوات جديدة للمستثمرين كما تعمل على تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتحويل الاستثمارات الإنتاجية و تقدم أداة مالية جديدة للجهات المصدرة للتوصل إلى أسواق المال، بالإضافة إلى كونها مصادر تمويل للمصارف و جهات الائتمان الأخرى².

¹ <http://www.univ-orleans.fr>

² <http://us.moheet.com>

كما توفر عملية التوريق للبنوك عدة مزايا، سواءً من وجهة نظر المتطلبات الاحترازية، تسيير الأصول و الخصوم أو المردودية. و قد تجد مؤسسات التمويل في هذا النشاط فرصة طيبة للحصول على عمولات مجزية مقابل قيامها بتحصيل أقساط وفوائد الدين الأصلي كوكيل عن شركة التوريق¹. فالبنوك التي تساهم بصفات مختلفة في عملية التوريق (مقرض، جهاز تسيير، مودع أو طرف يلجأ إلى رفع حجم القروض) باستطاعتها تنمية و تنويع مداخيلها و عمولاتها و أرباحها. بتحويل أصولها، تستطيع المؤسسات البنكية الاحتفاظ بحجم قروضها أو استثمار نواتجها في أنشطة أخرى، مجتنباً بذلك تركيز مخاطر الائتمان لديها².

المطلب الثاني: أثر إعادة التمويل الرهني على السيولة البنكية

إذا كانت هناك عدة عوامل يمكن لها أن تؤثر سلباً على وضعية السيولة للبنوك، فإن هذه الأخيرة تستفيد بالمقابل، بفضل إزالة الحواجز في الأسواق، من اتساع موارد التزود برؤوس الأموال و خلق أوراق مالية جديدة، مما يساعد على طرح أدوات رفع رؤوس الأموال. سنتناول أولاً في هذا المطلب السياسة العامة لسيولة مؤسسات الائتمان في إطار مواجهتها لمخاطر السيولة ومبادئ التسيير لخزانتها المالية، و ذلك قبل التطرق إلى أثر إعادة التمويل الرهني على السيولة البنكية.

1- السياسة العامة لسيولة مؤسسات الائتمان:

إذا كان من السهل على البنوك خلق النقود من خلال عملياتها الائتمانية، فإنه من الصعب عليها كذلك حفظها بصفة دائمة ضمن تداولها الخاص، لأن الأمر يتوقف على عملائها من المودعين، فهناك جزء من النقود التي يتم خلقها يمكن لها أن تخرج عن نطاق البنك و تتواجد في شكل إيداعات لدى مؤسسات منافسة. هذه الوضعية تبرز عند حدوث سحبات في شكل نقود ائتمانية و، بصفة عامة أكثر، التحويلات (على وجه أخص عند قيام العملاء بعمليات السداد) لفائدة شبكات أخرى.

عندما ينتج مثل هذا التسرب، فإنه يتعين على البنك أن يلجأ إلى سوق رؤوس الأموال كي يتم إعادة تمويله، أي إما أن يستدين أو أن يتنازل لمؤسسات أخرى (أو للبنك المركزي) عن الأصول التي يحوز عليها في حافظة مالية و التي تعود عليه بالفائدة. كحد أقصى، فإن البنك الذي يفقد هذه الودائع و الذي يتنازل عن هذه الأصول من أجل أن يفى بالتزاماته يُخلى جوهرة و يتلاشى.

¹ التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التمويل العقاري، بنك الإسكندرية، النشرة الاقتصادية، المجلد الخامس والثلاثون، 2003، ص 94.
² <http://www.banque-france.fr>

لأجل ذلك، ندرك إذاً مدى الأهمية التي ينبغي أن يوليها البنك لجمع الودائع من أجل دعم وضعيته. ليس عليه فحسب أن يخفض كذلك من مخاطرة تسرب الودائع بل عليه أن يدعم اقتطاعه على النقود التي يتم خلقها من قبل النظام المصرفي ككل. إن البحث عن حصة سوق متنامية – خصوصاً عن طريق فتح وكالات في المناطق ذات التكتل السكاني المكثف – يعتبر من المكونات الأساسية لسياسة السيولة، يضاف إلى هذا ضرورة تعظيم حصة الموارد الثابتة، حتى ولو أنها أكثر كلفة، إلا أنها تسمح في إطار ما نسميه بـ "تسيير أصول-خصوم" بتمويل طويل الأمد بأقل مخاطرة، و هي كذلك ذات عائد مجز¹.

