



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

## مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري  
-دراسة حالة سوق الرهن العقاري الأمريكي-

الأستاذ المشرف	اعداد الطلبة	
رقية بوفنش	دنيا زغمار	1
	صليحة بن عسكر	2

## لجنة المناقشة:

الصفة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	وداد بوقلع
مشرفا ومقررا	رقية بوفنش
ممتحنا	أمينة قاجة

السنة الجامعية 2024/2023



## الإهداء

الحمد لله لك كما ينبغي لوجهك وعظيم سلطانك

من قال أنا لها " نالها "

لم تكن الرحلة قصيرة ولا ينبغي لها أن تكون لم يكن الحلم قريبا ولا الطريق كان محفوظا بالتسهيلات،  
لكنني فعلتها ونلتها.

الحمد لله حبا وشكرا وامتنانا، الذي بفضلها ها أنا اليوم أنظر إلى حلما طال انتظاره وقد أصبح واقعا وأفتخر  
به.

إلى ملاكي الطاهر، وقوتي بعد الله، داعمتي الأولى والأبدية " أمي " أهديك هذا الإنجاز الذي لولا تضحياتك  
لما كان له وجود، ممتنة لأن الله قد اصطفاك لي من البشر أما يا خير سند وعوض.

إلى من دعمني بلا حدود واعطاني بلا مقابل " أبي " .

إلى من قيل فيهم: (سنشدد عضدك بأخيك)

إلى من مد يده دون كلل ولا ملل وقت ضعفي "أخي" أدامك الله ضلعا ثابتا لي.

إلى من آمنت بقدراتي وأمان أيامي " أختي الكبرى " .

إلى من تذكرني بقوتي وتقف خلفي كضلعي " أختي الصغرى " .

شكر وتقدير

قال تعالى: (وَإِذ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ) سورة  
إبراهيم، الآية 07.

نحمد ونشكر الله الواحد الأحد الذي أنعم علينا بنعمة العلم والعقل،

وأهدانا بالعزيمة والإرادة لإتمام هذا العمل،

أتوجه بالشكر الجزيل للأستاذة الفاضلة بوفنش رقية التي تفضلت

بالإشراف على هذا العمل، وعلى نساءها وتوجيهاتها القيمة التي

أفادتنا بها، فلما كل الاحترام والتقدير،

كما أتقدم بجزيل الشكر لأعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة

هذا العمل المتواضع، جزاهم الله خيرا كثيرا.

# مقدمة

## تمهيد:

يؤدي سوق الرهن العقاري دورا هاما وحيويا في الإقتصاد، باعتباره من أهم القطاعات المالية التي يعمل على تحقيق الإستقرار السكني والتخصيص الكفء للموارد المالية، من خلال إستقطاب رؤوس الأموال من أعوان الفائض التمويلي، وتنظيم تدفقها نحو أعوان العجز التمويلي، عن طريق إصدار وتداول مختلف الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.

إن قيام سوق الرهن العقاري بدوره التمويلي المنوط به، يستلزم تنشيطه وتطويره، عن طريق الاهتمام بإحدى أساليب التمويل الحديثة وهي الشركات ذات الغرض الخاص التي تساهم في خلق أدوات مالية التي تعد من أهم خطوات تطوير سوق الرهن العقاري، حيث تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص طرفا أساسيا في عملية التوريق، تعمل على تحويل الأصول الغير سائلة إلى أصول مالية سائلة قابلة لتداول في سبيل إيجاد حلول لمشكلات التي تتعرض لها المؤسسات المالية.

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية إحدى الدول الرائدة التي يؤدي فيها سوق الرهن العقاري دورا هاما في تحقيق التنمية الإقتصادية، لذا حظي هذا السوق منذ نشأته سنة 1938 بالاهتمام من قبل الحكومة الأمريكية التي عملت على تنشيطه وتطويره، ونتيجة لذلك، ونظرا لأهمية عملية التوريق والشركات ذات الغرض الخاص تم إنشاء شركات Freddie Mac و Fannie Mae, Ginnie Mae التي تعد من أهم الشركات ذات الغرض الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية التي تقوم بإصدار الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري وتعمل على تشجيع المؤسسات المالية على تقديم القروض لتمويل القطاعات العقارية، والتي تعتبر من بين أكثر القطاعات التي تعاني من مشكلة توفير مصادر التمويل ولآجال طويلة.

## إشكالية البحث:

تعتبر شركات الرهن العقاري Freddie Mac و Fannie Mae, Ginnie Mae من بين أهم الشركات ذات الغرض الخاص العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تؤدي دور هاما في سوق الرهن العقاري الأمريكي، عن طريق إصدارها للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري في إطار عملية التوريق.

إنطلاقا مما سبق، يمكن صياغة إشكالية هذا البحث في التساؤل التالي:

**ما هو دور الشركات ذات الغرض الخاص (Freddie Mac و Fannie Mae, Ginnie Mae) في سوق الرهن العقاري الأمريكي خلال الفترة (2001 - 2023).**

ويندرج تحت التساؤل الرئيسي جملة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالشركات ذات الغرض الخاص؟

- ما هو دور شركة Ginnie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي؟

- ما هو دور شركة Fannie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي؟
- ما هو دور شركة Freddie Mac في سوق الرهن العقاري الأمريكي؟
- هل تساهم شركات ذات الغرض الخاص (Freddie Mac و Fannie Mae ,Ginnie Mae) في تنشيط سوق الرهن العقاري الأمريكي؟

### فرضيات البحث:

للإجابة عن الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية تم، إعتقاد الفرضيات التالية:

- تؤدي إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Ginnie Mae دورا في زيادة حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري في سوق الرهن العقاري الأمريكي.
- لا تؤدي إصدارات شركة Fannie Mae ذات الغرض الخاص في زيادة حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري في سوق الرهن العقاري الأمريكي.
- تؤدي إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Fannie Mae في زيادة حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري في سوق الرهن العقاري الأمريكي.
- تساهم إصدارات شركات Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac في تنشيط سوق الرهن العقاري الأمريكي.

### أهمية البحث:

يستمد هذا الموضوع أهميته من أهمية سوق الرهن العقاري في دفع عجلة التنمية الإقتصادية من جهة، وأهمية الشركات ذات الغرض الخاص باعتبارها من أهم مخرجات الهندسة المالية والإبداع المالي، التي تعمل على تفعيل عملية التوريق والتي تؤدي إلى زيادة سيولة الأصول وتتنوع الأدوات المالية المعروضة والمتداولة من جهة أخرى.

### أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعريف بالشركات ذات الغرض الخاص.
- توضيح أساسيات عملية التوريق، ودور الشركات ذات الغرض الخاص فيها.
- معرفة دور إصدارات الشركات ذات الغرض الخاص Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري في سوق الرهن العقاري الأمريكي.

– إدراك طبيعة العلاقة بين إصدارات الشركات ذات الغرض الخاص Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac ونشاط سوق الرهن العقاري الأمريكي.

### أسباب إختيار الموضوع:

- لقد تم إختيار هذا الموضوع بناء على عدة أسباب هي:
- الميول الشخصي للمواضيع ذات العلاقة بالأسواق المالية.
- الرغبة في إثراء البحث العلمي في هذا الميدان.

### منهج البحث:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة وإختبار مدى صحة الفرضيات الموضوعية إعتدنا على المنهج الوصفي في الجانب النظري المتعلق بسوق الرهن العقاري من جهة والشركة ذات الغرض الخاص من جهة أخرى، بالإضافة إلى إستخدام منهج دراسة الحالة والمنهج التحليلي فيما يتعلق بالدراسة التطبيقية من خلال جمع البيانات والمعلومات ومحاولة تحليلها ومناقشتها للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها.

### مجال البحث وحدوده:

لقد إقتصرت دراستنا على توضيح دور الشركات ذات الغرض الخاص Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac في سوق الرهن العقاري الأمريكي خلال الفترة الممتدة بين (2001 – 2023).

### مصادر البحث:

يعتمد إعداد هذا البحث على مصادر متنوعة وبلغات مختلفة، التي تختص بمعالجة جوانب الموضوع بشكل مباشر وغير مباشر وتشمل الكتب، الرسائل الجامعية، المجلات، الملتقيات والأنترنترنت.

### الدراسات السابقة:

بناء على عملية البحث التي تمت من أجل دراسة الموضوع، تبين أن مجمل الدراسات التي تعرضت لهذا الموضوع كانت محدودة على حد إطلاقنا وما وجد منها تناول بعض جزئيات موضوع الدراسة، من بين هذه الدراسات نذكر ما يلي:

– نوال بوعكاز، ندود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011:



هدفت هذه الدراسة إلى كشف الدور السلبي الذي لعبته الهندسة المالية التقليدية وأدواتها في تأجيج شرارة الأزمة المالية رغم أن النظام الرأسمالي صور الهندسة المالية وما وفرته من إبتكارات بطوق النجاة الذي تنتشبت به المؤسسات بهدف التحوط ضد المخاطر، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- التوريق هو تحويل القروض وأدوات الديون الغير السائلة إلى أوراق مالية قابلة لتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة للمدين على التسديد من خلال إلتزامه العام بالوفاء بالدين لدى يجب أن يحمل بعض الضمانات للمستثمرين سواء عند الإصدار أو على مستوى السوق المالي؛
- ساهمت الهندسة المالية في إحداث الأزمة من خلال أدواتها المبتكرة التي عملت على خلق فجوة بين الإقتصاد الحقيقي والمالي، وبذلك كشفت الأزمة المالية العالمية عن مدى ضعف إستراتيجيات التغطية باستخدام أدوات الهندسة المالية وعدم فاعليتها، وعدم قدرت هذه الأخيرة على التعامل مع الأزمات؛
- على الرغم من الفرات الهائلة بين الإقتصاد العيني والإقتصاد المالي إلا أن شدة التأثير والإرتباط بين الإقتصاد العيني والإقتصاد المالي دائماً كبيرة، لذلك فإن أي محاولة لتشويه هذه العلاقة تؤدي إلى إنهاء كليهما بسبب إنتقال الأزمات من الإقتصاد المالي إلى الإقتصاد العيني والعكس بالعكس.

- علي هلال مشرف البقوم، دور الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الإسلامية-، أطروحة دكتوراه في الفلسفة، تخصص مصارف إسلامية، كلية العلوم الإسلامية العالمية، جامعة العلوم الإسلامية، الأردن، 2015:

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان دور الشركات ذات الغرض الخاص في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، من خلال عمليات الإكتتاب والتداول وتسييل الأصول، مع إجراء دراسة إستقصائية في عدد من المؤسسات المالية الإسلامية في مملكة البحرين، لتعرف على مدى إدراك العاملين في هذه المؤسسات لمفهوم الشركات ذات الغرض الخاص، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في:

- وجود أثر معنوي لمدى إدراك العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية في البحرين لمفهوم الشركة ذات الغرض الخاص وأهميتها في إصدار الصكوك، وتشجيع الإستثمار وتنشيط الأسواق المالية؛
- وجود أثر معنوي لإصدارات الشركات ذات الغرض الخاص على عملية الإكتتاب في الصكوك الإستثمارية وإصدارها بما يتوافق مع الضوابط الشرعية، لتكون أداة مناسبة لتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية؛
- وجود أثر معنوي لإصدارات الشركات ذات الغرض الخاص على عملية تداول لصكوك الإستثمارية مما يساهم في توظيف الأموال وتشجيع صغار المستثمرين على توظيف مدخراتهم، الأمر الذي يؤثر في عملية العرض والطلب على الصكوك الإسلامية؛

وجود أثر معنوي لإصدارات الشركات ذات الغرض الخاص على عملية تسجيل الأصول، مما سيكون له أثر واضح على حصول المستثمرين على السيولة اللازمة لتمويل المطلوب، باعتبار أن هذه الشركات عبارة عن هيئات تنظيمية تراقب وتدير عملية تسجيل الأصول

- سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2015-2016: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد دور كل من التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي في تفعيل سوق رأس المال، مع دراسة حالة السوق المالي الماليزي، حيث تمت دراسة مدى تأثير الصكوك الإسلامية لتوريق المصرفي على المؤشر العام لبورصة كوالا لمبور، وتوصلت الدراسة إلى:

- ليس لتوريق تأثيرا كبيرا على نشاط سوق رأس المال الماليزي؛
- وجود علاقة طردية بين إصدارات الصكوك الإسلامية وأداء سوق رأس المال الماليزي، حيث يعد إصدار الصكوك الإسلامية السبب الرئيسي في تطور السوق؛
- اعتماد ماليزيا على إصدارات صكوك المرابحة أدى إلى تنشيط سوق رأس المال الماليزي؛
- مساهمة سوق رأس المال الماليزي مساهمة كبيرة في تطوير السوق المالي الماليزي ككل؛
- بالرغم من مساهمة الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال، إلا أن إجراءات إصدارها معقدة ومكلفة كونها تتضمن تكلفة التنظيم والتوثيق إضافة إلى تكلفة التمويل.

- Ahmed M. alkhan, **A critical analysis Of special purpose vehicle in the islamic banking indusyry: the kingdom of Acas study**, Adissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degreedee of doctor philosophy in islamic finance, ce ntre for islamic finance university of Bolton .Great britan 2016.

هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بالشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي والتحقق من ممارسات هذه الشركة في الصناعة المصرفية الإسلامية، ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية في مملكة البحرين، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في:

- وجود تناقض بين المعرفة الإسلامية النظرية والتطبيقية للشركات ذات الغرض الخاص في مملكة البحرين، وذلك بسبب عدة عوامل، منها عدم إبلاغ المجالس الإشرافية بالممارسات الواقعية التي تحدث؛
- غالبية البنوك الإسلامية في البحرين تعتمد على الشركات ذات الغرض الخاص للقيام بمعاملاتها الإستثمارية.

- عثمان بن ظهير مغل، المنشأة ذات الغرض الخاص -دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية-، دار الميمان للنشر والتوزيع، السعودية، الرياض، 2020:

- هدفت هذه الدراسة إلى كشف الغموض الحاصل في كثير من المسائل المتعلقة بمثل هذه المنشآت؛ كأحكام الملكية والزكاة وجريان الربا وغيرها، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:
- التعريف المختار بالمنشآت ذات غرض خاص أنها: شخصية اعتبارية يتم تأسيسها وفق شكل قانوني معتبر من أجل تحقيق مقصد معين للجهة أو الجهات المؤسسة لها في وقت معين تنتهي أو يتم إنهاؤها فور تحقيق ذلك المقصد؛
  - تعود أهمية المنشآت ذات الغرض الخاص بشكل عام إلى بضعة أمور: الحماية من الإفلاس والحماية من الدائنين، وأغراض التوريق، وكذلك تجاوز المتطلبات النظامية، تتنوع المنشآت ذات الغرض الخاص من حيث ملكيتها، ويمكن تقسيمها وفق لذلك إلى أنواع؛ الأول: أن تكون مملوكة للجهة المنشئة لها كلياً أو جزئياً، الثاني: أن تكون مستقلة غير مملوكة للجهة المنشئة لها كلياً أو جزئياً؛
  - يمكن تأسيس أكثر من منشآت ذات غرض خاص على شكل شركة الشخص الواحد، ومن ذلك قامت به المصارف في السعودية بإنشاء منشآت ذات غرض خاص لأجل تملك العقارات.

## هيكل الدراسة:

- للإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، مقدمة وخاتمة حيث:
- ❖ **الفصل الأول:** يتم فيه استعراض الإطار المفاهيمي لسوق الرهن العقاري، حيث يتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول مفاهيم عامة حول الرهن العقاري، المبحث الثاني فيخصص لدراسة الأسس النظرية لسوق الرهن العقاري، في حين يتضمن المبحث الثالث عموميات حول أزمة الرهن العقاري.
  - ❖ **الفصل الثاني:** تمت في هذا الفصل دراسة الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في عملية التوريق، فقسم بدوره إلى ثلاث مباحث، تضمن المبحث الأول مفاهيم عامة حول الشركات ذات الغرض الخاص، أما المبحث الثاني فخصص لتعرف على الأشكال التنظيمية لشركات ذات الغرض الخاص وأغراضها، في حين تضمن المبحث الثالث دور الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق.
  - ❖ **الفصل الثالث:** خصص هذا الفصل لدراسة تحليلية لدور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي، وانبثق عنه ثلاث مباحث، المبحث الأول أعطيت فيه نظرة حول عموميات سوق الرهن العقاري الأمريكي، أما المبحث الثاني سيتم فيه التعرض إلى مدخل عمليات التوريق والشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي، في حين تناول المبحث الثالث دور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي.
- في الأخير أختتم البحث بخاتمة عامة تضمنت نتائج الفصلين النظريين والفصل التطبيقي بالإضافة إلى تقديم بعض الإقتراحات.

## صعوبات البحث:

من خلال إنجاز هذا البحث واجهتنا الصعوبات التالية:

- صعوبة ترجمة بعض المصطلحات.
- ندرة المراجع التي تناولت جوانب موضوع البحث، نظرا لحدائته نسبيا وتعقد جزئياته.
- صعوبة الحصول على المعلومات الضرورية لإتمام البحث.

**الفصل الأول:**

**الإطار المفاهيمي لسوق الرهن  
العقاري**

**تمهيد:**

يعتبر سوق الرهن العقاري من أهم الأسواق المالية في العالم، حيث يؤدي دوراً حيوياً في شراء العقارات وتحفيز نمو الإقتصاد، حيث يتيح هذا السوق للأفراد والشركات الحصول على تمويل لشراء العقارات تكون بضمان للقرض، حيث يعتمد سوق الرهن العقاري على إجراءات تقييم العقارات وتحليل قدرة المقترضين على سداد القروض، وذلك لضمان إستقرار السوق وتفاذي الأزمات المالية، إضافة إلى الدور الهام الذي يؤديه سوق الرهن العقاري في دعم إقتصاديات الدول من خلال تعزيز الإستثمار في العقارات وتوفير فرص عمل في القطاع العقاري، وعلى الرغم من أهميته فإنه يواجه تحديات عديدة، بما في ذلك تقلبات أسعار العقارات والأزمات المالية العالمية مثل الأزمة المالية العالمية 2008.

لإعطاء نظرة عامة حول سوق الرهن العقاري، سوف يتم في هذا الفصل التطرق إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الرهن العقاري؛
- المبحث الثاني: الأسس النظرية لسوق الرهن العقاري؛
- المبحث الثالث: عموميات حول أزمة الرهن العقاري.

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الرهن العقاري

الرهن العقاري يعتبر أحد أهم وسائل التمويل لشراء العقارات، حيث يوفر للأفراد الفرص للحصول على التمويل للإستثمار في العقارات، تعتبر هذه العملية مضمونة للمقترض والدائن، حيث يحصل المقترض على تمويل لشراء العقار دون الحاجة إلى دفع كل المبلغ، بينما يضمن الدائن إستعادة الأموال المقترضة من خلال العقار في حالة عدم قدرة المقترض على السداد.

لتعرف على مفاهيم الرهن العقاري نقوم بتقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: مفهوم الرهن العقاري وخصائصه؛**
- **المطلب الثاني: أسباب الرهن العقاري وأهدافه.**

### المطلب الأول: مفهوم الرهن العقاري وخصائصه

يعتبر الرهن العقاري من أفضل الوسائل المالية المستخدمة لتمويل شراء العقارات، حيث يتضمن الرهن العقاري مجموعة من الخصائص التي يجب على المقترضين والمقرضين فهمها قبل البدء في هذا النوع من التمويل.

#### الفرع الأول: تعريف الرهن العقاري

يمكن تعريف الرهن العقاري على النحو التالي:

- **الرهن العقاري هو:** "عبارة عن عقد قرض بفائدة بغرض تمويل شخصي للحصول على مسكن أو عقار بشكل عام ويتميز هذا النوع من القروض بأنه منخفض تكلفة والسر يكمن في وجود عقد الرهن حيث أن الممول هو البنك يرهن العقار عند تأخر المستفيد في السداد يتولى بنفسه بيع العقار في السوق ومن ثم يأخذ حصته ويعيد الباقي للمستفيد وقد سمي هذا القرض بالرهن العقاري لوجود عقد رهن للعقار نفسه"<sup>1</sup>.
- **الرهن العقاري هو:** "قرض يمكن المقترض سواء كان فردا أو مؤسسة أن يقترض نقودا ليشتري منزلا أو عقار آخر، وتكون ملكيته لهذا العقار ضمانا للقرض وفي حالة عجزه عن سداد القرض فإن من حق المقرض إتخاذ الإجراءات الكفيلة بتملكه لهذا العقار، وبصورة أخرى فإن العقار يبقى مرهونا حتى يتم سداد القرض"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> موسى نوري شقيري، إدارة المشتقات المالية، - الهندسة المالية -، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 84.

<sup>2</sup> فضيلة بارش، الرهن العقاري وسيلة ضمان وأمان في استثمارات وتمويلات البنك الاسلامي، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 06، جامعة بسكرة، 2018، ص 82.

- **الرهن العقاري هو:** "معاملة تقوم على وجود ممول يقدم المال اللازم لعميل لشرء أو إنشاء عقار سكني على أن يسدد التمويل على أقساط طويلة الأجل ويتم رهن العقار لصالح الممول"<sup>1</sup>.  
من خلال ما سبق يمكن القول أن الرهن العقاري هو نوع من أنواع القروض يتم فيه إستخدام العقار كضمان للحصول على قرض، إذا عجز المقترض في سداد القرض، فإن البنك أو المقترض له الحق في بيع العقار لسداد المبلغ المستحق.

### الفرع الثاني: خصائص الرهن العقاري

تتمثل خصائص الرهن العقاري فيما يلي<sup>2</sup>:

- **الرهن العقاري حق عيني:** لأنه يخول صاحبه سلطة على الشيء موضوع الحق يستعملها دون وساطة أحد على هذه السلطة على خلاف الحقوق العينية الأصلية، لا تخول حقا في إستعمال الشيء أو إستغلاله وإنما فقط في إقتضاء الدائن المرتهن حقه في المقابل النقدي للشيء محل الحق بالأفضلية على غيره من الدائنين العاديين أو الدائنين المرتهنين اللاحقين له في المرتبة، حيث يخول لصاحبه حق التقدم وحق التتبع.
- **الرهن العقاري حق تبعي:** يعد الرهن العقاري حقا تبعيا، لأنه لا يقوم إلا تبعا لحق أصلي يضمن الوفاء به ويترتب على ذلك أن الرهن يتبع الحق المضمون في صحته وإنقضائه مالم ينص على غير ذلك، فالرهن لا يوجد إلا بوجود الإلتزام الأصلي، فإذا إنقضى الدين بالوفاء أو غيره إنقضى معه الرهن.
- **الرهن العقاري حق عقاري:** يرد الرهن العقاري على العقار دون المنقول، كما أن حيازة العقار تظل للراهن، مما يبسر له سبل الإفادة منه على أوسع نطاق، فيكون له أن ينتفع بالعقار وما يخوله من إئتمان كأن يرهنه لدائن آخر.
- **الرهن العقاري حق غير قابل للتجزئة:** أي أن كل جزء من العقار أو العقارات المرهونة ضامنة لكل الدين وكل جزء من الدين مضمون بالعقار أو بالعقارات المرهونة كلها ما لم ينص القانون أو يقضي الإتفاق بغير ذلك؛
- **الرهن العقاري عقد رضائي:** الرهن العقاري لا ينشأ بمقتضى عقد ولكن الرضا لا يكفي لإنشائه بل لابد من الشكل فهو لا ينعقد إلا بتسجيله في دائرة التسجيل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> نسرين عماد شعبان الكرنز، التنظيم القانوني للرهن في فلسطين، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في القانون الخاص من كلية الدراسات العليا في جامعة بيرزيت فلسطين، كلية الحقوق والادارة العامة، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2022، ص 12.

<sup>2</sup> بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في احداث الأزمة المالية العالمية، - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية لفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 128.

<sup>3</sup> علاء الدين زاكي يوسف البكري، الرهونات المصرفية ومخاطر الائتمان في فلسطين، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على الماجستير في القانون التجاري، معهد الحقوق، جامعة بيرزيت، 2005، ص 36.



## المطلب الثاني: شروط الرهن العقاري وأسبابه

ينبغي على المقترض فهم مجموعة من الشروط والأحكام قبل التوقيع على أي عقد تهدف هذه الشروط إلى توفير الأمان للمقرض من خلال التأكد من قدرة المقترض على السداد، كما يعتبر الرهن العقاري أداة مالية يلجأ إليها الأفراد عندما يرغبون في شراء منزل أو عقار دون دفع مبلغ كاملاً السبب الذي يدفع الأفراد لإختيار التمويل العقاري.

## الفرع الأول: الشروط الموضوعية لإنشاء الرهن العقاري

هناك عدة شروط لابد من تتبعها لإنشاء الرهن العقاري وهي كالتالي<sup>1</sup>:

## أولاً: الشروط المتعلقة بالراهن.

- أهلية الراهن: يشترط المشرع في الراهن أن يكون أهلاً في العقار المرهون، إلا أن هذه الأهلية تختلف فيما إذا كان الراهن هو المدين نفسه أو كفيلاً عينياً متبرعاً أو غير متبرع.
- أهلية الدائن المرتهن: لم تحدد أهلية معينة خاصة بالدائن المرتهن، بتطبيق القواعد العامة ومن خلال الواقع العملي للمصارف فإن هذا التصرف يعد من قبيل التصرفات الدائرة بين النفع والضرر، كون المرتهن يحصل على الرهن مقابل تقديمه للدين، لذلك يجب توفر الأهلية الكاملة لديه.
- أن يكون الراهن مالكا للعقار المرهون: إنطلاقاً من القاعدة العامة والتي تفيد عدم جواز التصرف في ملك الغير يشترط في الرهن العقاري أن يكون الراهن مالكا للعقار وأهلاً للتصرف فيه، سواء كان المدين أي المقترض نفسه، أو الكفيل العيني، ويرجع ذلك لخطورة الرهن الذي يؤدي إلى ضياع العقار من يد المالك في حال عدم وفاءه لقيمة الدين، إضافة إلى ما يترتب الرهن الرسمي من حق عيني تبعية للدائن على العقار المرهون ليستوفي حقه من ثمنه، فإذا لم يكن الراهن مالكا للعقار فلا يترتب هذا الأثر وينتفي الغرض المقصود من الرهن.

أما الصور التي لا يكون فيها الراهن مالكا للعقار المرهون فهي:

- رهن ملك الغير.
- رهن المالك الظاهر.
- رهن العقار الذي زالت ملكيته بأثر رجعي.
- رهن المباني المقامة على أرض الغير.
- رهن العقار الشائع.

<sup>1</sup> نسرين عماد شعبان الكرنز، مرجع سابق، ص ص 29-59.

ثانيا: الشروط المتعلقة بالعقار المرهون والدين المرهون.

- الشروط المتعلقة بالعقار المرهون: لا يجوز أن يقع الرهن التأميني إلا على عقار يصح التعامل فيه أو حق عيني على عقار، ويجوز للمحكمة أن تبطل عقد الرهن التأميني إذا لم يكن العقار المرهون معينا تعيينا كافيا.

- أن يكون عقارا أو حقا عينيا خاضعا لإجراء التسجيل.
- أن يكون قابلا للتعامل فيه.
- أن يكون العقار معينا تعيينا كافيا.
- أن يكون العقار موجودا عند إبرام عقد الرهن.

إضافة إلى الشروط الأولى هناك شروط أخرى لإنعقاد الرهن<sup>1</sup>:

- أن يكون العقار المرهون مما يصح بيعه.
- أن يكون العقار المرهون معلوما علما نافيا للجهالة.
- تسجيل العقار المرهون لدى المحكمة أو كتابة العدل المختصتين.

يتضح مما سبق أن التوثيق العقاري في حالات كثيرة في حد ذاته هو طريقة لضمان حقوق الدائن في إستيفاء دينه، والمدين في أداء دينه دون تقصير، وكل هذا بشروط، الرهن العقاري هو أسلوب من أساليب هذه الطريقة، ونوع الضمانات المقدمة لتحقيق مبدأ الأمان وذرء المخاطر الناتجة عن التقصير من طرف المدين في أداء دينه للدائن، وهي في نفس الوقت وسيلة طمأنينة له أيضا، ليتأكد من أنه لن يمحق حق الدائن في حالة عدم القدرة.

- الشروط التي تتعلق بالدين المضمون: يعتبر عقد الرهن من عقود المعاوضة، فالراهن يضع العقار تأمينا لدين لضمان حق شخصي للدائن المرتهن في ذمته، يشترط في الدين المضمون أن يكون موجودا وقت العقد أو قابلا للوجود في المستقبل.

### الفرع الثاني: أسباب إنتشار الرهن العقاري

يأتي الرهن العقاري كأداة مالية تعتمد على إستخدام العقار كضمان للحصول على قرض، تعتبر الأسباب والأهداف لتبني هذه الآلية متعددة، حيث تهدف إلى تسهيل الوصول إلى التمويل للمستفيدين.

تتمثل أهم هذه الأسباب فيما يلي<sup>2</sup>:

- حاجة الناس الماسة في هذا الزمن الذي ضعفت فيه الذمم إلى التعامل بالرهن من أجل توثيق ديونهم وضمان إستيفائها.

<sup>1</sup> فضيلة بارش، مرجع سابق، ص 84.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 83.

- أن الرهن العقاري يجمع بين مصلحة المقرض لضمان حقه، ومصلحة المقترض في إستغلال المرهون والتصرف فيه بما لم لا ينافي الرهن.
- أن الرهن العقاري يسهل عمليات البيع، والقرض وغيرها، إذ أن البائع أو المقرض يريد ضمان حقه مقابل البيع أو القرض، والرهن العقاري أوثق الطرق إلى ذلك.
- أن فيه تيسيرا على المحتاجين الراهنين، إذ يغنيهم الرهن العقاري عن بيع عقارهم بأبخس الأثمان نظرا للحاجة إلى المال.
- أن الرهن العقاري فيه توسيع على المسلمين، وفيه ضمان حقوق الممولين وتوثيقها بالطرق الشرعية كما أن فيه تنمية لسوق العقارية مما يعود على إقتصاد البلاد بالفائدة والمصلحة.

### المطلب الثالث: أهمية الرهن العقاري من الناحية العملية

- للرهن العقاري أهمية كبيرة من الناحية العملية حيث يعمل على توفير الضمان للدائن ويوفر الإئتمان للمدين وحماية للغير وتتمثل هذه الأهمية فيما يلي<sup>1</sup>:
- يعتبر الرهن العقاري من أقوى التأمينات العينية حيث يوفر للحياة الإقتصادية النمو والتطور حيث يحقق الضمان الدائم من خلال تأمين إقتضاء حقه من مدينه من خلال ما يتمتع به هذا الدائن من ميزته التقدم والتتبع فإذا توقف المدين عن تنفيذ إلتزامه إستطاع الدائن التنفيذ على العقار المرهون سواء كان في يد الراهن أو في أي شخص آخر (مشتري العقار) ويستوفي حقه من ثمنه.
- الدائن يكون في مأمن حيث يستوفي حقه عند حلول أجله ولا يخاف من إبرام تصرفات مع عدة متعاملين فالرهن العقاري يشكل تأمين عيني لجانب المدين من خلال الديون المضمونة بالعقار المرهون ودون إنتقال ملكية العقار أو حيازته إلى الدائن المرتهن وهذا من شأنه أن يشجع الغير على تقديم عقاره ضمانا لوفاء دين المدين.
- إن عقد الرهن العقاري يحقق حماية للغير من خلال قيده بدء من إبرام العقد إلى مرحلة بيع العقار المرهون جبريا في المزاد العلني، وهذه الوضعية تضيء المعلومة الكافية لكل من يريد أن يتعامل في المال العقاري المرهون.
- إن عقد الرهن وإنتشاره يساهم في العجلة الاقتصادية من خلال عملية القروض البنكية، والمساهمة في الإستثمار، ويؤدي ذلك حتما إلى تمويل الخزينة العمومية التي تفرض على المعاملات العقارية.

<sup>1</sup> علال قاشي، محاضرات في الرهن العقاري، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة البليدة 2 - لونيبي علي -، 2016، ص 13.

## المبحث الثاني: الأسس النظرية لسوق الرهن العقاري

يعد سوق الرهن العقاري من أهم الأسواق في الإقتصاد، يعطي فرصاً للمقترضين لتملك المساكن عن طريق الحصول على تمويلات عقارية تسدد على مدى فترات طويلة، وتعتبر البنوك والمؤسسات المالية هي الأطراف الرئيسية التي تقدم هذه التمويلات، وتتميز عقود الرهن العقاري بأنها تستند إلى العقار كضمانة، مما يقلل من مخاطر الائتمان.

لتعرف أكثر على سوق الرهن العقاري نقوم بتقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: تعريف وخصائص سوق الرهن العقاري؛**
- **المطلب الثاني: أنواع وتصنيفات سوق الرهن العقاري؛**
- **المطلب الثالث: الأطراف المكونة لسوق الرهن العقاري ومخاطره.**

### المطلب الأول: تعريف وخصائص سوق الرهن العقاري

سوق الرهن العقاري هو أحد الركائز الأساسية في القطاع المالي، يتم فيه تقديم القروض لشراء العقارات ويتميز بعدة خصائص تجعله فريداً من نوعه حيث تحدد كيفية عمل هذا السوق بشكل جيد.

#### الفرع الأول: تعريف سوق الرهن العقاري

يمكن تعريف سوق الرهن العقاري كما يلي:

- **سوق الرهن العقاري:** "تكمّن آلية تنظيم سوق الرهن العقاري في إمكانية المؤسسات المانحة لبعض أنواع القروض المؤهلة بإصدار ورقة تعبئة والتي ستتنازل عنها سواء على مستوى سوق فيما بين المصارف أين يمكن تداولها أو لصالح صندوق إعادة التمويل للرهن العقاري"<sup>1</sup>.

- **سوق الرهن العقاري:** "تشير عبارة سوق الرهن العقاري إلى مجموعة واسعة من المؤسسات والأفراد الذين هم على علاقة بالتمويل الرهنى بأي شكل من الأشكال، يعمل سوق الرهن العقاري على مستويين مختلفين:

<sup>1</sup> مليكة بن علقمة، تطوير وترشيد وعمليات التوريق - دراسة مقارنة بين النظام المصرفي التقليدي والنظام المصرفي الإسلامي -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر، ص 125.

السوق الأولية والتي فيها يتم إنشاء القروض الرهنية العقارية الجديدة، أما السوق الثانوية، وفيها يتم شراء القروض الرهنية العقارية القائمة<sup>1</sup>.

- **سوق الرهن العقاري هو:** " إمتدادا لسوق المالية والتي تتكفل بكل العمليات المتعلقة بتمويل العمليات على العقار، وهي بمثابة سند لسوق العقارية لأنها تسمح بتقليص مدة العقد العقاري وتخفيض تكلفته بالنسبة للأفراد وإعطاء المؤسسات المانحة له إمكانية التفاوض حول ديونها للرهن العقاري"<sup>2</sup>.

يمكن القول بأن سوق الرهن العقاري هو سوق مالي يتم فيه تداول العقارات المرهونة كضمان للقروض، يمكن الأفراد والشركات الحصول على التمويل من خلال تأمين العقارات التي يمتلكونها.

### الفرع الثاني: خصائص سوق الرهن العقاري

تتميز أسواق الرهن العقاري بمجموعة من الخصائص تتمثل في النقاط التالية<sup>3</sup>:

- نسبة القرض إلى القيمة (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة السكن) ومدة القرض: فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقرضين لإقراض المزيد بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.

- إمكانية تكرار الإقراض بضمان قيمة السكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم: فإمكانية الإقراض بضمان القيمة المتراكمة للسكن تسمح للجمهور بالاستفادة مباشرة من ثروتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند إرتفاع أسعار السكنات وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرتهم على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة إنخفاض أسعار الفائدة.

- إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: فكلما زداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق رأس المال وتقديم القروض للجمهور إذا ما تساوت الشروط الأخرى.

<sup>1</sup> عمر طالب، أثر الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية العقارية - دراسة مقارنة لبلدان شمال أفريقيا -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 161.

<sup>2</sup> مليكة بن علقمة، مرجع سابق، ص 125.

<sup>3</sup> فريد كورتل، الأزمة المالية - مفهومها أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية -، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20، جامعة سكيكدة، الجزائر، ص 11.

## المطلب الثاني: أنواع وتصنيفات سوق الرهن العقاري

يعتبر سوق الرهن العقاري أحد أهم أسواق التمويل في العالم حيث له دور كبير في تمويل شراء العقارات، يمكن تقسيم سوق الرهن العقاري إلى أنواع، كما يشمل على عدة تصنيفات بناء على معايير مختلفة.

## الفرع الأول: أنواع سوق الرهن العقاري

تتمثل أنواع سوق الرهن العقاري فيما يلي:

- **السوق الأولية:** تعمل السوق الأولية للرهن العقاري على جلب المقترضين المحتملين (طلب السوق) جنبا إلى جنب مع الأفراد والوكالات والكيانات التي لها أموال للإقراض (عرض السوق) بغرض الحصول على عقار، حيث يشمل المقترضون المحتملون على الأسر الساعية وراء الحصول على الأموال لشراء المنازل والمستثمرون الساعون للحصول على أموال لشراء العقار الإستثماري مثل الشقق ومباني المكاتب ومراكز التسويق وقطاعات الأعمال الباحثة للأموال لشراء عقارات لأجل وحداتها الإنتاجية ومكاتب شركاتها. أما مقدمو الأموال في السوق الأولية للرهن العقاري فهم في الأساس مؤسسات مالية مثل البنوك ومؤسسات الإيداع والإقراض ومصارف الإقراض العقاري الذين يمتلكون أموال للإقراض.

- **السوق الثانوية:** تعمل السوق الثانوية للرهن العقاري كذلك وفق مبدأ العرض والطلب، فهي ببساطة عبارة عن ممول أو مورد للأموال بالنسبة للسوق الأولية للرهن العقاري، هؤلاء الأفراد والمؤسسات الذين ينشطون في السوق الثانوية للرهن العقاري يقومون بجذب الأموال من أسواق الأسهم والسندات ومن ثم توجيهها إلى المقرضين في السوق الأولية للرهن العقاري وبالنتيجة فان السوق الثانوية للرهن العقاري تؤثر بصفة مباشرة على مقدار تكلفة الأموال في السوق الأولية للسوق العقاري. إن نمو أسواق الرهن العقاري، وتحسين أدائها عبر التوريق من خلال تعبئة مجتمعات القروض الرهنية العقارية وبيعها للمستثمرين الذين يتلقون مدفوعات الفائدة ورأس المال، قد كان حافزا رئيسيا في البحث في خيارات القرض الرهني العقاري المتاحة للأسر. فعلى سبيل المثال، لكل من الدفع المسبق للديون المضمونة برهن عقاري والعجز عن السداد أثار بالنسبة للسيولة النقدية التي تعود على الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عمر طالب، مرجع سابق، ص ص 161-162.

## الفرع الثاني: تصنيفات سوق الرهن العقاري

تنشأ الرهونات بموجب عقد يتضمن مبلغ الرهن ومدة استحقاقه بجانب شروط إضافية وخصائص معينة تميز رهن معين عن الآخر<sup>1</sup>.