2- أثر إعادة التمويل الرهني على رفع الائتمان و دعم السيولة:

بالرجوع إلى التعاريف السابقة لمصطلح الديون المدعمة سندياً (توريق القروض الرهنية)، يتبين لنا بأن من بين أهم أهداف هذه العملية هو تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول تتمتع بدرجة من السيولة، ومن ثم علاج مشكلة قصور القدرة التمويلية لدى مؤسسات الائتمان، أي علاج مشكلة التباين في استحقاق الموارد التي كان يعاني منها برنامج القروض العقارية التقليدية، بالإضافة إلى خفض مخاطر السيولة ومخاطر أسعار الفائدة وكذلك تكلفة الاقتراض بالمقارنة مع طرق التمويل التقليدية.

تعتبر مشكلة التباين في استحقاق الموارد « the mismatch problem » من أهم النقائص التي كانت تعاني منها منهجية برنامج القروض العقارية التقليدية، حيث تتجلى هذه المشكلة بوضوح في نظام المرهونات العقارية التقليدية، كون الموارد المستعملة في منح القروض طويلة الأجل هي في الأساس موارد قصيرة الأجل، و لقد نتج عن هذا التباين في الاستحقاق عدة مشاكل، خصوصاً مع نهاية الستينات عندما تزعزع استقرار الفوائد في الأسواق المالية العالمية، مما جعل أغلب المؤسسات المالية التي كانت تتداول القروض العقارية في هذه الفترة تنكب على أعمال المضاربة أكثر من غيرها، كونها كانت تتلقى ودائع قصيرة الأجل توظفها في منح قروض طويلة الأجل. و يترجم هذا السلوك عادةً بما يسمى بنشاط المضاربة على معدلات الفوائد، الذي يجر في أغلب الأحيان إلى الخسارة عند ارتفاع أسعار الفائدة نتيجة ارتفاع معدلات التضخم (قانون Fisher)².

و من هنا جاء نظام إعادة التمويل الرهني كتقنية حديثة تضمن من خلاله المؤسسات المختصة في السوق الثانوية إعادة تمويل القروض الممنوحة من قبل مؤسسات الائتمان، فلا يتعين على هذه الأخيرة الانشغال بجمع الأموال في السوق من أجل استعمالها في منح القروض الرهنية.

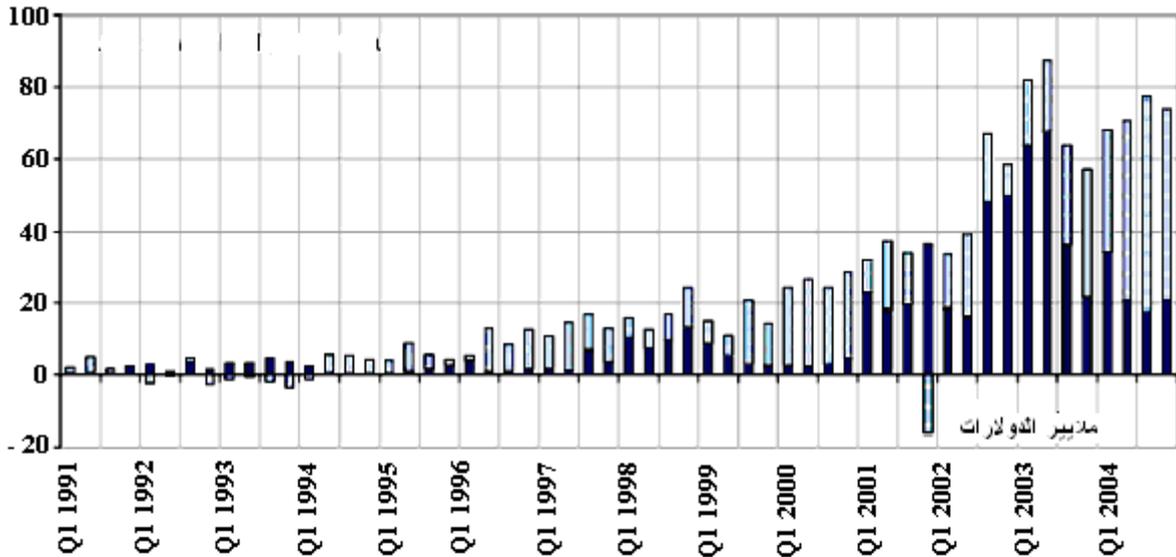
¹ Christian Descamps et Jacques Soichot, op.cit, P173

² عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 171.