- **الرهن التقليدي مقابل الرهن المؤمن عليه:** ينشأ هذا النوع من الرهونات بناءً على طلب الزبون المقترض ويؤمن عليها لدى شركة التأمين الخاصة ويتحمل المقترض علاوة التأمين، فإن التدفقات النقدية من هذه الرهونات هي الفائدة ودفعة رأس المال وإحتمالات الدفع المسبق للرهن، وبالمقابل تعاني هذه الرهونات من مشكلتين أساسية، الأولى مشكلة عدم مقابلة الإستحقاقات مضمونها أن هذه الرهونات يتم تمويلها بالإيداعات القصيرة الأجر، أما المشكلة الثانية هي مشكلة الميل ومضمونها يشير إلى العبء الحقيقي لدفعات الرهن نتيجة لإختلاف التضخم خلال فترة الإستحقاق.

- **الرهونات ذات المعدل الثابت:** يقصد بالرهن ذات المعدل الثابت قرض يترتب عليه دفعات شهرية ثابتة متساوية ومنظمة ومستمرة وبمعدل رهن ثابت طيلة فترة الإستحقاق.

- **الرهن ذو المعدل القابل للتعديل:** ابتكرت هذه الرهونات لتجاوز مشاكل الرهن بالمعدل الثابت، إذ تسمح هذه الرهونات للجهة المانحة للرهن بتعديل أسعار فائدة طبقاً لظروف السوق وصيغة التعديل يجري ربطها بمعدلات فائدة مرجعية مثل أذونات الخزينة مع إضافة نسبة معينة للفائدة المرجعية لتمثل هامش الرهن وبذلك أي تغيير بالفائدة المرجعية يترك أثره على فائدة الرهن.

تمثل هذه الرهونات وسيلة من وسائل تحقيق الإستقرار في هامش الربح للمقرض لإمكانية تعديل أسعار الفائدة وفقاً لظروف السوق ولكن التعديل يقع ضمن سقف أعلى للتغيير سنوياً يتحدد حسب طبيعة السوق ونضوجه وخلال فترة الرهن.

- **رهونات ذات دفعة البالون:** تسمح هذه الرهونات للمقرض بتحمل دفعات شهرية منخفضة تتمثل بالفائدة الدورية فقط والذي يكون قابل للتفاوض كل ثلاث إلى خمس سنوات، وعلى أن لا يتجاوز التعديل في معدل الرهن في كل سنة في فترة التفاوض وعند الاستحقاق يجب دفع كامل المبلغ، وعلى هذا الأساس إكتسبت تسمية دفعة البالون أن أغلب المقرضين ليس لهم إدارات كافية لدفع الرهن في فترة ثلاث أو خمس سنوات، ولذلك دفعة البالون تلزم المقرضين بطلب رهن جديد عندها يكون عرضة إلى مخاطر تبدل معدلات الرهن، والتي ربما تكون مرتفعة عند إعادة تمويل الرهن.

<sup>1</sup> فؤاد أرشد التميمي، الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات -، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن-عمان، 2010، ص ص

## المطلب الثالث: الأطراف المكونة لسوق الرهن العقاري ومخاطره

يتألف سوق الرهن العقاري من عدة أطراف مهمة، وكل منهما يشكل جزءاً لا يتجزأ من عملية الرهن العقاري إلا أنه يتعرض إلى مجموعة من المخاطر التي يجب أخذها بعين الاعتبار.

## الفرع الأول: الأطراف المكونة لسوق الرهن العقاري

يتكون سوق الرهن العقاري من الأطراف التالية<sup>1</sup>:

- المصدر: هو كيان خاص غرضه إبعاد الإفلاس وذلك بقيامه بتسهيل عمليات التوريق وإصدار الأوراق المالية للمستثمرين.
- المقرض: هو كيان (صناديق القروض، بنوك...) الذي يقوم ببيع القروض إلى المؤسسات المصدرة لإدراجها في عمليات التوريق أو يتعاقد مع سماسرة الرهن العقاري.
- سماسرة الرهن العقاري: يقوم بدور الوسيط بين المقرض والمقترض، مقابل مبلغ أتعابه الذي يحدد رسوم القرض النهائي.
- مقدم الخدمات: يتولى جمع أقصى حد من مدفوعات المقترضين ويقدمها للمصدرين الذين بذورهم يوزعونها على المستثمرين، يعتبر مقدم الخدمة مسؤولاً عن الدفعات المتأخرة، يتقاضى عمولته على أساس قيمة القرض.
- المستثمرين: يقومون بشراء مختلف الأوراق المالية التي تم توريقها، ويتحملون نسبة من المخاطر الائتمانية تم تحديدها في شروط الشراء.
- وكالات التصنيف: تقوم بتقسيم مختلف الأوراق المالية التي تعود للمصدر، على أساس شروط الأداء والأخطار اللاحقة والتي يمكن أن تغير في هيكل الأوراق المالية.
- الوصي: هو الذي يمثل المستثمرين في عمليات التوريق وذلك من حيث مطابقة خدمات مقدم الخدمة في وثائق عمليات التوريق.
- وثائق التوريق: توضح هذه الوثائق كيفية القيام بالتوريق، ومن بين تلك الوثائق وثيقة إتفاقية التجميع والخدمة.
- الوكيل: الذي يدير إصدار الأوراق المالية للمستثمرين.
- موفر التعزيز الائتماني: قد تشمل معاملات التوريق على تعزيز الائتمان (بهدف خفض المخاطر الائتمانية) المقدمة من قبل طرف ثالث مستقل في شكل خطابات اعتماد أو ضمانات.

<sup>1</sup> حمزة ديار، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي -دراسة تحليلية وفق نموذج swot-، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص 28.



قد نتجت عن الهندسة المالية في التوريق وكانت البداية مع السندات الصادرة عن محفظة قروض الرهن العقاري التي تتسم بالأمان إلى حد كبير، بينما يفوق سعر الفائدة الذي تحمله معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر، وإن كان إقل من سعر الفائدة التي تم توريقها. سندات من هذا النوع لا بد من أن تتسم بدرجة عالية من السيولة. فانخفاض مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في تلك الأوراق، يقابلها إنخفاض في سعر الفائدة المتولد عنها.

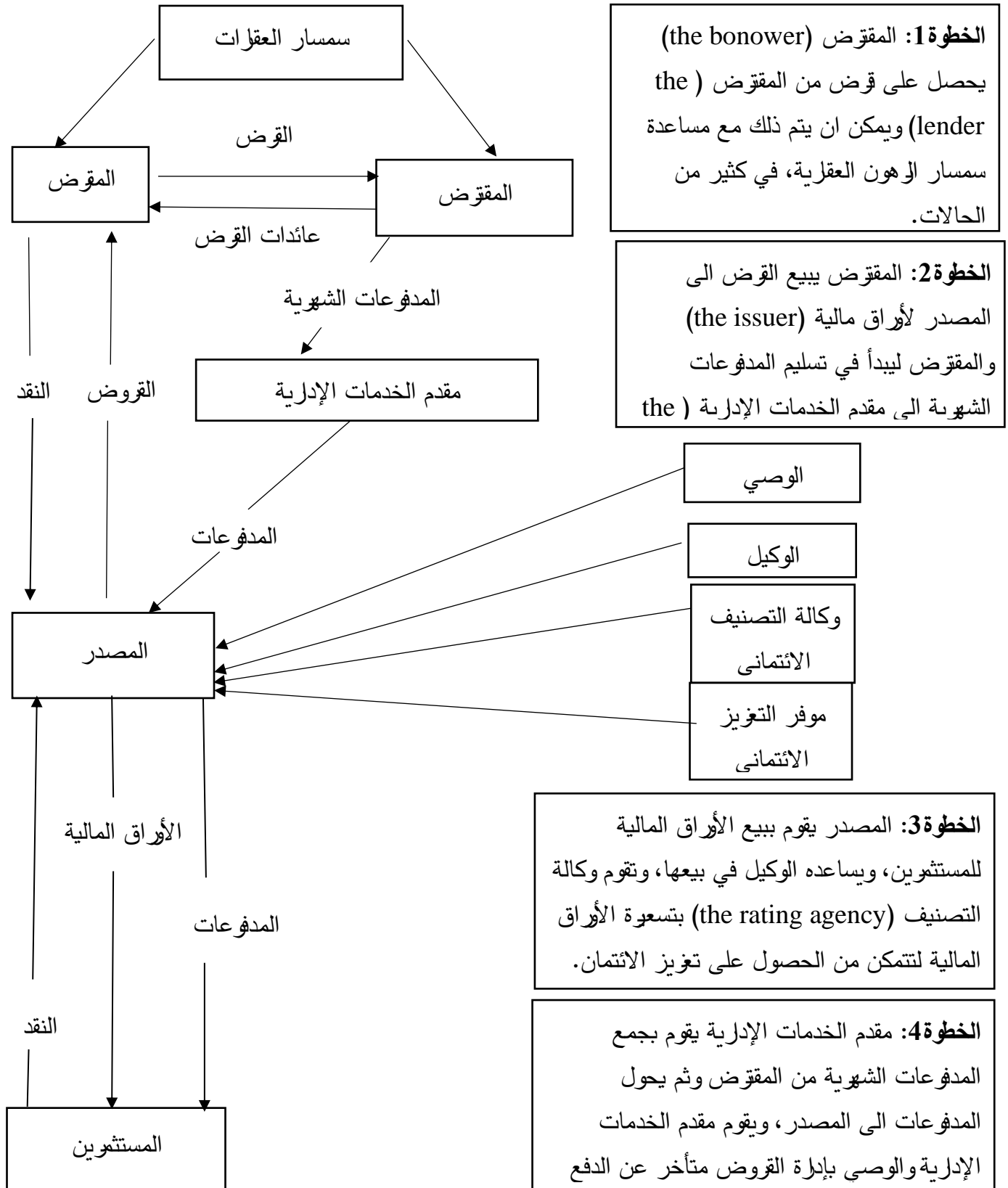
توريق تلك السندات، كانت نقطة البداية في صناعة توريق قروض الرهن العقاري كما نراها اليوم، فلقد تمثلت الخطوة الأولى في تلك السندات المنشئة لقروض الرهن وهي أساسا شركات الإقراض العقاري والبنوك، ببناء محافظ تشتمل على تلك القروض، ثم تصدر في مقابلها سندات قابلة لتداول، وتحمل كويون ثابت ولها تاريخ استحقاق محدد، هذا يعني تسييل تلك القروض، أي تحويلها إلى أوراق مالية قابلة لتداول ولتحقيق أمال للمستثمرين في تلك السندات، تستخدم محفظة القروض محل التوريق كرهن لسندات، وذلك لذا طرف ثالث (حارس) تقع عليه أيضا مسؤولية التأكد من التزام الجهة المصدرة بكل شروط الإصدارات كما تضمنتها نشرة الإكتتاب، وتظل الجهة المنشئة لقروض الرهن العقاري مسؤولة عن خدمة المحفظة بما في ذلك تحصيل أصل وفوائد القروض، التي منها تسدد الفوائد والقيمة الإسمية للسندات التي تم توريقها، حسب التصنيف الإئتماني لتلك السندات تعتمد على المتغيرات التالية:

- جودة محفظة القروض، التي تتوقف بدورها على ما إذا كانت القروض التي تحتويها كليا أو جزئيا من مؤسسات حكومية.
- التوزيع الجغرافي للقروض المكونة للمحفظة، فكلما ارتفع سعر الفائدة على تلك القروض، إرتفع سعر السندات المصدرة.
- مدى احتمال سداد قيمة القروض قبل تاريخ الإستحقاق.
- القيمة السوقية لمحفظة القروض، وأيضا قيمة السندات المصدرة عن المحفظة إلى القيمة السوقية للقروض التي تتضمنها<sup>1</sup>.

يمكن تمثيل هيكل سوق الرهن العقاري في الشكل التالي:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندی، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية - الجزء الأول التوريق -، توزيع المكتب العربي الحديث، 2009 ص ص 429-425.

الشكل رقم 1: هيكل سوق الرهن العقاري



المصدر: حمزة ديار، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي -دراسة تحليلية وفق نموذج مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص

## الفرع الثاني: مخاطر الإستثمار في سوق الرهن العقاري

تتمثل مخاطر سوق الرهن العقاري فيما يلي<sup>1</sup>:

- **مخاطر تبدل أسعار الفائدة السوقية:** يتعرض مستثمر المؤسسي في سوق الرهن إلى هذه المخاطر عند الإحتفاظ بالرهن حتى الإستحقاق، لاسيما إذا كان الرهن ذو معدل فائدة ثابتة. ولما كانت العلاقة بين قيمة الرهن السوقية ومعدلات الفائدة السوقية عكسية فإن أي زيادة في تلك المعدلات يؤدي إلى تخفيض قيمة الرهن، وتزداد هذه المخاطر عندما تقوم الجهة المنشئة للرهن بتمويل رهوناتها بالإيداعات قصيرة الأجل وبالتالي تفقد مبدأ مقابلة الإستحقاقات بين الأصول والخصوم.
- **مخاطر الدفع المسبق للرهن:** يحق للمقترض دفع الرهن القائم كلاً أو جزءاً عند أي نقطة زمنية معينة وبوقت مبكر عند جدول إستهلاك الرهن. ومثل هذا الحق يسمى في سوق الرهونات مخاطر الدفع المسبق والدوافع الرئيسية له تتحدد بسببين، الأول شخصي ويتمثل بتغيير محل الإقامة المقترض لأغراض وظيفية فيلجأ إلى دفع الرهن بعد بيع العقار، أو بسبب الوفاة وتقوم عائلة المقترض بتسديد الرهن من تعويضات التأمين. أما السبب الثاني فهو يتعلق بإعادة تمويل الرهن نتيجة لإنخفاض أسعار الفائدة السوقية.
- **مخاطر الائتمان:** تتمثل مخاطر الائتمان تأخر المقترض عن تسديد الدفعات في مواعيد توقيتاتها أو نكول المقترض عن الدفع نهائياً.

<sup>1</sup> فؤاد أرشد التميمي، مرجع سابق، ص ص 314-318.

## المبحث الثالث: عموميات حول أزمة الرهن العقاري

تعتبر أزمة الرهن العقاري واحدة من أكثر الأزمات المالية تأثيراً في العالم، حيث لها تأثيرات واسعة النطاق على اقتصاد العالم، حيث بدأت الأزمة عن فشل المقترضين عن سداد ديونهم، هذا الفشل أدى إلى خسائر هائلة للمقرضين أي للبنوك والمؤسسات المالية مما أدى ذلك إلى إنهيار الأسواق المالية سرعان ما تحولت إلى أزمة مالية حرجة.

لإعطاء نظرة شاملة عن هذه الأزمة تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: تعريف وجذور أزمة الرهن العقاري ومراحلها؛**
- **المطلب الثاني: أسباب وقنوات أزمة الرهن العقاري.**

### المطلب الأول: تعريف وجذور أزمة الرهن العقاري ومراحلها

أزمة الرهن العقاري، ذلك الحدث الإقتصادي الذي يشير إلى أوقات الشدة التي تمر بها الأسواق العقارية، غالباً ما يكون مصحوباً بتقلبات العقارات، يمكن أن تتأثر حياة المؤسسات المالية بشكل كبير نتيجة هذه الأزمات.

#### الفرع الأول: تعريف أزمة الرهن العقاري

يمكننا تعريف أزمة سوق الرهن العقاري كما يلي:

- **أزمة الرهن العقاري هي:** " ذلك العسر والضائقة التي مست سوق الرهن العقاري الأمريكية وتمثلت أهم مؤشراتهما في إنفجار ما يسمى فقاعة bubble العقارات التي إمتدت من 2003 حتى 2006، مما إنعكست سلباً على ملاءة المقترضين برهن عقاراتهم وعجل من طلب موظفي الرهن كأصل لتغطية عمليات التوريق على السيولة من خلال عرض العقارات في السوق وهو ما زاد من تراجع الأسعار بنسب كبيرة"<sup>1</sup>.
- **أزمة الرهن العقاري هي:** " الإنهيار المترامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم، هذه التصفية تحدث بسبب تغير

<sup>1</sup> شعبان فرج، التوريق وأزمة الرهن العقاري والبدائل المطروحة في ظل أساليب التمويل الإسلامي، رؤى اقتصادية، العدد 5، جامعة البويرة، الجزائر، 2013، ص 64.

توقعاتهم من متفائلة إلى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلا يمكن أن تهدد إستقرار الأسواق وتؤدي إلى حدوث أزمة<sup>1</sup>.

- أزمة الرهن العقاري: "هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية وتعتبر عن الإنهيار الشامل في النظام المالي والنقدي"<sup>2</sup>.

مما سبق يمكننا القول بأن أزمة الرهن العقاري هي من أخطر الأزمات المالية التي ظهرت على سطح الإقتصاد بشكل مفاجئ، وكان ذلك بسبب الإفراط في منح قروض دون دراستها مما أدى إلى حدوث أزمة مالية مما خلفت هذه الأخيرة إنهيار في البنوك والمؤسسات المالية المانحة للقروض.

### الفرع الثاني: جذور أزمة سوق الرهن العقاري

تتمثل جذور أزمة سوق الرهن العقاري فيما يلي<sup>3</sup>:

- إن البيئة المالية في عصر الرأسمالية الإحتكارية وعولمة خلقت فقاعات متتالية في أسواق الأسهم والعقارات؛ شكل تدني مردودية التوظيفات الرأسمالية عند أواخر السبعينات من القرن الماضي أحد مظاهر أزمة النظام الرأسمالي.

- مثلت الليبرالية الجديدة مصالح الشركات الكبرى المعولمة، والتي قلصت نطاق الديمقراطية في دول مراكز الرأسمالية وأصبحت تتحكم في صناعة الرأي العام، وتمويل وتسويق السياسيين الذين يعملون لمصالحها.

- يمكن إعادة جذور الأزمة المالية العالمية إلى تفاقم الأزمة الرأسمالية في معالجة عجز الميزان التجاري وميزان المدفوعات الجاري لأمريكا والذي حولها تدريجيا من أكبر الدول الدائنة بعد الحرب العالمية الثانية، حيث لم يجدي نفعا مؤتمر لوفرن الذي عمل على تنسيق السياسات الاقتصادية لدول مراكز النظام الرأسمالي وأسقطت أمريكا إتفاقيات "بريتين وردز"، أي نظام النقد العالمي، وأدخلت سعر الصرف العائم الذي أدى إلى إختلالات أسواق النقد في العام فقد خسر الدولار نصف قيمتها الحقيقية بين سنة 2001-2005، وألحقت هذه التطورات في بنية القطاع المالي أضرارا في قطاعات الإقتصاد الحقيقي وساعدت بشكل كبير وآلي في حل مشكلة تدني مردودية رؤوس الأموال فقد شنت عولمة أسواق المخاطر التي نمت بشكل كبير وأصبحت الأسواق الجديدة المعولمة خارج إطار الرقابة الفعالة لمؤسسات الرقابة المالية؛

<sup>1</sup> عبد الرحمان رواج 'الأزمة المالية الاقتصادية العالمية أزمة الرهن العقاري، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، - دراسات اقتصادية -، المجلد 24، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص ص 220-221.

<sup>2</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان شارع الملك حسين، 2014، ص 180.

<sup>3</sup> وليد بيبى، آليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل الأزمة المالية الحالية - دراسة حالة دول شمال افريقيا -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص ص 58-59.

- منذ عقد من الزمن تطرق الإقتصادي الحائز على جائزة نوبل للإقتصاد إلى الأزمة الهيكلية التي يشهدها الإقتصاد العالم بقيادة "البرالية المتوحشة" معتبر أن الوضع على حافة بركان ومهدد بالإنهييار تحت وطأة الأزمة المضاعفة؛

- عقب هجمات سبتمبر 2001 قرر مجلس الإحتياطي الإتحادي الأمريكي خفض سعر الفائدة ليصبح 1 % تشجيعا للإقتراض، وأمالا في إنعاش الإقتصاد، وهذا ما سمح بتطور الفقاعة العقارية، وما ميز الفقاعة هو حجمها وأهميتها بالنسبة للإقتصاد العالمي والنظام المالي الدولي.