إن نظام إعادة التمويل الرهني يوفر مزايا معتبرة للمؤسسات المقرضة، كما يحسن عموماً سيولة أسواق القروض و يرفع درجة الائتمان من خلال زيادة عرض رؤوس الأموال و خفض تكاليف الإقراض.

إذا أخذنا بعين الاعتبار السيولة المستخلصة في غضون عمليات إعادة التمويل و القروض الجديدة التي تستند إلى قيمة أصول عقارية، في الولايات المتحدة الأمريكية، فإننا نحصل على مبالغ معتبرة، و هو ما يبينه الشكل رقم 7.

الشكل رقم 07: الأموال المستخلصة خلال عمليات إعادة التمويل و رؤوس الأموال الموظفة في قروض سكنية (1991-2004)



□ رؤوس الأموال الموظفة في قروض سكنية

■ الأموال المستخلصة خلال عمليات إعادة التمويل

المصدر: <http://www.oecd.org>

3- دور التوريق و أهميته في توفير السيولة:

يعتبر التوريق العقاري من بين أهم النماذج المستخدمة في الأسواق العالمية، كوسيلة لتوفير السيولة اللازمة لمؤسسات التمويل العقاري عن طريق تحويل الديون العقارية العادية الناشئة عن الاقتراض بغرض تمويل شراء أو بناء أو ترميم وحدة عقارية إلى سندات تصدرها جهات متخصصة في التوريق، حيث تقوم شركات توريق الديون العقارية بشراء أصل الدين العقاري من جهة التمويل (و الذي يبلغ نسبة معينة من إجمالي المديونية المتمثلة في أصل الدين بالإضافة إلى أعباء أخرى مثل الفوائد والعمولات) على أن تقوم هذه الشركات بإصدار سندات طويلة الأجل تتراوح مدتها ما بين 20 و 30 عاما وتبلغ قيمتها نسبة معينة من أصل قيمة هذه العقارات وذلك بعد أن يتم إجراء ما يعرف بالتصنيف الائتماني "Credit Rating"، وتطرح هذه السندات في سوق رأس المال للبيع للمستثمرين وتكون هذه السندات مضمونة بصفة أساسية بمحفظه الحقوق المالية المحولة لشركة التوريق وما يلحق بها من ضمانات. وغالبا ما يكون إصدار السندات بعائد ثابت يحصل عليه المستثمر حامل السند من شركة التوريق، ولهذا يجب مراعاة أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها من قبل المدين الأصلي، وبذلك يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوي للرهن العقاري.

وبمعنى آخر فإن عملية التوريق يتم بمقتضاها تحويل القروض العقارية (وهي أصول غير سائلة) إلى أوراق مالية قابلة للتداول "Marketable Securities" (أي أصول سائلة) و بالتالي تمكن البنوك أو شركات الإقراض العقاري من استرداد أموالها نتيجة لبيع هذه الأوراق بالبورصة بحيث يتم استخدامها في منح قروض جديدة.

ومن أكثر أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية انتشاراً ما يسمى " - Pass Through"، حيث يتم إصدار أوراق مالية مضمونة بوعاء من القروض العقارية، ويتم توزيع التدفقات النقدية الناجمة عن تلك القروض بناءً على نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر في الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك القروض.

أما عن الجهات التي تستثمر أموالها في هذه السندات فيأتي في مقدمتها صناديق التأمينات والمعاشات وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والبنوك، كذلك المؤسسات المالية الاستثمارية، فضلا عن الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة¹.

المطلب الثالث: أثر إعادة التمويل الرهني على التحكم في المخاطر

بالرجوع إلى الأنظمة التقليدية في منح القروض العقارية، يتبين بأنه من البديهي أن يتحمل المقرض (البنك) كل المخاطر المتعلقة بالقروض الممنوحة (المخاطر المتعلقة بمعدلات الفائدة، المخاطر على السيولة، مخاطر عدم التسديد، ... الخ) أين يتعين على البنوك الامتثال للقواعد الاحترازية كما يجب عليها الحفاظ على نسبة للقدرة على الوفاء (un ratio de solvabilité) وفقاً للقوانين السارية المفعول

¹ التوريق العقاري كأحد آليات تفعيل قانون التمويل العقاري، مرجع سابق، ص 91.