### الفرع الثالث: مراحل أزمة الرهن العقاري

مرت أزمة الرهن العقاري على ثلاث مراحل ويمكن بيانها كما يلي<sup>1</sup>:

#### أولاً: مرحلة ما قبل إندلاع الثورة

تعد هذه المرحلة هي مرحلة ميلاد الأزمة حيث تتكون أحداث ومواقف غير محددة المعالم أو الإتجاه أو الحجم أو المدى، وتتمثل أهمية هذه المرحلة في محاولة إستشراف الأزمة، والإستعداد للحيلولة دون وقوعها، أو الإعداد لمواجهةها عند حدوثها، ويعد ذلك تنفيذا للأزمة لإفقادها مرتكزات النمو ومن ثم تحجيمها والقضاء عليها.

#### ثانياً: مرحلة حدوث الأزمة

تمر الأزمة بهذه المرحلة عندما لا يمكن السيطرة على متغيرات الأزمة المتسارعة، لتصل إلى نقطة الانفجار مندرة بخطر حقيقي على الإقتصاد، ويكمن ذلك في الصدمة وحالة عدم التوازن التي تحدثها. لهذه المرحلة مؤشرات تظهر في التقلبات الحادة بأسعار الأصول المالية وأسعار الأسهم والعقارات، وتزايد حالات الإفلاس والإندفاع في سحب الودائع وإغلاق العديد من المشروعات، وتأميم بعض المؤسسات، وتقديم المساعدات المالية من قبل الحكومات كل هذه المؤشرات تعد مؤشرا لإنفجار الأزمة.

#### ثالثاً: مرحلة إنحصار الأزمة وإنتهاؤها

هذه المرحلة تبدأ بعد أن يقوم الجهاز المالي والنقدي بمجابهة الأزمة بعد إنفجارها، وذلك بتغيير السياسات المالية والنقدية، وإجراء الإصلاحات الضرورية في الإدارة والضوابط الرقابية والنظم الخاصة بالعمل للخروج من هذه الأزمة المالية، وكما كانت نهاية المرحلة الأولى من دورات الأعمال وهي الإنتعاش بداية التراجع والإنحدار، فإن تعاقم الأزمة وإنفجارها ووصولها إلى الدروة وبداية الإنفراج ونقطة التحول نحو الدور الآخر والمرحلة الأخرى من مراحل الدورات الإقتصادية، وهي مرحلة إنتهاء الأزمة والإنفراج.

<sup>1</sup> عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالي المعاصرة - تقدير اقتصادي إسلامي -، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد، الأردن، 2011، ص ص

## المطلب الثاني: أسباب وقنوات إنتقال أزمة سوق الرهن العقاري

أزمة الرهن العقاري التي إندلعت في عامه 2007 وتفاقمت في 2008، كانت نتيجة لعدة عوامل متداخلة أدت إلى إنهيار كبير في السوق العقاري وذلك بانتهالها عبر قنوات ساعدتها في الإنتشار، وتركت تداعيات على الإقتصاد العالمي بأكمله.

## الفرع الأول: أسباب أزمة سوق الرهن العقاري

تكمن أسباب نشوب أزمة سوق الرهن العقاري فيما يلي<sup>1</sup>:

- **تقلبات أسعار العقارات:** إن تقلبات أسعار العقارات تعد من الأسباب المهمة لحدوث الأزمة المالية العالمية، هذا لأن العقارات هي الضمان الذي تحتفظ به المؤسسات المالية المقرضة مقابل منحها للقروض.

- **تقلبات أسعار الفائدة:** تؤثر تقلبات أسعار الفائدة في قيمة المدفوعات الشهرية الواجب دفعها من قبل المقترضين ولا سيما إذا كان القرض من نوع أسعار الفائدة القابلة لتعديل، كما وتؤثر في مجموع قروض الرهن العقاري الممنوحة.

- **السياسة الاقراضية:** التوسع والإفراط بضمن بطاقات الائتمانية بدون رصيد (السحب على المكشوف) وطرح أدوات إستثمار غير مفهومة من قبل الأفراد والمؤسسات مما أدى إلى تحمل تكاليف عالية مما تسبب في عدم قدرتهم على تسديد ديونهم وبالتالي نجم عن ذلك حجز سياراتهم ومنازلهم، فدارت الأزمة في دائرة مفرغة نتيجة إضطرار الأفراد والشركات إلى بيع عقاراتهم فانخفضت قيمتها وزاد العرض عن الطلب في مجال العقارات وإنخفض الإنفاق الإستهلاكي والإستثماني وضعفت قدرة البنوك في تمويل الشركات والأفراد وتهاوت المؤسسات وإنهارت وأفلست البنوك مما أدى إلى ظهور الكساد الصعب.

كما هناك أسباب أخرى نذكرها فيما يلي<sup>2</sup>:

- **السماسة:** وذلك عن طريق منحها لقروض السوبرايم وإعادة بيعها إلى البنوك بدون قلقهم على مدى قدرة الفرد على تسديد دينه، ومن ثم عدم إهتمامهم بمستقبل القروض بل أن إهتمامهم الوحيد تمثل في العمولة، كما أن البنك لا يحصل على هذه الأخيرة، وإنما على رسوم الخدمة فقط.

- **تصريحات محافظ البنك المركزي:** صرح المدير السابق للإحتياطي الفدرالي سنة 2004 بأن إحتمال إنخفاض شديد في سوق الرهن العقاري الأمريكي قليل جدا نتيجة حجمه من جهة وتنوعه من جهة أخرى، والذي أضاف سنة 2005: حتى وإن إنخفضت أسعار العقارات لا يكون لها أي آثار كبيرة على مستوى الإقتصاد الكلي خلال نفس السنة لمساهمة أدوات المالية المعقدة في تطوير القطاع المالي وجعله أكثر فعالية عما كان عليه

<sup>1</sup> أمال بوسمينه، دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري، دراسة تحليلية *The role of financial derivatives in The Mortgage crisis Analytical study*، مجلة جديد الاقتصاد، المجلد 15، العدد 1، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2020، ص 224.

<sup>2</sup> نسيمه حاج موسى، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، العدد 8، جامعة بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2010، ص 121-122.

لمدة أكثر من ربع قرن، وعليه شجعت هذه التصريحات الأعوان الإقتصاديين على الإستثمار أكثر، الأمر الذي أدى إلى زيادة إرتفاع أسعار العقارات.

- الأفراد: اللذين كانوا يحصلون على قروض السوبرايم وهي قروض عالية المخاطرة، مع درايتهم على عدم قدرتهم على تسديد ديونهم في حال إرتفاع معدلات الفائدة.

- البنوك: وذلك من خلال شرائها لعقود سوبرايم وإعادة بيعها في سوق الرهن العقاري لمؤسستي Fannie Mae, Frerrie Mac ، حيث أن البنوك التي تقوم بإعادة شراء قروض السوبرايم لم تكن تتم بالمخاطر لقدرتها على توريقها لاحقا أي بيعها لمؤسسات ستريت وكذا المؤسسات العمومية.

### الفرع الثاني: قنوات إنتقال أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية

تتمثل قنوات أزمة الرهن العقاري بين الأسواق المالية كالتالي<sup>1</sup>:

- قناة أسواق المال: تعتبر قناة أسواق المال الأكثر تأثيرا في إنتقال الأزمات المالية نظرا لأهمية الإستثمار في الإقتصاد الدولي من خلال تعاضم دور سوق الأوراق المالية في الدول نظرا لتوجه كثيرا من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح إستنادا إلى عمليات المضاربة التي تحصل في تلك الأسواق على الأدوات الإستثمارية المتاحة.

- تدهور التصنيف الإئتماني للأوراق المالية التي تساندها أصول.
- سوق المعاملات خارج البورصة.
- سوق المعاملات ما بين البنوك.

- قناة سعر الصرف: لقناة أسواق المال تأثير مباشر على سعر الصرف كما يمكن دراسة سعر الصرف كقناة إنتقال أثر أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية.

- الإستخدام الدولي لقاعدة الدولار والمخاطر الناجمة عن ضعف قيمة الدولار
- أثر الدولار الأمريكي على أسعار السلع الأساسية.

- قناة التجارة الخارجية: إضافة إلى تأثير قيمة الدولار على معظم أسعار السلع الأساسية في قناة سعر الصرف فيمكن إعتبارها من قناة التجارة وذلك لحجم الدولار في فورة التجارة العالمية.

- الإنفاق الإستهلاكي الأمريكي
- السلع الأساسية كأصول مالية بديلة
- تجارة السلع والخدمات.

<sup>1</sup> عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي براهيم، 2009-2010، ص 113.



## المطلب الثالث: آثار أزمة الرهن العقاري والإجراءات المتخذة لعلاجها

أزمة الرهن العقاري إمتدت آثارها عالميا، حيث أدت إلى خسائر إقتصادية فادحة مما أدى إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية الأمر الذي أدى إلى إتخاذ إجراءات لإستعادة الإستقرار الإقتصادي.

## الفرع الأول: آثار أزمة سوق الرهن العقاري

تتمثل آثار أزمة الرهن العقاري فيما يلي<sup>1</sup>:

- سوق القروض الأمريكية عالية المخاطر هي المصدر الأصلي لضعف معايير الإئتمان وأول من تعرض لتداعيات الناشئة عن المنتجات الإئتمانية المهيكلة المرتبطة بهذه القروض وتأثر المؤسسات المالية في البلدان الأخرى بهذه الأوضاع أيضا.

- ضعف في نظم إدارة المخاطر وترتيبات الرقابة الإحترازية وإن كانت بدرجات متفاوتة، فقد أصبح الخطر داهمنا على البلدان الصناعية التي شهدت تضخما في مستويات أسعار المساكن، مقارنة بالأساسيات الإقتصادية.

- شعور أسواق الدين وخاصة أسواق الدين الخارجي لشركات بأثر الإضطرابات الجارية في البلدان المتقدمة كما إرتفعت تكاليف التمويل وبات من غير الممكن الإستبعاد صدمات أخرى يتعرض لها إقبال المستثمرين على أصول الأسواق الصاعدة إذا ما إزداد سوء الأوضاع المالية.

هناك آثار أخرى تتمثل فيما يأتي<sup>2</sup>:

- التأثير على شركات التأمين وهناك قلق من أن بعض أصحاب البيوت قاموا بإشعال الحرائق متعددة كوسيلة للهروب من الرهون العقارية أو أنهم يرفضون الدفع، لتلقى في النهاية على عاتق شركات التأمين كما أن شركات التأمينات قامت بتقديم تأمينات على الأدوات المالية العقارية، مبادلة التخلف عن السداد، لتأمين المستثمرين من مخاطر عدم السداد، ومع الأزمة الحالية تعاضم خسائر هذا القطاع.

- تأثير على المؤسسات المالية كثيرا من البنوك، ومؤسسات الرهن العقاري، وشركات التأمينات، وصناديق التحوط، عانت من خسائر كبيرة نتيجة لتخلف عن دفع الرهن العقاري أو تخفيض قيمة الرهن.

- لم تسلم من هذه الخسائر الضخمة في قطاع البنوك سوا المؤسسات البنكية الإسلامية، التي تحرم إعادة بيع الدين، بالإضافة إلى أسباب التحريم التقليدية.

- قدرت صندوق النقد الدولي خسائر الأزمة المالية إلى غاية أفريل 2009 بأنها ستكلف أكثر من أربعة تريليون دولار وأن الأضرار التي لحقت بالنظام المالي العالمي ستستمر لعدة سنوات.

<sup>1</sup> ابراهيم بن حبيب الكروان السعدي، الأزمة المالية المعاصرة، دار جرير للنشر والتوزيع، سلطنة، عمان، 2009، ص 161.

<sup>2</sup> علي يوسفات، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد2، جامعة المسيلة، الجزائر، 2009، ص 8.

- تأثير على أصحاب المنازل والإسكان من المتوقع أن أسعار المساكن تستمر في الإنخفاض لسبب الفائض في العرض المنازل وسيستمر الإنخفاض إلى مستويات أكثر نموذجية كما أن الأدوات المالية من نوع (MBS)، (CDO) ستستمر في الخسائر حتى يتم تحقيق الإستقرار في أسعار المساكن، كما أن هذا الإنخفاض في أسعار المساكن جاء في أعقاب إرتفاع أسعار المساكن الناجمة عن المضاربة وإعادة التمويل في السنوات السابقة.

### الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة لمعالجة أزمة سوق الرهن العقاري

هناك عدة إجراءات متخذة لمعالجة الأزمة وهي كالتالي<sup>1</sup>:

- إجراءات الإحتياطي الفدرالي الأمريكي والبنوك المركزية العالمية: يلخص أهم أهداف هذه الهيئات رئيس إحتياطي الفدرالي في أوائل عام 2008 على نطاق واسع، سيتبع الإحتياطي الفدرالي مسارين وهما: الجهود الرامية لدعم السيولة في السوق، والسعي والعمل من أجل تحقيق الإقتصاد الكلي من خلال السياسة النقدية، ما بين 18 سبتمبر 2007 إلى 30 أبريل 2008 خفض الإحتياطي الفدرالي معدل الفائدة من 5,25 % إلى 2 %، والى ما بين 0,25% في 16 سبتمبر 2009، لأول مرة في تاريخ الإحتياطي الفدرالي.

- إجراءات وكالات التصنيف الائتماني: لقد تم إتهام هذه الوكالات بتسبب في أزمة الرهن العقاري، من خلال عدم الشفافية في تصنيف العقارات والأدوات المالية المتعلقة برهن العقاري، ولقد بدأت هذه الوكالات إتخاذ إجراءات للمعالجة الفعلية لتضارب المصالح، بما في ذلك برامج المراجعة الداخلي، ومعايير جديدة لتصنيف الائتماني، ومراجعة عملية التصنيف من طرف ثالث.

- الإجراءات الإقتصادية والقانونية: قام المشرعون بإعادة النظر في إجراءات الإقراض، وحماية من الإفلاس، والسياسات الضريبية، تقديم المشورة الائتمانية، وإصدار التراخيص والمؤهلات للمقرضين كما أن حكومات الدول الصناعية قامت بوضع خطط إنقاذ لإقتصاداتها بمليارات الدولارات؛

كما هناك إجراءات أخرى<sup>2</sup>:

- تقوية الرقابة وضبط لمجمل المؤسسات المالية، بشكل مدقق وفعال من طرف ضابط واحد في كل البلدان التي لها نظام مالي متطور وخاصة مسيري صناديق رؤوس الأموال الخاصة الذين يسيرون مبالغ معتبرة والتي يجب أن تسجل لدى سلطات الرقابة الوطنية، وتحال إليها تقارير دورية تشمل تشخيصا لحجم ونوع الإستثمارات، ومستوى القرض وتطور المبلغ الموضوع تحت التصرف.

<sup>1</sup> علي يوسفات، مرجع سابق، ص 9.

<sup>2</sup> سعاد بليمان، أثر أزمة الرهن العقاري على النظام النقدي الدولي 2007-2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017-2018، ص 147.

- كان ينبغي أيضا تحسين مصادر تبادل المعلومات وتنسيقها بين السلطات الضابطة وتقوية تدخل صندوق النقد الدولي، في تنظيم ومساعدة البلدان المتضررة من الأزمة عن طريق منح خطوط القرض للبلدان التي مستها الأزمة ولم تكن مسؤولة عن ذلك ووضع نظام للإنذار الوقائي إتجاه الأزمات المستقبلية.
- كما يجب تطوير الإجراءات الفعالة لتقديم الخطر المنظم وإثارة على النظام الإقتصادي العام.
- إن إجراءات تقييم الخطر المنتظم المطورة، ينبغي أن تضمن التخفيض المطلوب من التقلبات الإقتصادية الدورية.

## خلاصة الفصل:

يؤدي سوق الرهن العقاري دورا مهما في حياة الأفراد والإقتصاد، حيث يمكن للأفراد والشركات الاستفادة من التمويل لشراء وتحسين العقارات فالرهن العقاري يساعد الناس على شراء بيت أو سكن يمكنهم دفع ثمنه على المدى الطويل، عند شراء العقار يجب أن يعرفوا كيف تعمل هذه القروض والفوائد لكي يتخذوا قرارات جيدة عند شرائه، وأيضا التغيرات في القوانين والإقتصاد يمكن أن يؤثر بشكل كبير على السوق فتؤدي ذلك إلى أزمات مالية مثل أزمة 2008 لذا يجب الإنتباه دائما لهذه التغيرات في المستقبل باعتباره جزءا أساسيا من الإقتصاد.

## الفصل الثاني:

الشركات ذات الغرض الخاص  
ودورها في عملية التوريد

**تمهيد:**

شركات ذات الغرض الخاص هي الشركات التي يتم إنشائها لغرض محدد ولأهداف محددة فهي تقوم بتمويل المشاريع والأنشطة التي تخدم مصالحها وتلبي إحتياجاتها الإقتصادية، حيث تقوم الشركات الخاصة بتقديم تمويل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، مما يساعد أو يساهم في خلق فرص عمل، تساعد على تقديم الخدمات المالية المتنوعة مثل التمويل العقاري، مما يعزز الإستقرار المالي كما تعد الشركات ذات الغرض الخاص وسيلة جيدة لإدارة المخاطر مما يوفر حماية أفضل للأصول و القدرة على جذب الإستثمارات حيث بهذه الشركات القدرة على تنفيذ مشاريع كبيرة دون التأثير على شركة الأم بشكل مباشر.

لإعطاء نظرة عامة حول الشركات ذات الغرض الخاص، سوف يتم في هذا الفصل دراسة المباحث

التالية:

- المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الشركات ذات الغرض الخاص؛
- المبحث الثاني: الأشكال التنظيمية للشركات ذات الغرض الخاص وأغراضها؛
- المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق.

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الشركات ذات الغرض الخاص

تعد الشركات ذات الغرض الخاص كيانات قانونية تعمل على تحويل الأصول الغير السائلة إلى أصول سائلة قابلة للتداول، الأمر الذي ساهم في تنشيط التعامل في الأسواق المالية.

لتعرف على الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في عملية التوريق يقسم هذا المبحث إلى المطالب

التالية:

- **المطلب الأول: تعريف ونشأة الشركات ذات الغرض الخاص؛**

- **المطلب الثاني: خصائص وأهمية الشركات ذات الغرض الخاص.**

### المطلب الأول: تعريف ونشأة الشركات ذات الغرض الخاص

لتوضيح مختلف التعاريف المقدمة للشركات ذات الغرض الخاص ومختلف مراحل تطورها تم تقسيم هذا المطلب إلى الفروع التالية:

#### الفرع الأول: تعريف الشركات ذات الغرض الخاص

يمكن تعريف الشركات ذات الغرض الخاص كما يلي:

- **الشركات ذات الغرض الخاص هي:** "شركة تصدر أوراق مالية تخضع عادة لقواعد وأحكام هيئات أسواق المال (أو مراكز الإيداع للأوراق المالية)، وتمارس نشاطها بناء على ترخيص يصدر من الهيئة، وتتمتع بالذمة المالية والشخصية الاعتبارية المستقلة، وتنتهي الشركة بانتهاء الغرض الذي أسست من أجله"<sup>1</sup>.

- **الشركات ذات الغرض الخاص هي:** "هي عبارة عن كيان قانوني يتم إنشائه بواسطة الجهة المستفيدة من إصدار صكوك التمويل (شركة، مؤسسة، بنك)، من خلال نقل أصول الأخيرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بعمل معين وتحقيق غرض محدد إلا وهو إصدار صكوك التمويل"<sup>2</sup>.