(Ratio Cooke – Ratio McDonough) ، لكن مع ظهور نظام إعادة التمويل الرهني أصبح البنك في مأمن من ذلك لأن السوق هي التي تتحمل كل هذه المخاطر، و لا يتعين على البنك إقرار مؤونات قد تكون هامة و مكلفة، كما لا يتطلب منح القروض العقارية مع هذا النظام الجديد وجود مبالغ كبير من رأس المال إذا ما تم الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل أهمها الدور الذي يجب أن تلعبه وكالات التصنيف « rating »، و كذا تعود المستثمرين على العمليات المتعلقة بالنظام الجديد و التوجه نحو انخفاض الهامش على القروض العقارية.

من هذا المنطلق، سنحاول في هذا المطلب إبراز أثر تطبيق نظام إعادة التمويل الرهني على التحكم في المخاطر، و هذا بعد تناول سياسة التحكم في المخاطر لدى مؤسسات الائتمان.

1- سياسة التحكم في المخاطر لدى مؤسسات الائتمان:

إنه لمن الضروري على البنوك إتباع سياسة رشيدة و تحفظية في تسيير المخاطر تبعاً للمبادئ الأساسية، حيث يعتبر التحكم في المخاطر كفاءة أساسية جد مهمة في التسيير المعياري بالنسبة للبنك. إن حيلة و تقييم المخاطرة تكتسي أهمية جوهرية بالنسبة لكل الوظائف التي يقوم بها البنك في إطار سياسة المخاطر و عند كل قرار. كما أن الكشف و التعرف على مخاطر جديدة، كمنتجات أو وظائف جديدة و إدماجها في أنظمة إدارة المخاطر، هو مهمة ينبغي القيام بها على نحو دائم تبعاً لسياسة مُحكمة التصميم، فالمخاطر التي يتم التعرف عليها و التي تكون قابلة للتكميم « quantifiable » تُقيم حسب القواعد و الممارسات المألوفة للسوق. إن المخاطر التي يصعب تعيينها أو التي لا تكاد أن تكون قابلة للتكميم، و المقدمة أساساً ضمن أصناف مخاطر الاستغلال، و المخاطر السياسية و القانونية، ينبغي أن تُقيم بصفة ذاتية (شخصية – subjective) على حد ما. في الواقع، إن سياسة إدارة المخاطر تركز على ثلاث مبادئ أساسية: الإستراتيجية، الثقافة، النسق المتبنى بعناية¹.

أ- الإستراتيجية: إن الحراسة لكل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها البنك بواسطة نسق تسيير للمخاطر و إدماج كل المعلومات المتحصل عليها في إطار تسيير يعتمد على العلاقة المخاطرة/العائد لمجمل البنك يشكل الحجر الزاوية لإستراتيجية المخاطر المتعرض لها، لأن هذه الأخيرة لا تؤخذ بالحسبان إلا ضمن علاقة ملائمة ما بين المخاطرة المحتملة و إمكانية الربح. إن الهدف الرئيسي هو تقييد تحمل المخاطرة من خلال وضع توجيهات و تعليمات متعلقة بسياسة المخاطر و بتحديد هياكل التقييد من أجل حماية البنك من التكاليف الغير متوقعة.

ب- الثقافة: إن مسؤوليات و كفاءات واضحة؛ سلوك المستخدمين و إدارة البنك المدرك للمخاطرة؛ فعالية آليات المراقبة و الفصل ما بين تسيير و مراقبة المخاطر هي العناصر التي تطبع ثقافة المخاطر لدى البنك.

¹ Politique de gestion et de maîtrise des risques, Bulletin mensuel de la SRH - Spa N° 3, Mars 2005, PP5-6.

ت- **النسق المتبنى:** إن أساس التسيير الفعال للمخاطر يكمن في نسق تسيير *processus* « *de management* المخاطر، الذي يحدد الإطار الذي يتم فيه معالجة و تسيير المخاطر. هذا النسق يأخذ بعين الاعتبار الجوانب الأساسية التي تتضمن التعرف و التقييم و التحليل للمخاطرة عن طريق تسيير المخاطر و المراقبة النهائية.