- **الشركات ذات الغرض الخاص هي:** شركات يتمثل دورها في توريق القروض المحولة اليها والمضمونة بأصول؛ بمعنى أنها تقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بقيمة هذه الحقوق المالية والأصول الضامنة لها، ويمكن للشركات ذات الغرض الخاص أن تكون تابعة للشركات المنشئة لهذه القروض؛ أي بمعنى آخر

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، العدد 14، صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة، 2022، ص 54.

<sup>2</sup> نهى خالد عيسى، دور الشركة ذات الغرض الخاص في اصدار صكوك التمويل - (دراسة مقارنة) -، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، المجلد 15، العدد 2، جامعة بابل، 2023، ص 444.

إذا لم يتم إنشاء مثل هذه الشركات المتخصصة فإن الشركات المنشئة تنشئها خصيصا لتوريق قروضها، وتعتبر تابعة لها ولكن لها ميزانية مستقلة وذمة مالية مستقلة<sup>1</sup>.

مما سبق يمكن القول بأن الشركات ذات الغرض الخاص هي الشركات التي تأسست بغرض محدد أو هدف معين، وقد تكون مختلفة في نطاق وتخصصاتها، تكون أكثر تركيزا وتخصصا في تحقيق هدفها المحدد، مقارنة بالشركات التجارية التقليدية التي تسعى في الغالب لتحقيق الربح كهدف رئيسي.

### الفرع الثاني: نشأة الشركات ذات الغرض الخاص

مرت الشركات ذات الغرض الخاص بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى شكلها المعروف حاليا، يمكن تلخيص هذه المراحل في النقاط الموالية:

- ظهرت الشركات ذات الغرض الخاص في أواخر السبعينيات، فقد بدأت في الظهور في المؤسسات المالية لمساعدة البنوك والشركات الأخرى على تحقيق الدخل، من خلال القيام بعملية التوريق خارج الميزانية العمومية؛  
- وتزايد الإعتماد على الشركات ذات الغرض في سنوات الثمانينات، نتيجة ظهور مجموعة من المعايير المحاسبية سنة 1983، والتي وضحت طريقة إعداد التقارير المالية للمعاملات التي تقوم بها الشركات ذات الغرض الخاص، وطريقة إطفاء الديون، والسماح بتسجيل التحويل كبيع في التقارير المالية للشركة، على الرغم من إلزام البائعين بشكل مستمر بتسليم الأصول المباعة شريطة تقدير هذا الإلتزام لأغراض محاسبية، وقد كان لهذا التغيير في القاعدة المحاسبية دورا كبيرا في تطور الأسواق المالية؛ كونه سمح للشركات بإزالة الأصول المالية خاصة الخطرة منها من ميزانيتها العمومية وتحويلها إلى الشركات ذات الغرض الخاص؛

( Issues Task Force Emerging ) في سنة 1989 عالجت فرقة العمل المعنية بالقضايا المستجدة) في الولايات المتحدة الأمريكية مسألة الوقت المناسب لدمج الشركات ذات الغرض الخاص مع الشركة المنشئة أو مع طرف آخر، كما قدمت عدة إرشادات مهمة حددت فيها الوقت المناسب لمعاملة الشركة ذات الغرض الخاص ككيان مستقل لإعداد التقارير المالية، مع الإبلاغ عن أصولها وخصومها بشكل منفصل عن الشركة المنشئة، إلا أنه رغم الإهتمام الذي حظيت به الشركات ذات الغرض الخاص وكذا توسع سوقها بشكل مستمر بقيت غير معروفة حتى نهاية القرن العشرين في الأسواق المالية العالمية، في المقابل عرفت الأسواق الإسلامية استخدام الشركات ذات الغرض الخاص في منتصف التسعينات<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار الغريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001، ص 243.

<sup>2</sup> Ahmed M. alkhan, A critical analysis Of special purpose vehicle in the islamic banking industry: the kingdom of Acas study. Adissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degreedee of doctor philosophy in islamic finance .ce ntre for islamic finance university of Bolton .Great britan 2016 .p p 20 -21



## المطلب الثاني: خصائص وأهمية الشركات ذات الغرض الخاص

للشركات ذات الغرض الخاص عدة خصائص تميزها عن باقي الشركات المتدخلة في السوق المالي، كما تكتسب هذه الشركات أهمية بالغة سواء بالنسبة للشركات المنشئة أو للمستثمرين وهذا ما سيتم توضيحه من خلال الفرعين التاليين:

### الفرع الأول: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص

للشركات ذات الغرض الخاص مجموعة من الخصائص نذكر منها:

- الشركات ذات الغرض الخاص هي كيانات مستقلة تملك إلتزامات وأصول خاصة حيث أنها لا تضطر (محاسبيا) ضمن خصوم وأصول الشركة المنشئة<sup>1</sup>.
- الشركات ذات الغرض الخاص هي شركات لا يمكن إفلاسها: بمعنى أنه لا يؤدي إفلاس الشركة المنشئة إلى إفلاس الشركة ذات الغرض الخاص ولا يقلل من قيمة أصولها وذلك لإستقلال هذه الأخيرة عن الشركة المنشئة، حيث يتم تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص بضوابط معينة في نظامها وإجراءات محددة في طريقة إدارتها، وبالتالي يكون احتمال الإفلاس بالنسبة إليها مستبعد جدا<sup>2</sup>.
- تعدد أغراض الشركات ذات الغرض الخاص وتحديدتها مسبقا: للشركة ذات الغرض الخاص أهداف محددة أثناء نشاطها فبمجرد القيام بالأغراض المحددة سلفا تتوقف عن العمل.
- تمتع الشركات ذات الغرض الخاص بالشخصية القانونية: الشركة ذات الغرض الخاص هي كيان معترف به قانونا، يمكن أن يأخذ أحد أشكال القانونية شركة مساهمة أو شركة المحددة أو شركة أشخاص وغيرها<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص

تكمن أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في النقاط التالية<sup>4</sup>:

- الحماية من الإفلاس: تحتاج الشركات أحيانا لأي سبب من الأسباب إبعاد بعض أصولها عن الإفلاس، وتعتبر الشركة ذات الغرض الخاص أفضل وسيلة لإبعاد تلك الأصول وإخراجها من الوضع الإئتماني للشركة، ومن تم حماية تلك الأصول عند الإفلاس وبذلك تعتبر تلك الأصول غير مملوكة للشركة بشكل قانوني

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة، 2022، ص 57.

<sup>2</sup> محمد علي القري، الشخصية الاعتبارية ذات الغرض الخاص، دراسة مقدمة الى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ص ص 40-41.

<sup>3</sup> رقية بوفنش، أثر الشركات ذات الغرض الخاص على أداء السوق المالي - دراسة قياسية تحليلية لأثر إصدارات cagmas mbs على أداء المؤشر العام للسوق المالي المالي خلال الفترة 2004-2018، مجلة الباحث، المجلد 20، العدد 01، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 628.

<sup>4</sup> عثمان بن ظهير مغل، المنشأة ذات الغرض الخاص -دراسة فقهية تأسيسية تطبيقية-، دار الميمان للنشر والتوزيع، السعودية، الرياض، 2020، ص ص 55-56-57.

ولا تترتب عليها أي آثار سلبية تتعرض لها الشركة، ويتم اللجوء لهذا الأمر كثيرا لإغراء المستثمرين فيها لن تتأثر بتأثر الشركة وبالتالي يمكنهم التركيز على إدارة المخاطر الخاصة بتلك الأصول وإتخاذ قراراتهم الإستثماري بعيدا عن السجل الإئتماني العام لشركة، وتدعم قوانين كثير من الدول هذا الأمر، خاصة القوانين في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وكندا.

- **الحماية من الدائنين:** تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص أفضل مخرج قانوني لحماية الأموال من الدائنين وتلجأ لها أغلب الشركات عند طرح سندات بحيث تنقل الهرمونات التي ستوثق هذه السندات إلى ملكية شركة ذات غرض الخاص وتمزجها من دفاترها المحاسبية وبذلك يضمن حملة السندات أنه عند إعلان الشركة إفلاسها ليس لإستغراق الديون وإنما لأسباب أخرى فإن رهوناتهم لن تكون أسوة الغرماء كونها غير مملوكة للشركة.

- **تجاوز المتطلبات النظامية:** تفرض البنوك المركزية على المصارف تشريعات عديدة خاصة لتنظيم العمل المصرفي، ومن أهم تلك التشريعات هي ما يسمى بكفاءة رأس المال وهو نسبة التمويلات إلى موجودات المصرف بحيث لا يجوز أن تتجاوز أصول البنك حدا معيننا مقارنة بموجوداته، ولأجل التوسع في عمليات التمويل تلجأ بعض المصارف إلى نقل ملكية كثير من أصولها إلى شركات ذات غرض خاص بحيث تخرجها من دفاترها ومن ثم يمكنها التوسع في التمويل.

- الشركة ذات الغرض الخاص كما سبق شرحه، ليست حكرا على الصناعة المالية الإسلامية، بل عادة ما تستخدم في عملية التوريق في البنوك التجارية التقليدية ومن طرف الشركات، ولها إستخدامات أخرى كثيرة، كالإستثمار العقاري والتحوط والإستفادة من الوفورات الضريبية، وتحويل الأصول، وغيرها.

بالنسبة للبنوك على سبيل المثال، إذا رغب البنك في الحصول على سيولة مقابل ديونه (وهو ما يعرف بالتوريق)، فإنه يقوم بإنشاء شركة ذات غرض خاص لتوريق تلك الديون أي تحويلها إلى أوراق مالية، فتتولى الشركة الجديدة إدارة عملية التوريق، وتنقل ملكية الديون لصالحها، بمعنى آخر تصبح الشركة ذات الغرض الخاص هي صاحبة الديون، ثم تقوم بإصدار أوراق مالية (سندات توريق) وبيعها للمكتتبين، وتحصل بذلك على السيولة، يظهر هذا من الوصف أن الشركة ذات الغرض الخاص هي شركة تابعة تم إنشاؤها بواسطة شركة أم، والهدف هو عزل المخاطر المالية، ووضعها القانوني كشركة منفصلة يجعل إلتزاماتها مضمونة حتى في حالة إفلاس الشركة الأم، لهذا السبب، توصف الشركات ذات الغرض الخاص بأنها "كيان بعيد عن إفلاس"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص 58.

## المبحث الثاني: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص وأغراضها الإقتصادية

تأخذ شركات ذات الغرض الخاص أشكال متعددة تعتمد على هيكلها ونوع نشاطها، فمنها شركات المساهمة وشركات ذات المسؤولية المحدودة وغيرها من الأشكال. لتعرف على مختلف هذه الأشكال والأغراض التي أنشأت من أجلها نقوم بتقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص؛**
- **المطلب الثاني: الأغراض الإقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص.**

### المطلب الأول: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص

للشركات ذات الغرض الخاص عدة أشكال قانونية تتمثل فيما يلي:

**أولاً: شركة الترس.**

يقصد بنظام الترس عمل يتعلق بمال سواء كان منقول أو عقار يقوم مالكه بنقل السيطرة القانونية عليه إلى الأمين الذي يباشر سلطاته بإدارة وإستثمار المال لحساب المستفيدين الذين حددهم المالك ويقصد منه كذلك ترتيب قانوني يتم بموجبه نقل أموال أو ممتلكات من المالك إلى شخص آخر (الأمين) لإدارتها لصالح واحد أو أكثر المستفيدين؛

ينقسم إلى خاص وعام: الترس العام أو الترس الخيري فيكون الغرض منه تحقيق النفع العام للمجتمع أو لعدد كبير من أفرادها، أما الترس الخاص هو الذي ينشأ لمصلحة شخص واحد أو عدد الأشخاص المعنيين للمالك الحقيقي.

بالتالي فنظام الترس يعني إلتزام من مالك أصل بنقل ذلك الأصل تحت إدارة شخص يسمى الأمين أو الوصي والعائد الناشئ من إستغلال الأصل وتتميته وإستثماره ويكون لصالح المستفيدين، فإن لم يوجد مستفيدون بأعيانهم كانت الغلة أو المنفعة لأغراض يحددها القانون<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محفوظ رضا جلجال، الإطار التنظيمي للشركة ذات الغرض الخاص، مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، المجلد 2، العدد 1، جامعة تيارت، الجزائر، 2021، ص 9.

**ثانياً: الشركة ذات المسؤولية المحدودة.**

ويقسم رأس مال الشركة ذات المسؤولية المحدودة إلى حصص متساوية القيمة ولا يكون الشريك فيها مسؤولاً إلا بقدر حصته من رأس المال، وعدد الشركاء فيه محدود، والواقع أن هذه الشركة خليط من شركات الأشخاص وشركات الأموال، فهي تشبه شركات الأشخاص من حيث أن عدد شركائها محدود، ولا يجوز تأسيسها عن طريق الإكتتاب العام، ولا يصدر لها أسهم أو سندات قابلة للتداول، وتشبه هذه الشركة شركة الأموال إلى حد كبير؛ ولأن الشركاء في هذه الشركة لا يسألون عن ديون الشركة إلا حدود رأس المال.

**ثالثاً: شركة المساهمة.**

شركة المساهمة من الشركات التي لا تقوم على الاعتبار الشخصي بين المساهمين فيها؛ لذا فهي من شركات الأموال.

ترتب على ذلك أن مسؤولية الشركاء فيها بقدر قيمة أسهمهم فقط، كما أنها لا تفلس بإفلاس أحد المساهمين، ولا تحل بموت أحدهم، ولا بتنازله عن أسهمه لغيره، وتتمثل حصة الشريك فيها في سهم قابل للتداول بالطرق التجارية<sup>1</sup>.

**رابعاً: الشركة اليتيمة (Orphan Special Purpose Vehicle):**

إذا تم تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص وفق قانون الشركات فإنها تكون عندئذ شركة مماثلة لباقي الشركات، ولكن الشركة المنشئة تواجه خطر إيداع البعض أن الشركة ذات الغرض شركة تابعة لها، فيصر الدائنون على ضرورة دمج ميزانية الشركة الأولى مع ميزانية الشركة الثانية، فإذا حدث مثل ذلك فإن أموال المستثمرين تصبح في خطر لإمكانية حصول الدائنين عليها، وعليه لا يتحقق الهدف الذي أسست من أجله الشركة ذات الغرض الخاص، لذلك كان من الضروري تبني مجموعة من الإجراءات والضوابط منها:

- أن يكون للشركة ذات الغرض الخاص إسمها المستقل ودفاترها، وحساباتها الخاصة بها ورقم سجل مستقل في الجهات الرقابية ومصلحة الضرائب وغيرها؛
- أن ينص على أن الشركة ذات الغرض الخاص ممنوعة من الإستحواذ على أي شركة، وكذلك الإندماج مع أي شركة أو جهة أخرى؛
- تحديد غرض إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص تحديداً دقيقاً؛
- النص على أن الشركة المنشئة لا تمتلك حق إتخاذ أي قرار فيما يتعلق بأمور الشركة ذات الغرض الخاص ولا تسيطر على مجلس إدارتها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عثمان ظهير مغل، مرجع سابق، ص ص 122-129.

<sup>2</sup> محمد علي القري، مرجع سابق، ص ص 42-44.

## المطلب الثاني: الأغراض الإقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص

الغرض الأساسي من إنشاء الشركات ذات الغرض الخاص هو نقل ملكية الأصول محل التصكيك أي أن هذه الشركة تشتري الأصول ثم تعيد تصكيكها وبيعها لحملة الصكوك، ولها أغراض أخرى من أهمها ما يلي<sup>1</sup>:

- **الأغراض المحاسبية:** وذلك بهدف إخراج الأصول محل التصكيك من الذمة المالية للجهة المنشئة وإدخالها في الذمة المالية للمنشئة ذات الغرض الخاص، أي عزل الأصول في وعاء مستقل قانوناً عن باقي الأصول المملوكة من قبل الجهة المنشئة.

- **إدارة المخاطر:** يتحقق ذلك من خلال عزل المخاطر المرتبطة بنشاطات الجهة المنشئة عن مشروع التصكيك، وحماية موجودات المشروع محل الصكوك من مشاركة دائني الجهة المنشئة في حال إفلاسها، بالإضافة إلى عزل المخاطر المرتبطة بإصدار الصكوك وعملية التصكيك عن الجهة المنشئة وتحمل المنشئة ذات الغرض الخاص هذه المخاطر نيابة عن الجهة المنشئة.

- **لدواعي ضريبية:** في بعض الأحيان يتم تأسيس المنشآت ذات الغرض الخاص في المناطق أو البلدان التي تتمتع بإعفاءات الضريبية وذلك بغرض الاستفادة من الإعفاءات الضريبية.

- **لأغراض تمويلية:** إذ يوفر إصدار الصكوك مصدر تمويل بديل عن التمويل المصرفي التقليدي من خلال القروض أو التمويل عن طريق زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما يتتبع ذلك من عقبات قانونية قد تمنع الجهة المنشئة من الحصول على التمويل المطلوب، وهنا يتحقق هدف الحصول على التمويل اللازم مع تخفيض مخاطر الحصول على التمويل.

- **لأغراض قانونية:** فقد يمنع القانون في دولة ما المصرف أو المؤسسة من القيام بنشاط معين أو تمتلك العقارات أو الأصول إلا في حدود نسب محددة، فيتم تأسيس شركة ذات غرض خاص لتجاوز هذه العقبات القانونية.

- **لضمان حقوق ملكية الصكوك:** من خلال دورها في تحصيل عوائد الصكوك وتوزيعها على حملة الصكوك والإفصاح الدوري لهم عن كافة الأمور المتعلقة بحقوقهم وتصفية موجودات الصكوك وتوزيع الناتج على حملة الصكوك.

<sup>1</sup> نور بدوي، دور المنشأة ذات الغرض الخاص في عملية إصدار الصكوك الإسلامية، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مديرية الدراسات والأبحاث، 2022، ص 11.

## المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق

تعتبر عملية التوريق من أهم منتجات الهندسة المالية التي أدت دورا هاما في الأسواق المالية، وذلك من خلال مساهمتها في خلق أوراق مالية جديدة في سبيل إيجاد حلول للمشكلات التي تتعرض لها المؤسسات المالية وتعد الشركات ذات الغرض الخاص طرفا أساسيا في هذه العملية، باعتبارها الجهة المصدرة للأوراق المالية مقابل شرائها للأصول الغير السائلة من الشركات المنشئة.

لتعرف على عملية التوريق وأهمية الشركات ذات الغرض الخاص فيما، تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: تعريف وأنواع عملية التوريق؛**
- **المطلب الثاني: أساليب وأطراف عملية التوريق؛**
- **المطلب الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق.**

### المطلب الأول: تعريف وأنواع عملية التوريق

تعد عملية التوريق من التقنيات الأكثر شيوعا في مجال التمويل، والتي تختلف وتتعدد أنواعها باختلاف أسس ومعايير تصنيفها، وهذا ما يتم توضيحه في هذه الفروع:

#### الفرع الأول: تعريف عملية التوريق

يمكن تعريف عملية التوريق على النحو التالي:

- **عملية التوريق هي:** "عملية تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تتدفق من مجموعة من الأصول (القروض العقارية وقروض السيارات ومستحقات بطاقات الإئتمان وغيرها) الى أوراق مالية، وذلك بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك الأصول"<sup>1</sup>.

- **عملية التوريق هي:** "عملية تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض وغيرها من الأصول الغير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص152.

<sup>2</sup> هاجر أحمد فهمي أبو القمصان، دور التوريق في ادارة المخاطر بالبنوك المصرية، المجلد 11، العدد 3، 2020، ص443.

- عملية التوريق: " تعني قيام مؤسسة مالية بجمع الديون المضمونة، ووضعها في صورة دين واحد معزز بالضمانات، و ثم عرضه على الجمهور على شكل أوراق مالية قابلة للتداول من أجل الحصول على السيولة النقدية للبنك"<sup>1</sup>.