2- دور إعادة التمويل الرهني في تحويل المخاطر:

يؤدي تطبيق نموذج إعادة التمويل الرهني إلى توزيع أفضل للمخاطرة المالية المتعلقة بمحافظ البنوك التي تحتوي على قروض سكنية، وهذا من خلال تحويل المخاطر المرتبطة بالقروض إلى جهات أخرى، و في هذه الحالة يتسنى للبنك تحرير رؤوس أموال، لم يكن باستطاعته من قبل توفيرها، قصد استخدامها في منح قروض جديدة.

تسمح عملية التوريق للبنوك بالتحويل إلى سوق رؤوس الأموال جزء من المخاطر المرتبطة بالقروض الرهنية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على مقدرة البنوك في منح القروض بأقل حساسية لدورة أسعار السكن¹.

يتم تقسيم المخاطر عموماً ما بين المستثمرين الذين يستثمرون في السندات التي يتم إصدارها من قبل مؤسسات الاستثمار في الحقوق الآجلة « *Fonds communs de créances* »، و المؤسسات الخارجية كشركات التأمين التي تقدم - مقابل حصولها على أتعاب (عمولة) ضمان جزئي أو "رفع لدرجة الائتمان" - و أخيراً المؤسسة المالية التي منحت القرض.

إن تفكيك المخاطر لا يسمح فقط بتنمية السيولة و خلق سندات جديدة في شكل موحد نسبياً، لكن يسمح كذلك بخلق، إضافة إلى ذلك، قيمة أكبر من تلك التي تنشأ بواسطة أنشطة الائتمان الكلاسيكية، كما يسمح بالتخصص حسب الوظيفة. إن المؤسسات المالية لها إمكانية، من جهة حشد وسائلها في الوظائف (على سبيل المثال إنتاج القروض) التي بواسطتها تستفيد من حافز تنافسي، و من جهة أخرى، التكفل بنوع و مستوى المخاطرة الذي يمنح أحسن علاقة مخاطرة/عائد لحافظة القروض لديها، فعندئذ تكون التكاليف مخفضة و تسيير المخاطر ميسر. كما أن متابعة مخاطر الائتمان و رفع درجة الائتمان، يساهم في إضفاء أحسن شفافية على نوعية القروض². مع ذلك، فإن هناك عدة انشغالات قد طرحت، خصوصاً فيما يتعلق بخشية بقاء مخاطرة الائتمان على عاتق المتنازل إذا كان تحويل الديون لا يتعلق بتنازل حقيقي، و الخطر بالنسبة للبنك هو تدهور نوعية أصوله إذا كان يقوم بتوريق أفضل ديونه. فضلاً عن ذلك، فإن هناك بعض الهيئات التي تستطيع خلق تدفقات ائتمانية من المستثمر النهائي إلى المقترض، مخفضة بذلك من دور البنوك في الوساطة.

¹ www.banque-france.fr

² <http://www.lesechos.fr>

إن أثر التوريق على الجانب الإجمالي لمخاطرة البنك يتطلب إذاً اهتمام يقظ لسلطات المراقبة، التي ينبغي عليها التأكد من السير الاحترافي لكل العمليات.

3- أنواع المخاطر المتعلقة بالتوريق:

تقسم المخاطرة عند الاستثمار في "مجمع" قروض عقارية إلى قسمين رئيسيين هما¹:

- المخاطرة الناتجة عن التسديد المسبق للمبالغ المستحقة من قبل المقترض في أي وقت في المستقبل نتيجة ظروف معينة،

- المخاطرة الناتجة عن عدم مقدرة المقترض أو فقدان رغبته في التسديد.

و يمكن تقسيم المخاطرة الناتجة عن التسديد المسبق إلى نوعين رئيسيين هما:

- **مخاطرة التسديد المسبق المرتب « prepayment risk systematic »:** و قد ينتج

هذا النوع جراء تقلبات معدلات الفائدة التي تحدث في السوق و التي غالباً ما تكون غير مرضية بالنسبة للمستثمر، بينما تعتبر المخاطرة المرتبة بالنسبة لعدم القدرة على الدفع كنتيجة لتدهور الظروف الاقتصادية، كالكساد و ما إلى ذلك من أزمات.