من خلال ما سبق نستنتج أن عملية التوريق هي عملية تحويل الأصول الغير السائلة إلى أصول سائلة قابلة للتداول في الأسواق المالية.

### الفرع الثاني: أنواع عملية التوريق

ينقسم التوريق إلى عدة أنواع من عدة أوجه منها ما يلي<sup>2</sup>:

#### أولاً: أنواع عملية التوريق بحسب نوع الأصول محل التوريق

- **توريق القروض أو الديون:** وتتمثل في الديون التي تمنحها المؤسسات التمويلية للعملاء لتمويل شراء وحياسة العقارات بالدرجة الأولى فيما يعرف بالرهن العقاري، وكذلك ديون بطاقات الإئتمان وتمويل شراء السيارات والأصول الرأسمالية من الآلات والمعدات.

- **توريق تدفقات الفوائد المستقبلية:** في هذه الحالة يكون التوريق للتدفقات التي ستستحق للمورق فقط دون أصل القرض أو الدين، ويكون باستعمال الفوائد المقررة على القروض ويكون حق حملة الأوراق المالية هو قبض هذه الفوائد تباعا عند استحقاقها حتى نهاية أجل استحقاق القروض.

- **توريق مستحقات متوقعة:** كأن يقوم تاجر مرتبط بعقود تصدير بمبالغ كبيرة وسوف يستمر تنفيذ العقد لسنوات عديدة، على أن يستلم مستحقاته تباعا خلال هذه السنوات فعندها يمكن أن يتفق مع شركة توريق على نقل (بيع) هذه المستحقات وإصدار أوراقا مالية بها.

- **توريق الموجودات العينية:** مثل الأصول المؤجرة بالإتفاق مع شركة توريق إصدار أوراق مالية (صكوك إجارة) بقيمتها وطرحها للإكتتاب العام ليشتريها المستثمرين وبالتالي يكونون ملاكا على الشيوخ في الأصل ويحصلون على قسط الإيجار إضافة إلى إستهلاك (إطفاء) قيمة الأصل المورق تباعا ويمكنهم تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية.

- **توريق أدوات التمويل:** كالمشاركات والمضاربات ممثلة في حصة المؤسسة البادئة للتوريق في رأس مال هذه الأدوات عن طريق الاتفاق مع شركة التوريق التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية.

<sup>1</sup> فؤاد حميد الدليمي، أحكام التصرف في الديون لدى مؤسسات مالية الإسلامية-دراسة فقهية مقارنة-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص105.

<sup>2</sup> موسى نوري شقيري، ادارة المشتقات المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص ص257-258.

ثانياً: أنواع عملية التوريق بحسب الضمانات.

وتنقسم عملية التوريق وفقاً إلى هذا المعيار إلى<sup>1</sup>:

- التوريق بضمان أصول ثابتة: كالتحويل العقاري الذي يكون فيه العقار مرهوناً للمقرض؛
- التوريق بضمان متحصلات آجلة: ويكون في حالة الديون التي لا يقدم فيها المدين ضمانات عينية كديون بطاقات الإئتمان والسلع الإستهلاكية؛
- التوريق بضمان حكومي: وهي الحالة التي يكون فيها المدين جهة حكومية وتضمن الحكومة السداد من الموازنة العامة للدولة.

ثالثاً: أنواع عملية التوريق بحسب طبيعته.

وتنقسم عملية التوريق وفقاً لهذا المعيار إلى<sup>2</sup>:

- إنتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع تدفقات المالية على وفق حصص محددة، وهنا تكون الأوراق المالية معبرة لتحقيق هذا الهدف؛
- إنتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية، وإصدار أوراق مالية (سندات) عديدة تختلف فيما بينها على وفق درجة التصنيف وسرعة الدفع، وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة، ويمكن تمويل صفقة التوريق بأحد بديلين وهما:

- القروض التجارية: يمكن توفير التمويل لازم لشراء أصول (الديون) التي يتم توريقها بالجوء الى القروض التجارية، مع مراعات تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع إلتزامات الدفع للمقرضين.
- إصدار سندات دين: تقوم الشركة في هذه الحالة بإصدار سندات بقيمة تعادل بقيمة الديون موضوع التوريق، إستناداً إلى ما يتوفر لهذه الديون من ضمانات، باستخدام حصيلة الإكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون وبراها أن تتوافق تواريخ إستحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ إستحقاق أقساط الديون وفوائدها وأن تظفا بسدادها عند حلول آجال إستحقاقه.

رابعاً: أنواع عملية التوريق حسب التدخل الشركات ذات الغرض الخاص.

وتشمل عملية التوريق وفقاً لهذا المعيار الأنواع التالية<sup>3</sup>:

- التوريق بوساطة: تقوم هذه العملية على بيع الديون آجلة الدفع بثمن نقدي حالي إذا توفرت الأطراف التالية:

<sup>1</sup> حكيم براضييه وجعفر هني محمد، دور التصكيك الاسلامي في ادارة السيولة في البنوك الاسلامية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص 141-142.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، ادارة العمليات المصرفية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016، ص 198.

<sup>3</sup> محمد ندا ندا البدة، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة -، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، 2013، ص ص 202-204.



- الشركة المنشئة: وهي الشركة التي لها ديون على عدة أشخاص أجله الدفع، وتبيعها بئمن عاجل؛
  - الشركة ذات الغرض الخاص: وهي الشركة التي تشتري الديون من هذه الشركة بئمن نقدي عاجل أقل من قيمة الديون، ثم تتولى توريق هذه الديون وطرحها في السوق المالية ليشتريها الراغبون فيها بئمن نقدي؛
  - مشترو الأوراق المالية: وهم المستثمرون الذين أصبحوا مالكي لهذه الديون؛
- وتتعاون الشركة التي باعت الديون مع الشركة ذات الغرض الخاص مع إستيفاء الديون من أصحابها وتحصيل فوائدها حتى يستهلك الدين.

## 2- التوريق المباشر: ويعرف بالتوريق الداخلي وتتمثل أطرافه في:

- الشركة المنشئة: وهي الشركة التي تقوم بتوريق الديون وبيعها للمستثمرين بئمن نقدي دون اللجوء إلى وسيط بينها وبينه؛
- المستثمرون: وهم الأفراد الذين يشترون سندات التوريق من الشركة المنشئة حين طرحها للبيع في سوق الأوراق المالية.

## المطلب الثاني: أساليب وأطراف عملية التوريق

تقوم صفقات التوريق بالضرورة أطراف أو جوانب قانونية تأخذ بعين الإعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية للتوريق التي تبنتها الممارسة لكفالة حقوق كافة أطراف عملية التوريق.

### الفرع الأول: أساليب عملية التوريق

يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:

- **حوالة الحق:** تمثل إحدى صور إنتقال الإلتزام، وفيها يتغير الدائن إلى دائن آخر يحل محله في هذا الحق، ويكون بذلك دائنا جديدا، وهي تختلف عن حوالة الدين التي تعني نقل الدين من ذمة المحيل إلى ذمة المحال عليه وفيها يتغير المدين إلى مدين آخر<sup>1</sup>.

- **التنازل:** يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين ويشيع إستخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ففي عقد الإيجار والبيع يتم الإستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما تحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات المنققة عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين<sup>2</sup>.

- **المشاركة الجزئية:** يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ولا يتحمل بائع الدين أي مسؤولية فيها لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب

<sup>1</sup> حكيم براضييه، جعفر هني محمد، مرجع سابق، ص141.

<sup>2</sup> اخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد6، العدد 23، جامعة البصرة، 2009، ص202.

على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الإئتمانية، ويلاحظ أن هناك طرق عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليه<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: أطراف المساعدة في عملية التوريق

تتطلب تقنية التوريق توفر عدة أطراف حتى يتم إنجازها وتتخلص هذه الأطراف في النقاط التالية:

- **الممول (المنشئ):** وهو الذي يكون له قروض أو الديون أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين أو ملكا للأصول محل التوريق ودوره في عملية التوريق ثم بيعه أو نقله لشركة التوريق وأحيانا يقوم بخدمة الأوراق المالية بتحصيل مستحقات نيابة عن شركة التوريق.

- **الشركة ذات الغرض الخاص:** وهي شركة تنشأ لتحويل إليها الحقوق المالية المضمونة بأصول وتقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية وأصول الضامنة لها وهي بهذا تعتبر الشركة القائمة بعملية توريق الديون كما يطلق عليها أيضا المصدر ودوره تمثل في الإلتزام سداد قيمة الأصل المنشئ بمبلغ أقل من القيمة الأصلية له وإصدار الأوراق بالقيمة الكاملة للأصل وكسب الفرق ثم خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية<sup>2</sup>.

- **المستثمرون:** وهم الذين يقومون بشراء الأوراق المالية التي قام المصدر بإصدارها، والمستثمر قد يكون من الأفراد أو الشركات أو المؤسسات المالية، وتشكل السندات أغلب الأوراق المالية التي يتم إصدارها من خلال عملية التوريق، ويحصل المستثمر على قيمة السند في تاريخ إستحقاقه بالإضافة إلى الفوائد الدورية، بغض النظر عن تواريخ إستحقاق فوائده أو أقساط القرض الأصلي لذا الشركة المنشئة، فعلاقة المستثمر تكون مع الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية من خلال ما يحمله من سندات مضمونة بأصول القرض الأصلي لشركة المنشئة<sup>3</sup>.

- **شركة التسيير أو القائمة على خدمة الدين:** هي الجهة المسؤولة عن التحصيل الدوري لدين من قبل المقترضين في تواريخ الإستحقاق التي تم الإتفاق عليها، وتسليمها إلى الشركة ذات الغرض الخاص، لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعدها، وقد تكون هذه الشركة هي نفسها الشركة المنشئة للتوريق<sup>4</sup>.

- **شركة التصنيف الائتماني:** إن لوكالات التصنيف الإئتماني دور بالغ الأهمية في عملية التوريق وذلك من حيث تقييمها لنوعية الحصص المصدرة، فهي تقوم بتصنيف نوعية الحصص المعروضة لتداول امام

<sup>1</sup> وهيبه السليمانى، ادارة المديونية، دار الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص249.

<sup>2</sup> محمد خميسي بن رجم، التوريق وواقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، المجلد4، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010، ص59.

<sup>3</sup> عبد العزيز قاسم محارب، الاقتصاد الاسلامي علما وعملا- منهجيته، خصائصه، تطبيقاته، تاريخه، مستقبله -، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2016، ص 672.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي وجلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2002، ص317.

المستثمرين وتقدير الخطر المرتبط بالقروض ومدى ما تتمتع به من ضمانات، فالتحليل الذي تقوم به هذه الوكالات يعبر عن قدرة مصدر الورقة المالية على الوفاء بالتزاماتها المتمثلة في دفع الفوائد ورد قيمة أصل القرض في نهاية فترة الإستحقاق<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض في عملية التوريق

تؤدي الشركة ذات الغرض الخاص دورا هاما في عملية التوريق، باعتبارها مصدر السندات، حيث تقوم الشركة المنشئة لبيع سندات الدين الأصلية إلى الشركة ذات الغرض الخاص، بعدها تقوم هذه الأخيرة بإصدار سندات التي تسمى السندات المدعومة بأصول وطرحها للبيع للمستثمرين، وتحصل الشركة ذات الغرض الخاص على أرباحها المساوية للفرق بين ما دفعته إلى الشركة المنشئة والقيمة الإسمية لمحفظه السندات الجديدة مضافا إليها الفوائد المنفق عليها في عقد التوريق؛ وتصدر الشركات ذات الغرض الخاص سندات ذات سعر فائدة ثابت أو متغير، وينبغي أن تكون تواريخ إستحقاق الفائدة عن السندات المصدرة موافقة لتواريخ إستحقاق ديون الأصلية، وقد يكون ذلك ميسورا إذا كانت الديون الأصلية ذات تاريخ إستحقاق واحد، ولكن متى اختلفت تواريخ إستحقاقها فإنه ينبغي أن يكون أقصر تاريخ لإستحقاق السندات أطول من تاريخ إستحقاق الديون الأصلية التي تم توريقها<sup>2</sup>.

وتتمثل الأوراق التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص في:

**أولا: أوراق الرهن العقاري:** هي أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات الإذخار والقروض البنوك التجارية، شركات الرهن العقاري، للتمويل عملية شراء مقترض لمنزل أو أي أصول عقارية)، ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء واحد، وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة المديونات، وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرين الفوائد المستحقة لهم.

وتتمثل هذه الأوراق أولى منتجات عمليات التوريق، حيث كانت قروض الرهن العقاري لهيئات الإذخار الأولى الأنواع التي تم توريقها، وذلك من أجل إيجاد حل لأزمة نظام تمويل السكن في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعتبر السندات المضمونة بقروض الرهن العقاري (MORTGAGE BACKED BONDS) أول شكل من أشكال أوراق الرهن العقاري، وهي سندات ذات معدلات فائدة ثابتة وتاريخ إستحقاق محدد، ولم

<sup>1</sup> سهام عبدلي، أثر التوريق على الأزمة المالية العالمية، مجلة الأستاذ الباحث لدراسات القانونية السياسية، المجلد 5، العدد2، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2020، ص303.

<sup>2</sup> سعيد سيف سبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث - دراسة وصفية تحليلية -، مجلة الحكمة لدراسات الاقتصادية، المجلد7، العدد2، مركز الحكمة للبحوث والدراسات، الجزائر، 2019، ص ص 58-60.

تكن السندات المضمونة بقروض الرهن العقاري تمثل بيعا حقيقيا لأصول الرهن العقاري، بل كانت الرهونات في ميزانيات الشركات المنشئة<sup>1</sup>.

### ثانيا: الأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset Backed Securitier Abs).

وتشمل أنواعا جديدة من الأصول ليست مضمونة بقروض الرهن العقاري، وإنما تستند إلى قروض أخرى كقروض الإستهلاك وقروض السيارات وبطاقات الإئتمان، وقد توسعت هذه المنتجات إلى منتجات أخرى كسندات الدين المضمونة أو الإلتزامات الدين المضمونة (Collateralized Debt Obligation Cdo) والتي تنقسم بدورها إلى:

- السندات المضمونة بسندات (Collateralize Bond Obligation Cbo): وتكون السندات المصدرة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص مضمونة بمحفظة سندات أخرى ذات عوائد مرتفعة؛
- السندات المضمونة بسندات (Collateralize Lond Obligation Clo): وتكون السندات المصدرة مضمونة بمجموعة قروض أو أوراق مالية أو أصول ثابتة أو سائلة؛
- سندات مضمونة بمنتجات مهيكلة (Collateralize Synthetic Oboigation Cso): وهي سندات مضمونة بمشتقات إئتمانية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الاسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2015-2016، ص 48.

<sup>2</sup> مليكة بن علقمة، مرجع سابق، ص ص 118-119.

## خلاصة الفصل:

تؤدي الشركات ذات الغرض الخاص دورا مهما في الإقتصاد، حيث تساهم في خلق فرص عمل جديدة ونمو الإستثمارات والمشاريع مما يؤدي إلى الإستقرار الإقتصادي والإجتماعي، حيث تعمل الشركات ذات الغرض الخاص على تحقيق توازن بين الربحية والمسؤولية الإجتماعية لتحقيق أهداف تكون واضحة لضمان نجاحها، كما يعتبر التوريق جزءا أساسيا من هذه الشركات يقوم بتحويل الأصول الغير سائلة إلى أموال نقدية يمكن إستخدامها لتمويل مشاريع جديدة وبالتالي تحقيق كفاءة الأسواق المالية.

## الفصل الثالث:

دراسة تحليلية لدور الشركات ذات  
الغرض الخاص في سوق الرهن  
العقاري الأمريكي

## تمهيد:

يعتبر سوق الرهن العقاري الأمريكي من أكبر وأهم الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تؤدي دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو القنوات الإستثمارية المناسبة؛

نظرا لأهمية سوق الرهن العقاري في الإقتصاد الأمريكي عملت الحكومة على تطويره وتنشيطه، من خلال الإهتمام بإحدى أساليب التمويل الحديثة وهي الشركات ذات الغرض الخاص التي تساهم في عملية تنويع الأوراق المالية التي تعد من أهم خطوات تطوير سوق الرهن العقاري وتعتبر الشركات Freddie Mac و Fannie Mae, Ginnie Mae من أهم الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي التي تقوم بشراء القروض العقارية من المؤسسات المالية وتحويلها إلى أوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري قابلة لتداول، فهذه الشركات لها دور كبير في توفير السيولة وتحسين الوصول إلى التمويل. لتعرف أكثر على هذه الشركات ودورها في سوق الرهن العقاري الأمريكي يتم التطرق إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: عموميات حول سوق الرهن العقاري الأمريكي؛
- المبحث الثاني: مدخل إلى عمليات التوريق والشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي؛
- المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي.

## المبحث الأول: عموميات حول سوق الرهن العقاري الأمريكي

يعتبر سوق الرهن العقاري الأمريكي من أكبر الأسواق العقارية في العالم الذي يتوفر على مجموعة من الخيارات التمويلية الأمر الذي جعله يستقطب الكثير من المستثمرين والمتعاملين. لتعرف على سوق الرهن العقاري الأمريكي نتطرق إلى المطالب التالية:

– **المطلب الأول: نشأة سوق الرهن العقاري الأمريكي والعوامل المساعدة على تطوره؛**

– **المطلب الثاني: مكونات سوق الرهن العقاري الأمريكي وآلية عمله.**

### المطلب الأول: نشأة سوق الرهن العقاري الأمريكي والعوامل المساعدة على تطوره

شهد سوق الرهن العقاري تطورات كبيرة عبر السنوات، حيث تأثر بعوامل عديدة مثل التغير في أسعار العقارات، معدلات الفائدة وغيرها.

#### الفرع الأول: نشأة سوق الرهن العقاري الأمريكي

في البداية عادة ما كانت البنوك الأمريكية تقوم بتمويل عمليات الإقراض بنظام الرهن العقاري ويتم التمويل من حصيلة الإيداعات التي تقوم لها من إيداعات عملائها، وفي ظل هذا النظام خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم وكان الإئتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدرا محدودا من التنافس في الأسواق الممتازة وقد وضعت القواعد التنظيمية حدودا قصوى لأسعار الفائدة وحدودا للقروض العقارية وفترات السداد أدت هذه القواعد التنظيمية عن ترشيد إستخدام الإئتمان في أسواق الرهن العقاري، ومع دخول عصر العولمة الإقتصادية وما أنتجتته من عولمة مالية تزايدت عمليات تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة ودخول ما يسمى بمرحلة الليبرالية العنيدة بدأت تنشأ وتزايد قوة ما تسمى "بالسوق الثانوية للرهن العقاري" التي خلقت سهولة ومرونة في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق رأس المال.

في عام 1930 أي خلال أزمة الكساد العظيم تدهورت سوق الرهن العقاري كباقي الأسواق حيث أعطيت قروض ولكن لفترة قصيرة جدا لأن البنوك كانت بحاجة إلى نقد ولم يكن ممكنا تمديد قيمة القرض، والدفع بالكامل عند الوقت كان أمرا مهما، لهذا تدخلت الحكومة الأمريكية واتخذت جملة من الخطوات لتنشيط السوق الثانوية لقروض الرهن العقاري من أبرزها الدور الذي لعبته إدارة الإسكان الفدرالي التي أنشئت عام 1934 وكذا إدارة خدمة المضاربين القدامى التي أنشئت عام 1944، فلقد أنيط بهاتين الإدارتين مسؤولية حماية المستثمرين في تلك القروض، وهكذا خلقت سوق ثانوية جيدة للرهن العقاري بفضل الدور الحكومي في ضمان القروض والتأمين ضد توقف المقترض عن السداد بما يعني في النهاية تشجيع للمستثمرين المحتملين



في تلك القروض، ولا يتحمل المستثمر سوى تكاليف ضئيلة للجهة المنوط بها متابعة خدمة الدين في حالات تأخر مدين القروض العقارية عن السداد.

كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل 1938 تتألف أساساً من مؤسسات إيداع منظمة مثل البنوك ومؤسسات الإيداع والقروض التي تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، وبغية توفير مزيد من السيولة ورؤوس أموال جديدة لهذه الأسواق قامت الحكومة في إطار سياسات البرنامج الجديد لروزفلت بإنشاء الهيئة الوطنية الإتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم Fannie Mae في 1938 وكانت تلك المؤسسة مملوكة للحكومة وتتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوية للرهن العقاري، وكانت هيئة Fannie Mae تشتري الرهونات العقارية من منشئها وتعيد الحصيلة النقدية إلى المؤسسات وعن طريق شراء الرهونات العقارية مباشرة والإحتفاظ بها في محفظة وكانت تستحوذ هذه الهيئة على مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر السيولة، لكن كانت هيئة Fannie Mae في وضع أفضل من مؤسسات الإيداع، وكانت مؤسسة Fannie Mae لا تشتري سوى الرهونات العقارية التي تتوافق مع مقاييس معينة لتغطية الرهونات وتستخدم تلك المقاييس الخاصة بالإقراض الآن في تعريف القروض المتوافقة.

قد أثبتت هيئة Fannie Mae نجاحها وشكلت عمليات الإقراض التي قامت بها لتمويل مشترياتها من الرهونات العقارية بحلول الستينات من القرن العشرين حصة مهمة من الديون التي في ذمة الحكومة في الولايات المتحدة الأمريكية، وقامت بخصوصية أنشطة ضمن مؤسسة مملوكة ملكية خاصة ومرخصة على المستوى الإتحادي سميت رسمياً Fannie Mae تحافظ ببعض التزامات المصلحة العامة لإسكان ذوي الدخل المنخفض، وفي 1970 قامت Ginnie Mae بتطوير السندات المالية المضمونة برهونات عقارية التي نقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين وأزاحت عن عائق الموازنة الإتحادية كثيراً من الديون التي كانت تتكبدتها لتمويل برنامج الإسكان الحكومية، ويتم تمرير المدفوعات مباشرة إلى حاملي السندات المالية التي تنشئ حقوقاً على مدفوعات الرهن العقاري من المجمع، وفي عام 1970 تم إنشاء الشركة الوطنية الإتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم Freddie Mac لغرضين: توريق الرهونات العقارية التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة Fannie Mae التي تمت خوصصتها حديثاً، وعلى مر الزمن تلاقحت نماذج الأعمال التي تتبعها Fannie Mae و Freddie Mac ووفرتا قدراً هائلاً من التمويل للرهن العقاري كما وفرت أيضاً تمويلًا طويل الأجل للإقراض بضمان رهونات عقارية وبذلك أزيلت مخاطر السيولة إلى حد كبير.

بعد هذا حصلت تطورات أخرى خاصة بعد إتهام مؤسستي Freddie Mac و Ginnie Mae من قبل الحكومة عام 2003 بعدم الإلتزام بالمعايير المحاسبية الجديدة المتعلقة بضبط التعامل بالمشتقات المالية فاستغلت الفرصة بعض الشركات الكبرى في سوق المال الأمريكي (وول ستريت) كليمان برانرز وجي بي سورخان الدخول في سوق الرهن العقاري، فتوسعت العمليات بشكل كبير وحصلت منافسات شديدة مما أثر على التخفيف من بعض القيود في منح القروض، مثل وصول قيمة المبلغ الذي يجب أن يكون بحوزة الراغب

في الحصول على القرض شراء العقار الصفر، بعد أن كانت 20 % ثم 10 % فخمسة ثم ثلاثة لأن البنك أو المؤسسات المالية الأخرى التي تمنح هذا النوع من القروض لا تمنح قرضا يغطي كامل قيمة المنزل علاوة على منح قروض لأفراد ليست لديهم القدرة على السداد، وعليه فقد ساهمت الحكومة الأمريكية وبشكل كبير في تنشيط السوق الثانوية للرهن العقاري<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تطور سوق الرهن العقاري الأمريكي

لسوق الرهن العقاري الأمريكي عوامل ساهمت في تطوره وهي كالآتي<sup>2</sup>:

- **الفقاعة العقارية والوفرة النقدية:** عقب إنفجار فقاعة التكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال عام 2000

خسرت الإستثمارات في سوق الأسهم وشهرتها لصالح الإستثمارات العقارية، حيث عرف مؤشر "سانداك" الذي يركز على قيم الأنترنت التكنولوجية إنخفاض بنسبة 27% في غضون أسبوعين ونسبة 39.3% خلال نفس السنة، وقد شهد الرأي العام الأمريكي تفضيلا كبيرا للإستثمار العقاري كونه فرصة إستثمارية أكثر أمنا وأكثر ربحية في سوق الأسهم. ذلك، ومن أجل وقف احتمال حدوث ركود يكون ناجما عن إنفجار فقاعة "دوت كوم"، إنتهج مجلس الإحتياطي الإتحادي (FED) حملة تخفيضية لأسعار الفائدة ابتداء من 2001 لينتقل بذلك سعر الفائدة الرئيسي من 6.5% إلى 1% في أقل من ثلاث سنوات، فأسعار فائدة الإسمية بمعدل 1% تعاد سعر فائدة حقيقي سلبي.

- **القيود المفروضة على الإئتمان التقليدي:** تهدف قروض الرهن العقاري SUPBRIME إلى السماح

في الحصول على حق ملكية العقار لصالح العميل الذي لم يتمكن من الإشتراك في الإئتمان العادي (تقليدي أو رسمي) بسبب الجدارة الإئتمانية المنخفضة والسوابق الإئتمانية السلبية أو الغير معروفة فالطلب على القروض ذوي الدخل المنخفض بمخاطر إئتمانية عالية لم يتم تلبينه من قبل مؤسسات الإقتراض التي إستبعدت هذا النوع من العملاء من سوق الإئتمان بسبب مخاطرهم.

- **التوريق:** مع تطور الشركات المصدرة للأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية السكنية (RMBS)

أصبح باستطاعته منشأ هذه القروض منح الإئتمان، خاصة الخطيرة منها، مما جعل مؤسسات الإقتراض هذه أكثر ميلا إلى هذا النوع من الإئتمان وقد ساهم نمو نشاط توريق في تطوير سوق الرهن العقاري، حيث تم إصدار في عام 2006 ما يساوي 523 مليار دولار (RMBS) المضمونة بالرهن العقاري، وهذا يمثل نسبة 44% من إصدارات (RMBS) الغير متعلقة بمؤسسات (GSES) فتفضيل المستثمرين (RMBS) المضمونة بالرهن العقاري ساهم في تغذية نشاط توريق هذه القروض ومن ثم التوسع فيها.

<sup>1</sup> أمينة موسلي، عدوى الأزمات المالية - دراسة حالة أزمة الرهن العقاري -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011-2012، ص ص 62-65.

<sup>2</sup> لمين رابح ليمان سبع، الهندسة المالية وآثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص ص 138-141.

## المطلب الثاني: مكونات سوق الرهن العقاري الأمريكي وآلية عمله

يؤدي سوق الرهن العقاري الأمريكي دور حيوي في الإقتصاد الأمريكي حيث يوفر فرص إستثمارية للمؤسسات والمستثمرين، يتكون هذا السوق من عدة مكونات رئيسية لكل منهما دور محدد يساعد في سير العمل، كما له آلية عمل معقدة.

### الفرع الأول: مكونات سوق الرهن العقاري الأمريكي

لسوق الرهن العقاري الأمريكي مكونات منها ما يلي<sup>1</sup>:

- **المؤسسات العاملة لسوق الأمريكي التي لها علاقة مباشرة مع السوق هي:**
  - **دائرة الإيرادات الداخلية:** وتضع مواصفات وشروط قيام جمعيات الإِدخار والتسليف تتأكد من هذه الشروط وتوافرها حتى للجمعية الإستفادة من الإعتمادات الضريبية التي منحها القانون.
  - **الهيئة الإتحادية للتأمين على الودائع والقروض:** وهي الحكومية التي يؤمن لديها ودائع الجمهور في مؤسسات الإِدخار والتسليف.
  - **البنك الإتحادي للقروض المنزلية:** ويشكل مصدر سيولة مركزية لجمعيات الإِدخار والتسليف حتى يمكنها أن تقترض منه عند الحاجة.
- هناك جهات أخرى تبيع وتشتري القروض السكنية شراء وبيعاً كاملاً هي:
  - **جمعية العقارية الوطنية الفدرالية والجمعية العقارية الوطنية الحكومية:** وهاتان الجهتان من أبرز وسطاء السوق الثانوي حيث تتعامل الأولى بشكل أساسي بالقروض المؤمن عليها والمضمونة من الحكومة بالإضافة إلى القروض العادية ومصادر تمويلها تأتي من رأس مالها المدفوع والإقتراض من الحكومة ومصادر أخرى إما لجمعية ثانية فهي تتعامل بالقروض المؤمن عليها والمضمونة من الحكومة وخاصة القروض الصغيرة كما أن هذه الجمعية تقوم بدور آخر وهي ضمان السندات التي تطرحها المؤسسات العقارية الكبيرة ومن ضمنها جمعيات الإِدخار والتسليف.
  - **المؤسسات الإتحادية للقروض المنزلية:** وهي أحد الأجهزة للبنك الإتحادي للقروض المنزلية وهدفها دعم السوق الثانوي في القطاع الخاص وهي تبيع وتشتري القروض العادية تساعد في توثيق القروض حتى للمستثمرين تداولها بسهولة.

<sup>1</sup> علي يوسفات و بوزيان رحمانى، الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية - الملتقى الدولي الثاني، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، 2009، ص ص 7-8.

- البنوك العقارية: وهي تعمل كوسيط مالي في السوق الثانوي، حيث تتقبل شراء القروض من شركات التأمين وصناديق التعاقد.
- الوسطاء الماليون: وتشمل هذه الفئة البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التعاقد وصناديق النقابات وكذلك الأفراد الذين يقومون عادة بشراء القروض من الجمعيات العقارية المشار إليها.

### الفرع الثاني: آلية عمل سوق الرهن العقاري الأمريكي

كان سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل عام 1938 يتألف أساساً من مؤسسات إيداع منظمة مثل البنوك ومؤسسات الإيداع والقروض التي كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، وكانت هيئات الإقراض تلك تجمع قروض، بطبيعة الحال تحتفظ بها ضمن محافظها، وهي بذلك تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق المرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة، ومخاطر السيولة المرتبطة بتمويل الأصول طويلة الأجل<sup>1</sup>.

بهدف توفير مزيد من السيولة ورؤوس أموال جديدة لهذه الأسواق قامت الحكومة الأمريكية بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم Fannie Mae وتتمثل مهمة هذه الهيئة بخلق سوق ثانوية للقروض العقارية، عن طريق تحويل ضمانات القروض التي تمتلكها إلى أوراق مالية تحصل بيها على قروض جديدة، وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى الأوراق المالية تحصل بها على قروض جديدة وهكذا، والنتيجة هنا أننا حصلنا على بناء مالية من عدة طوابق يمكن أن ينهار في أي لحظة إذا انهار أي طابق منه.

قد سارت الأمور لسنوات عديدة على هذا النحو وبشكل جيد، لكن مع تراجع أسعار المنازل ومع تراجع النمو الإقتصادي الأمريكي أصبحت هناك قروض عقارات بمئات المليارات يعجز من حصلوا عليها على تسديدها، ويقول خبراء الإقتصاد أن العملية معقدة الحل بسبب عمليات التوريق والتي تعني قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تمتلكها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بيها على قروض جديدة وهكذا... ولكن إلى متى وبدأت الفقاعة يكبر حجمها.

كما أن الشركات العقارية والبنوك قد منحوا قروضا ذات مخاطر مرتفعة لفئات دخولهم محدودة، إلى أن انفجرت الفقاعة في صيف عام 2007 مما أدى إلى هبوط قيمة العقارات ولم يعد الأفراد قادرين على سداد

<sup>1</sup> نوال بوعكاز، ندود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات

الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011 ص 153.

ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة وفقد أكثر من ثلاثة ملايين أمريكي ملكيتهم لعقاراتهم، وأول ما ضربت الأزمة السندات المضمونة بقروض عقارية، مما أثر على سيولة الأسواق<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> موسى نوري شقيري، مرجع سابق، ص ص 84-85.

## المبحث الثاني: مدخل إلى عمليات التوريق والشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي

تعتبر عملية التوريق والشركات ذات الغرض الخاص عناصر رئيسية في سوق الرهن العقاري الأمريكي في دعم نشاطات التمويل العقاري والإقراض، حيث تقوم الشركات ذات الغرض الخاص من خلال عمليات التوريق تقوم بإصدار أوراق مالية مضمونة بالرهن العقاري، حيث لهذه العمليات دور مهم في تحويل الديون العقارية إلى أدوات مالية تتاح للمستثمرين لشراء أو الإستثمار فيها.

لتعرف على عمليات التوريق والشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي يتم التطرق إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي؛**
- **المطلب الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي.**

### المطلب الأول: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي

تتم عملية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي عن طريق تجميع مجموعة من القروض وتحويلها إلى أوراق مالية سائلة تتداول في السوق الثانوي.

إن اللبنة الأساسية للتوريق، التي وضعتها مؤسسة الرهن القومية الحكومية Ginnie Mae، حينما إلتزمت بضمان سداد الفوائد والأصل في تاريخ الإستحقاق حتى لو تعرض المقترض لمخاطر التوقف عن السداد، هذا الضمان هو بمثابة تحول التي مهدت الطريق أمام المهندسين الماليين، تحويل قروض الرهن العقاري تتسم بدرجة عالية من السيولة، تقوم المؤسسات الكبيرة المقدمة لتلك القروض ببناء محافظ قروض خاصة بها ثم إصدار سندات بقيمة إسمية صغيرة في مقابلها بما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين، ولتوفير المزيد من الأمان للمستثمرين في تلك السندات، ينص في نشرة الإكتتاب على إستخدام محفظة القروض محل التوريق كرهن يضمن سداد قيمة تلك السندات، أما مؤسسات إقراض الصغيرة فقد إتجهت إلى بيع ما لديها من قروض مؤسسة الرهن الفدرالية Fannie Mae والشركة الفدرالية لقروض الرهن العقاري Freddie Mac لتبنى بها محافظ ضخمة يتم توريقها.

المستثمر في السندات التي يتم توريقها، أصبح في حوزته ورقة مالية نمطية، قابلة للتداول في السوق، أي تتسم بدرجة أفضل من السيولة، وتتوفر لها مستويين من الضمان، ضمان القروض من قبل إدارة الإسكان الفدرالية، إضافة إلى ضمان سداد أصل القروض والفوائد في تواريخ استحقاقها، وهو الضمان الذي تقدمه

مؤسسة الرهن العقاري الحكومي Ginnie Mae، والجهة المنشئة للقروض أصبح لها منفذ إضافي لتسهيل الإستثمارات، إلى جانب المنفذ التقليدي المتمثل في بيع القروض لمؤسسة الرهن القومية الفدرالية Fannie Mae أو إلى الشركة الفدرالية لقروض الإسكان العقاري Freddie Mac .

يضاف إلى ذلك أنه أصبح من الممكن في ظل التوريق أن تنتقل مخاطر سعر الفائدة إلى المستثمرين في الأصول المالية التي تم توريقها، هذه المخاطر كانت تتحملها الجهات المنشئة للقروض أو مؤسسة الرهن القومية الفدرالية اعتماداً على طبيعة العقد مع الجهة المقدمة للقروض وأيضاً اعتماداً على إتجاه تغيير في أسعار الفائدة<sup>1</sup>.

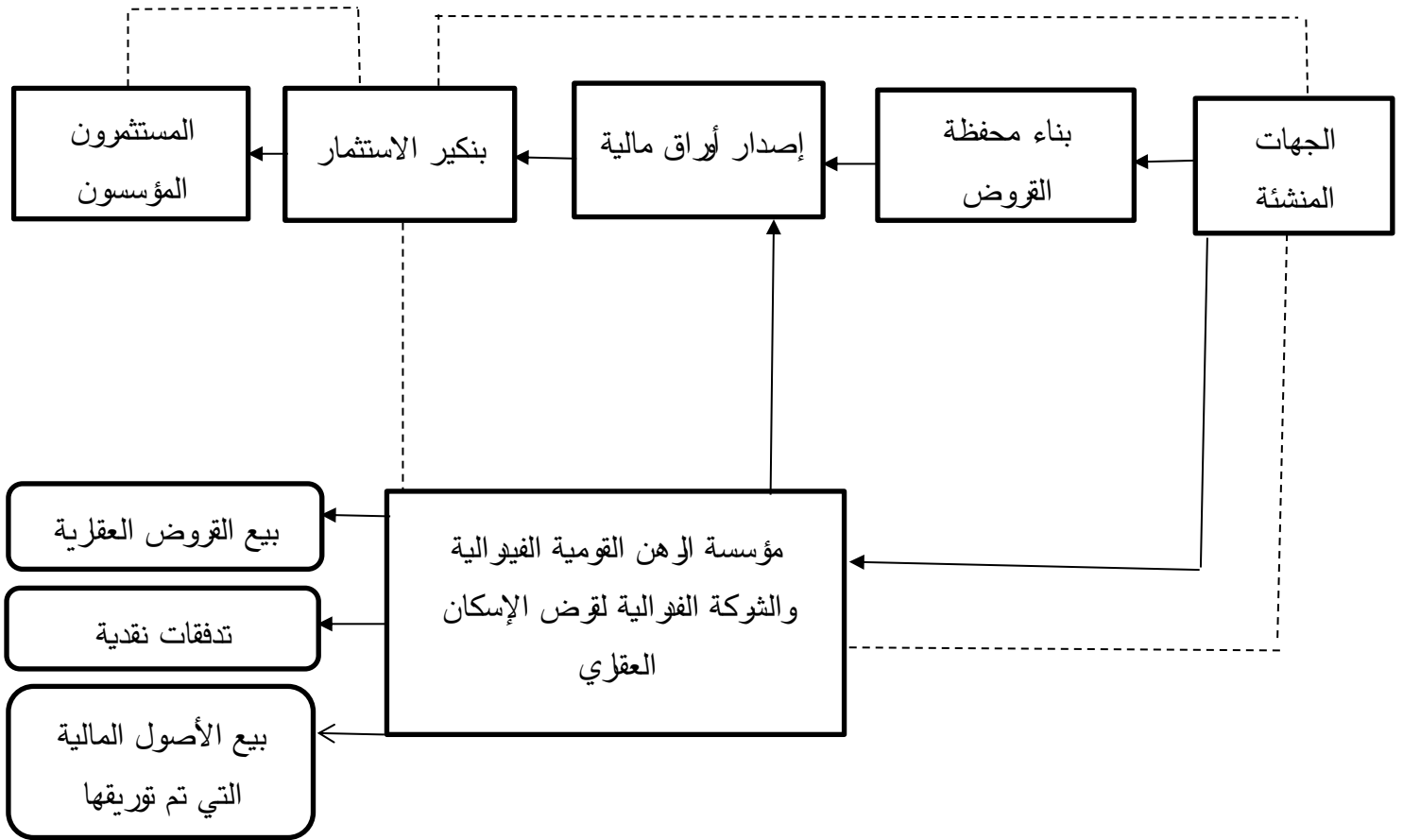
تتمثل الجهات المنشئة للقروض، في شركات الإقراض العقاري والبنوك المملوكة لمودعيها، البنوك التجارية وما يماثلها، التي عادة ما تقوم ببناء محفظة من تلك القروض، أما بالنسبة للجهات المنشئة التي تمتلك محفظة قروض صغيرة، لا تسمح لها ببناء محفظة يتم توريق محتوياتها، فإنها تبيع تلك القروض Fannie Mae أو Freddie Mac التي تقوم بدورها ببناء تلك المحافظ، وبمساعدة بناكير إستثمار يتم إصدار أوراق المالية تباع للمستثمرين المؤسسين مثل صناديق الإستثمار، وشركات التأمين على الحياة وصناديق المعاشات وما يماثلها كما قد تشتري تلك الأوراق التي يتم توريقها من قبل الجهات المنشئة للقروض العقارية ذاتها وذلك كنوع من الاستثمار، على أساس أن تلك الأوراق تتميز بمستوى سيولة جيد مما يعني سهولة التصرف فيها عندما يقتضي الأمر، ويطلق على الأوراق التي يتم توريقها من محافظ Freddie Mac و Fannie Mae بالأوراق المضمونة برهن عقاري (MBS)<sup>2</sup>.