- **مخاطرة التسديد المسبق الغير مرتب « unsystematic prepayment risk »:** و

عادةً ما ينتج هذا النوع نتيجة التغيرات التي تطرأ على سرعة التسديدات المسبقة و التي ليست لها علاقة بتقلبات معدلات فائدة القروض العقارية في السوق.

لأجل هذا فإن أهمية تكوين "مجمع" للقروض العقارية أو محفظة عقارية متنوعة تكمن في إزالة المخاطر الغير مرتبة بينما تبقى المخاطر المرتبة، إضافة إلى أن تدفقات السيولة بالنسبة للمحفظة العقارية هي أحسن من تدفقات السيولة بالنسبة للقروض الفردية.

4- المخاطر المتعلقة بإدارة القرض:

بما أن إدارة القرض العقاري تمتد عموماً إلى مدة زمنية طويلة فإن هناك عدة مخاطر تشوب هذه العملية، فالعمولة التي يتحصل عليها البنك تتوقف على الرصيد المتبقي في نهاية المدة مضروباً في نسبة مئوية معينة، إلا أن قيمة العمولة قد تنخفض من حين لآخر إذا ما انخفضت أسعار الفائدة على الرهن العقاري، مما يؤدي بكثير من الدائنين إلى التسديد المسبق لمستحقاتهم، الأمر الذي من شأنه أن يقلل من قيمة الرصيد المتبقي في نهاية المدة. أما في حالة ما إذا طرأ هناك ارتفاع على معدلات الفائدة فإن هذا لا يؤدي حتماً إلى لجوء الأفراد المقترضين إلى التسديد المسبق للمستحقات.

نستخلص من كل هذا، بأن قيمة و أهمية العمولات التي يتحصل عليها البنك من إدارته لمحفظة القروض العقارية تتوقف أساساً على التغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة في السوق، بحيث يترتب على ذلك أثران نقيضان على عمولة الخدمات المتعلقة بالقروض العقارية في حالة نشوب تقلبات في

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 210.

معدلات الفائدة في السوق المالية. فالمتدفقات المستقبلية تساوي الأرصدة المتوقعة لمبالغ الاستحقاق على القروض العقارية مضروبة في نسبة عمولة الإدارة مطروحاً من ذلك التكاليف المتوقعة، أي:

التدفقات النقدية (السيولة) = الأرصدة المتبقية x % عمولة الإدارة - التكاليف المتوقعة لإدارة القرض.

حيث أن الزيادة (الانخفاض) في أسعار الفائدة ستؤدي إلى الزيادة (الانخفاض) في تدفقات السيولة (cash flow) المستقبلية، بينما الارتفاع (الانخفاض) في معدلات الفائدة سيؤدي إلى الارتفاع (الانخفاض) في القيمة الحالية للمتدفقات. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذا التغير الذي يحدث على مستوى أسعار الفائدة سيكون له أثر إيجابي أو أثر سلبي على الأرصدة المتعلقة بمستحقات الضرائب، التأمينات... لأن هذه الأرصدة عادةً ما تستثمر على المدى القصير قبل أن تحول إلى الجهات المعنية. كما أن للتغيرات التي تطرأ على معدلات التضخم أثر على قيمة العمولات المحصلة من إدارة محفظة القروض العقارية، فارتفاع معدلات التضخم، الذي يسمى **بخطر التضخم (Inflation risk)**، يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الخدمات المقدمة¹.

خلاصة ذلك هي أن ارتفاع تكلفة الخدمات المقدمة الناجمة عن الزيادة في معدلات التضخم و الانخفاض في قيمة العمولات بسبب الاستهلاكات يؤدي حتماً إلى الانخفاض في الربحية الناتجة عن إدارة القروض العقارية.

المطلب الرابع: أثر إعادة التمويل الرهني على حجم القروض

يتميز نظام إعادة التمويل الرهني بقدرته على توفير الأموال المتعلقة بالقروض الرهنية بنوعية متطورة، الأمر الذي أدى إلى تحفيز الأفراد على اقتناء سكنات حسب رغباتهم و طلباتهم. لكن مما تجدر الإشارة إليه هو أن توسيع القروض السكنية ينبغي أن يتحقق كجزء تكاملي للنظام المالي و المصرفي، أي بدون أي توجيه للسلطات العمومية فيما يخص منح القروض، لأن توسيع القروض يجب أن يخضع لأفضلية توزيع الموارد المالية حسب متطلبات السوق لا غير، ففي المكسيك مثلاً كلفت القروض السكنية المفروضة من الدولة النظام المصرفي المكسيكي عجزاً مالياً يقدر بـ 400 مليون دولار في السنة. و منه يمكن الاستنتاج بأن تحرير النظام المالي له كل الحظوظ في النجاح إذا رافقه نظام مالي فعال لتمويل السكن و خال من حدة التضخم.

سنتطرق في هذا المطلب إلى الأثر الذي يحدثه إعادة التمويل الرهني على حجم القروض، و ذلك بالاستناد إلى بعض التجارب الأجنبية في هذا المجال، و سنركز دراستنا أساساً على النموذج الأمريكي الذي لعب دوراً رائداً، مقارنة بالدول المتطورة الأخرى، من حيث حجم القروض الرهنية التي

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص ص 202-203.

تم إعادة تمويلها ثم سنتطرق أخيراً إلى معرفة هذا الأثر الذي يلعبه إعادة التمويل الرهني في زيادة حجم الائتمان بالنسبة لبعض الدول المتطور الأخرى و الدول النامية.

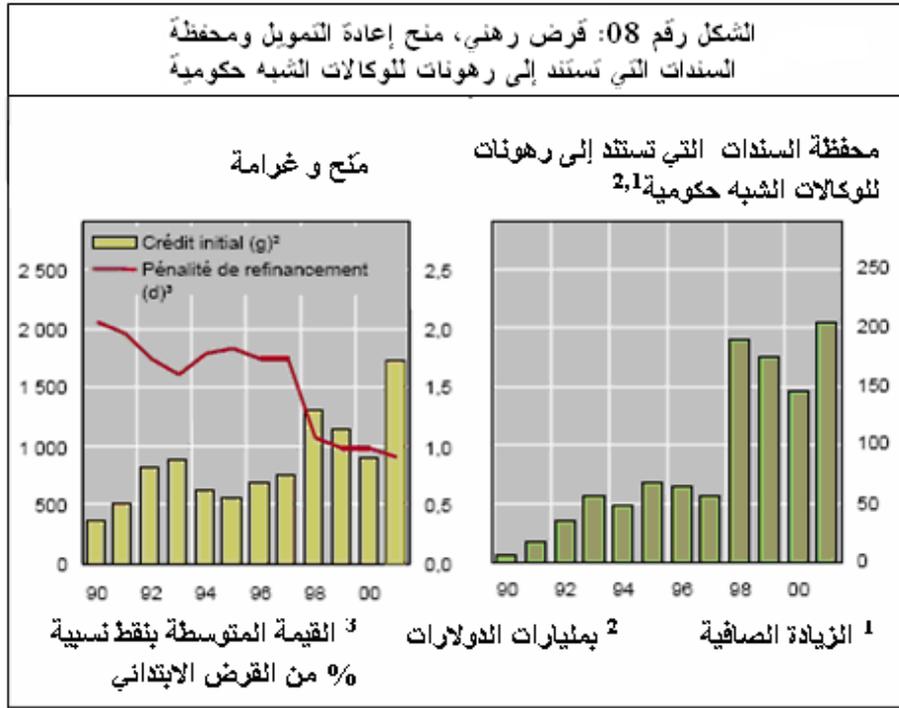
1- موجة إعادة التمويل الرهني في الولايات المتحدة الأمريكية:

لقد لعبت القروض الرهنية دوراً مميزاً، في الولايات المتحدة الأمريكية، مع موجة إعادة تمويل فريدة من حيث طبيعتها أو من حيث اتساعها. حيث شهدت سنة 2001 عدد ليس له سابق من القروض الرهنية التي تم إعادة تمويلها: 11,2 مليون قرض رهني، حسب التقديرات، تقريباً ضعف الرقم الذي عرفته سنة 1998، السنة التي اعتبرت استثنائية ذلك الوقت.

إن إعادة التمويل الرهني يمكن له دعم القدرة الشرائية الحقيقية للأفراد بطريقتين: أولاً، بواسطة قرض إضافي يستند إلى ملكية عقارية و الذي يأخذ قيمتها: من أجل الحصول على سيولة إضافية، فإن المدين يتلقى قرض جديد بمبلغ أكبر من القرض الابتدائي (مع الأخذ بعين الاعتبار المصاريف). ثانياً، بواسطة معدل فائدة أقل على القرض الجديد الذي له نفس القيمة¹.

بالتوازي مع انخفاض المعدلات الرهنية الاسمية فإن تكلفة إبدال قرض قديم بقرض جديد – أي غرامة إعادة التمويل – انخفضت و بصورة مستقرة (الشكل رقم 10). إن إعادة تمويل القروض بمدة استحقاق 30 سنة من قبل الوكالات شبه الحكومية لا يكلف حالياً سوى 50 نقطة أساسية كمعدل، أي ثلث التكلفة قبل خمس سنوات.

¹ Deep. A et D. Domanski: « Marchés immobiliers et croissance économique : enseignements de la vague de refinancements aux États-Unis », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2002, P38.



المصدر: *Rapport trimestriel BRI, septembre 2002*

منذ الانخفاض القوي لهذه الغرامة في 1998، فإن عمليات إعادة التمويل أصبحت تمثل 43 % من المبلغ الإجمالي للقروض الرهنية الابتدائية، مقابل 34 % في الفترة الممتدة ما بين 1996-1993، حيث أن هذه الأرقام تدل بأن هذا الانخفاض قد حفز الأسر في اللجوء إلى إعادة التمويل مهما كان المعدل الحقيقي.

و بالتوازي مع التطور السكاني (واحد من المحركات الأساسية لأسعار العقار على المدى الطويل)، فإنه من الممكن أن تكون شروط التمويل الملائمة قد ساهمت في التهاب أسعار العقار، كما أن انخفاض المعدلات الرهنية و خفض المساهمة الشخصية سهل في اقتناء السكنات¹.

بعيداً عن العوامل الدورية مثل تباطؤ الاقتصاد و انخفاض النقود، فإن خفض تكلفة إعادة التمويل يفسر، في جزء، بتطور السوق الرهنية و سلوك بعض المتعاملين المساهمين فيها. هذه هي التغيرات التي سمحت للنظام المالي بمنح أعداد معتبرة من القروض الرهنية و جعلته في مواجهة حجم قياسي لعمليات إعادة التمويل، مع الحفاظ على استقرار كبير للهوامش بالمقارنة مع السندات العمومية.

2- أثر ظهور شركات إعادة التمويل الرهني على حجم الائتمان في فرنسا و ماليزيا:

لقد كان تدخل صندوق إعادة التمويل الرهني (CRH) الذي أنشأ في فرنسا سنة 1985 ذو أهمية بالغة في مجال القروض الرهنية، حيث بلغت حصته 90 % في الفترة الممتدة ما بين 1995-1985 من المبلغ الإجمالي المتداول في السوق العقارية، و الذي قدر ما بين 95 و 100 مليار فرنك فرنسي.

¹ Ibid., PP42-43.

أما في ماليزيا فقد أدى خلق مؤسسة إعادة التمويل الرهني (Cagams) سنة 1986 إلى إعادة تمويل البنوك و المؤسسات المالية بأموال هامة، من خلال إصدارها لأوراق مالية مدعمة برهونات عقارية في السوق المالية، حيث بلغت حصتها في تمويل احتياجات المؤسسات المالية من القروض العقارية إلى أكثر من 25 %، فعلى سبيل المثال نذكر أنه خلال العشرية 1986-1996 قامت مؤسسة (Cagams) بإعادة تمويل ما قيمته 640 مليون دولار أمريكي، أي ما يعادل 27,2 % من الاحتياجات الوطنية¹.

خلاصة الفصل:

يكتسي مستوى تطور القطاع المالي و صحة النظام البنكي أهمية جوهرية لبروز السوق الرهنية، و لقد أثبتت التجربة الدولية أن الأنظمة المفتوحة القائمة على آليات السوق هي الأداة الأفضل لتعبئة الادخار طويل الأجل من أجل التمويل الرهني العقاري.

إن تواجد سوق رهنية غالباً ما يكون مرتبط بتقنية توريق الديون الرهنية، حيث يمثل هذا التوجه الملفت خاصة على الصعيد المصرفي الدولي، لتحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أهمية كبيرة كأداة مصرفية حديثة تؤمن السيولة ومنح الائتمان مع خفض حجم مخاطر التعثر أو الإفلاس، ويزداد هذا التوجه الجديد رسوخاً في الممارسات المصرفية تزايداً مناظراً لتوافر العوامل الميسرة لمنح الائتمان.

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص ص 29-30.