ويمكن تمثيل خطوات عملية التوريق في الشكل التالي:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندی، مرجع سابق، ص ص 422-423.

<sup>2</sup> عبد الغاني بن علي، مرجع سابق، ص 69.

الشكل رقم (2): خطوات عملية التوريق لقروض الرهن العقاري



المصدر: منير إبراهيم هندی، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية - الجزء الأول التوريق -، توزيع المكتب العربي الحديث، 2009، ص 436.



## المطلب الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي

تؤذي شركة Freddie Mac و Fannie Mae ,Ginnie Mae دور كبير في سوق الرهن العقاري الأمريكي، كونهما من أكبر الشركات في الولايات المتحدة تعملان في سوق الرهن العقاري حيث توفر للمقرضين الأموال اللازمة لإنشاء قروض عقارية جديدة.

### الفرع الأول: تقديم شركة Ginnie Mae

تعتبر شركة Ginnie Mae أول شركة تم إنشائها للنهوض بالإستثمار العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال توفير السيولة والإستقرار.

### أولاً: تعريف شركة Ginnie Mae

يمكن تعريف شركة جيني ماي كما يلي:

- شركة **Ginnie Mae هي**: " شركة مملوكة للحكومة تأسست في سنة 1968، وتعمل ضمن وزارة الإسكان والتنمية الحضرية، وتهدف إلى ضمان سداد رأس المال والفائدة في الوقت المناسب من خلال قيم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري MBS التي تصدرها مؤسسات مالية خاصة"<sup>1</sup>.

- شركة **Ginnie Mae هي**: إختصار لرابطة الوطنية للرهن العقاري الحكومي، تهدف الى ضمان سداد رأس المال والفائدة للأسرة الواحدة، يتم دعم هذا الضمان بالثقة الكاملة والإئتمان من الحكومة، لديها برنامجين GNMA I و GNMA II تم إنشاء برنامج GNMA I في عام 1970 وضمن أول سند مدعوم برهن عقاري، كما تم انشاء برنامج GNMA II في وقت لاحق وقدم مزيداً من المرونة للمصدرين من خلال تخفيف القيود على التجميع<sup>2</sup>.

### ثانياً: أهداف شركة Ginnie Mae:

من بين أهداف شركة Ginnie Mae ما يلي<sup>3</sup>.

- تشجيع المقرضين على تقديم قروض عقارية للأشخاص الذين يواجهون صعوبة في الحصول على القروض المنزلية، أو ذوي الدخل المنخفض، من خلال ضمان القروض العقارية المؤمنة، مما يساهم في تخفيض المخاطر جذب العديد من المستثمرين.

- ضمان إستمرار تلقي المستثمرين للمدفوعات المجدولة في حالة فشل المصدرون في تلبية إلتزاماتهم

<sup>1</sup> Phillip L. Swagel, **Giennie Mae and The Securitization of Federally Guaranteed Mortgages**, January 2022, P 3.

<sup>2</sup> Gylly Gakes, **Ginnie Mae 2007 Bank of Mamerica Primer**, Bank America, Novemper 2007, P1.

<sup>3</sup> Phillip L. Swagel, **OP Cit**, P 3.

تعمل شركة Ginnie Mae على ضمان إصدار الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري من خلال إدارة العمليات والقوانين.

- زيادة ثقة المستثمرين من خلال إصدار أوراق مالية مضمونة من الحكومة.

#### ثالثا: دور شركة Ginnie Mae.

يتمثل دور شركة Ginnie Mae<sup>1</sup>.

- زيادة السيولة في سوق الرهن العقاري الثانوي.

- تضمن Ginnie Mae الدفع في الوقت المناسب للفائدة والأصل للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) الصادرة عن المؤسسات المالية لتجميع الرهون العقارية وإصدار الأوراق المالية.

- تعتمد Ginnie Mae بشكل خاص على الوكالات الفدرالية، بما في ذلك إدارة الإسكان الفدرالية (FHA) لتأمين أو ضمان الرهون العقارية الأساسية ضد تعثر المقترضين.

- في حال تخلف مصدر عن السداد من خلال عدم القيام بدفعات في الوقت المناسب لمستثمري الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري، تقوم Ginnie Mae بإجراء الدفعات للمستثمرين، ثم تتولى السيطرة على الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري الخاصة بالمصدر، بما في ذلك خدمة القروض (تلقي وإيداع دفعات الفائدة والأصل الشهرية للمقترضين).

#### رابعا: التحديات التي تواجهها شركة Ginnie Mae.

من بين تحديات شركة Ginnie Mae ما يلي<sup>2</sup>:

- التوظيف: تعاني من صعوبات في توظيف واحتفاظ بالموظفين بسبب انخفاض مقياس الرواتب.

- الإعتماد على المتعاقدين: تعتمد بشكل كبير على المتعاقدين للقيام بمهام معينة.

- الرقابة: لم تقيم بشكل كافي تكاليف وفوائد استخدام موظفيها الداخليين بدلا من المتعاقدين.

- الحاجة إلى مزيد من المرونة في الرسوم: تعاني من مرونة محدودة بموجب القانون لرفع الرسوم المفروضة لضمان القروض السكنية.

#### الفرع الثاني: تقديم شركة Fannie Mae

تعتبر شركة Fannie Mae من أكبر الشركات العقارية حيث تدعم سوق التمويل السكني في الولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>1</sup> Nadine Garrick Raidbard, **Ginnie Mae Risk Management and staffing- Related Challenges Need to Be Addressed**, United States Government Accountability Office, Report to the Ranking Member Subcommittee on Housing Community Development and Insurance Committee on Financial Services House of Representatives, 2019, P1.

<sup>2</sup> Nadine Garrick Raidbard, **Op Cit**, P1.

### أولاً: تعريف شركة Fannie Mae.

يمكن تعريف شركة Fannie Mae كما يلي:

- شركة Fannie Mae هي: وكالة حكومية يطلق عليها الجمعية الفدرالية الوطنية للرهن العقاري (Fannie Mae)، مصممة لضمان توفير التمويل للبنوك من خلال شراء الرهون العقارية القائمة بالنقد لتمكين البنوك من تقديم مزيد من القروض، أنشأت سوق ثانوية سائلة للرهن العقاري بشكل أساسي من خلال شراء القروض المؤمنة من قبل إدارة الإسكان<sup>1</sup>.

- شركة Fannie Mae هي: مؤسسة مموله من الحكومة تعرف بالجمعية الفدرالية للرهن العقاري أنشأت لتوفير السيولة وإنشاء سوق ثانوي تتعامل بشكل أساسي مع الرهن العقاري للمنازل الفردية والمتعددة الوحدات، وتدعم سوق التمويل السكني في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>2</sup>.

### ثانياً: وظائف شركة Fannie Mae:

من بين وظائف شركة Fannie Mae نذكر ما يلي<sup>3</sup>:

- تعمل Fannie Mae مع مقدمي خدمات الرهن العقاري التنفيذي (HAMB)، لعلاج القروض المشكوك فيها، يمكن أن يصل أربع ملايين من مالكي المنازل المعرضين للخطر وتقليل دفعات للرهن العقاري بشكل أساسي من خلال حفظ أسعار الفائدة.

- يوفر Fannie Mae لمقدمي خدمات القروض والمستثمرين خيار خفض رصيد رأس المال المتبقي للقرض تقوم بشراء أي قرض معاد تمويله كان يمتلكه أو يضمه عندما تكون الممتلكات مؤهلة لساكنين، ويكون للمقترض دخل كافي لدعم دين القرض الجديد.

- يوفر Fannie Mae إمكانية الوصول إلى الإئتمان العقاري لما يصل إلى خمس ملايين من مالكي المنازل الذين يقومون بدفع أقساط القرض الخاصة لهم ولكن لديهم مساوئ بسبب انخفاض أسعار المنازل ونقص التأمين العقاري الخاص.

- يمكن Fannie Mae للمقترضين إعادة تمويل قروض بفائدة أقل لذلك سمح الدعم للفدرالية والشركات العملاقة بأداء دور رئيسي في توفير السيولة لسوق الرهن العقاري الثانوي.

<sup>1</sup> Oonagh McDonald, **Fannie Mae and Freddie Mac Turning the American Dream into a Nightmare**, We1B 3DP, UK, 2012, P XV.

<sup>2</sup> Sarah Saadian, **Fannie Mae Freddie Mac, and Housing Finance Reform**, ADVOCATES GUIDE, 2024, P 17

<sup>3</sup> Theresa R. DiVenti **Fannie Mae and Freddie Mac: Bast, Present, and Future**, A Journal of Policy Development and Research, Number 3, Volume 11, 2009, p 232.

كما هناك وظائف أخرى لشركة Fannie Mae تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- يتضمن نشاطها "ضمان الإئتمان"، إنشاء أوراق مالية مضمونة بالرهن العقاري المتوافق من المصدرين عادة البنوك وشركات الرهن العقاري، حيث تضمن Fannie Mae دفعات رأس المال والفائدة للمستثمرين حتى في حالة وجود تأخيرات وخسائر على القروض الأساسية كمقابل لهذا الضمان، تنتقل المؤسسة رسماً شهرياً "رسم ضمان" وهو عملياً رسم تأمين يخرج من دفعة الفائدة.
- ويتضمن نشاطها أيضاً "إستثمار محفظة" للمؤسسة حيازة وتمويل الأصول على ميزانياتها الخاصة، بما في ذلك تمويل الرهون العقارية الكاملة، والأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري الخاصة بها والأوراق المالية المضمونة بالرهن العقارية الغير وكالة، وأنواع أخرى من الأوراق المالية العائدة الثابتة.
- تؤدي مؤسسة Fannie Mae المدعومة من الحكومة دوراً محورياً في نظام التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.
- تعزيز السيولة وإستقرار سوق الرهن العقاري الثانوي في الولايات المتحدة الأمريكية وبالتالي تعزيز الوصول إلى الإئتمان الرهنى خاصة بين الأسر ذات الدخل المتوسط والمنخفض.

### الفرع الثالث: تقديم شركة Freddie Mac

شركة Freddie Mac مؤسسة مالية حكومية لها دور في سوق الرهن العقاري الأمريكي وهي الشركة المنافسة لشركة Fannie Mae.

### أولاً: تعريف شركة Freddie Mac

يتم تعريف شركة Freddie Mac كما يلي:

- شركة Freddie Mac هي: إحدى المؤسسات المالية الحكومية التي تلعب دوراً هاماً في سوق الرهن الثانوي، مثل Fannie Mae الشركة المنافسة لها، يقوم Freddie Mac بشراء الرهون العقارية المضمونة بالرهن العقاري وإعادة تجميعها على شكل أوراق مالية التي قد تحتفظ بها أو تبيعها للمستثمرين، تمويل مشتريات Freddie Mac للقروض العقارية يتم من خلال بيع السندات إما سندات مضمونة بموارده المالية الخاصة أو الأوراق النقدية المضمونة بالرهن العقاري، حيث تكون الفائدة والمدفوعات الرئيسية التي يقوم بها أصحاب المنازل تمرر إلى حاملي السندات، بصفتها مؤسسات مالية حكومية معفاة من الضرائب المحلية والحكومية، ومن بعض المتطلبات التنظيمية، ولديها خط ائتمان مع خزانة الولايات المتحدة الأمريكية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> W. Scott Frame, **The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac**, Federal Reserv Bank of Nw York Staff Reports, 2015, P 3.

<sup>2</sup>Mark Jickling, **Accounting and Management problems at Freddie Mac**, Specialist in Finoncial Economics Government and Finalce Divsoion 7 November, 2007, P2.

- شركة **Freddie Mac** هي: كيان حكومي، ممنوح لها ميثاقا كشركات ذات ربحية مملوكة للمساهمين وتساهم في تنشيط سوق الرهن العقاري الثانوي في الولايات المتحدة الأمريكية، وتسهيل تدفق الائتمان الرهني<sup>1</sup>.

#### ثانيا: وظائف شركة: **Freddie Mac**

تتمثل أهم وظائف شركة Freddie Mac فيما يلي<sup>2</sup>:

- توفير السيولة لنظام تمويل الرهن العقاري في البلاد.
- تقوم بشراء القروض العقارية التي تم إجرائها من قبل الشركات الخاصة، وتقوم بتجميع تلك القروض في أوراق الرهن العقاري.
- ضمان سداد رأس المال والفائدة على تلك الأوراق للمستثمرين.

#### ثالثا: مزايا وعيوب شركتي **Freddie Mac** و **Fannie Mae**

تتمثل مزايا وعيوب شركتي Freddie Mac و Fannie Mae في النقاط التالية:<sup>3</sup>

##### • مزايا شركة **Freddie Mac** و **Fannie Mae**

- ساهمت الشركات في تحسين السيولة من خلال إنشاء سوق ثانوية وطنية للائتمان العقاري الفردي الذي أدى إلى تقليل الفروقات الإقليمية في الوصول إلى الائتمان وقد ساهمت عدت عوامل في سيولة السندات المضمونة من الشركات الممولة من الحكومة.
- ينسب غالبا الدعم الضمني من الشركات المدعومة من الحكومة إلى الحفاظ على القرض الثابت لمدة 30 عاما بلا فوائد مسبقة.
- تطوير معايير الكتابية القياسية ومنتجات الرهن العقاري التي سمحت لكل من المنشئين الكبار والصغار ببيع القروض لهم، للمقترضين في جميع أنحاء البلاد الوصول إلى بعض المنتجات الأساسية بما في ذلك المنتج الثابت لمدة 30 عاما مع دفعاته المستوية.
- ساعدت الشركات الممولة في تحديد المعايير لاتفاقيات الخدمة في بداية أزمة الرهن العقاري الفرعية.
- نتيجة لدعم الفدرالي عام 2007 ساهمت الشركات في توفير إستقرار مضاد للدورة الإقتصادية للسوق الثانوي، مما حافظ على وصول واسع إلى الائتمان العقاري خلال الركود في أوائل الثمانينات وأوائل التسعينات، وأزمة الأسواق المالية الآسيوية وإنهيار إدارة الرأسمالية.

<sup>1</sup> Wesley M. Phillips, **Fannie Mae and Freddie Mac Analysis of Options for Revising the Housing Enterprises Long-term Structures**, United States Government Assiuntability Office Report to Congressional Committees, September 2009, P 2

<sup>2</sup> Wesley M. Op Cit, P 2.

<sup>3</sup> Ingrid Gould Ellen, **Improving U.S. Housing Finance through Reform of Fannie Mae and Freddie Mac: Assessing the Options**, NYU Furman Center for Real Estate and Urban Policy May 2010, P P 7-8.

- كبر حجمهما وكونهما إثنين فقط جعل من السهل أخذهما إلى لوصاية، كما تمنح السياسات الفدرالية مزيداً من الرافعة لتشجيع التعديلات وإعادة التمويل لقروض الشركات الممولة من الحكومة خلال فترات إنخفاض السوق.

- لعبت الشركات Freddie Mac و Fannie Mae دوراً هاماً في توفير رأس المال العقاري من خلال الإستثمارات في المحافظ، وفي تطوير أشكال جديدة من السندات الرهنية التجارية المضمونة بالرهون العقارية التي كانت أكثر جاذبية للمستثمرين.

#### • عيوب شركتي Freddie Mac و Fannie Mae

لشركتي Freddie Mac و Fannie Mae عيوب تتمثل في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- وجود الضمان الفدرالي الضمني جعل الشركات Freddie Mac و Fannie Mae عرضة للمخاطرة الأخلاقية حيث قد حث الضمان المديرين التنفيذيين والمساهمين على تحمل المخاطر المفرطة وتوسيع محافظهم بما يزيد عن الحاجة لتوفير سوق ثانوي موثوق بها وتلبية متطلبات للمهمة.

- تهديد قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم قد تكون الإستثمارات عالية المخاطر للشركتين قد تفاقمت إرتفاع الأسعار الغير المستدام الذي حدث عامي 2003 و 2006.

- حجم الشركات الممولة من الحكومة قد كان يخدم في تركيز المخاطر النظامية وربما جعلها كبيرة جداً ليمسح لها بالفشل قد يهدد الإقتصاد بأكمله.

- بالإضافة إلى ذلك كان من الصعب عدم الإستجابة لتقدم الذي تحقق في سوق أوراق المالية ذات العلامة الخاصة نتيجة لسعي وراء الأرباح نتيجة لامتلاك الشركتين Freddie Mac و Fannie Mae لقطاع خاص.

- كانت الرافعة المالية أعلى ومتطلبات رأس المال المنخفضة وتكلفة الأموال المنخفضة تسمح للشركتين بجذب الدولارات الإستثمارية بعيداً عن مصدر التمويل الأخرى للإسكان ومن قطاعات أخرى من الإقتصاد مما أدى إلى خلق تحيز صافي نحو الإستثمار في الإسكان في الإقتصاد بشكل عام.

- كان للشركتين قوة استبدادية وتسيطر على سوق (MBS) الأساسية، قد تكون المنافسة الأقل قد سمحت للشركات بالإحتفاظ بالمزيد من الدعم الضمني الناجم عن تكاليف الإقتراض المنخفضة وتميرير أقل من الفوائد على شكل أسعار فائدة أقل للمقترضين.

<sup>1</sup> Ingrid Gould Ellen, Op Cit , P 9 .

## المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي

لقد حظي سوق الرهن العقاري الأمريكي بأهمية كبيرة من قبل الحكومة نظرا لدوره الهام في تحقيق التنمية الاقتصادية، ودعم وتنشيط الإقتصاد، ونتيجة لذلك تم إنشاء شركات Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac التي تعتبر من الخطوات الهامة في مسار تطوير سوق الرهن العقاري الأمريكي. لتوضيح دور هذه الشركات في سوق الرهن العقاري الأمريكي سوف نتطرق إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: دور شركة Ginnie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي؛**
- **المطلب الثاني: دور شركة Fannie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي؛**
- **المطلب الثالث: دور شركة Freddie Mac في سوق الرهن العقاري الأمريكي.**

### المطلب الأول: دور شركة Ginnie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي

تم إنشاء وكالة الرهن العقاري Ginnie Mae في إطار إستراتيجية حكومية للنهوض بالإستثمار العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال القدرة على توفير الاستقرار والسيولة والقدرة على تحمل التكاليف، وذلك عن طريق شراء الرهون العقارية من المقرضين وتجميعها وبيعها كأوراق مالية للمستثمرين، ولتوضيح دور شركة Ginnie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي سوف يتم الاعتماد على بعض البيانات الإحصائية المتعلقة بأهم المؤشرات.

**الفرع الأول: حجم إصدارات شركة Ginnie Mae لأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.**

يمكن توضيح حجم إصدارات شركة Ginnie Mae من خلال بيانات الجدول الموالي:

**الجدول رقم (1): تطور حجم إصدارات شركة Ginnie Mae لأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.**

السنوات	حجم الإصدارات (بليون دولار)
2001	171.5
2002	169.0

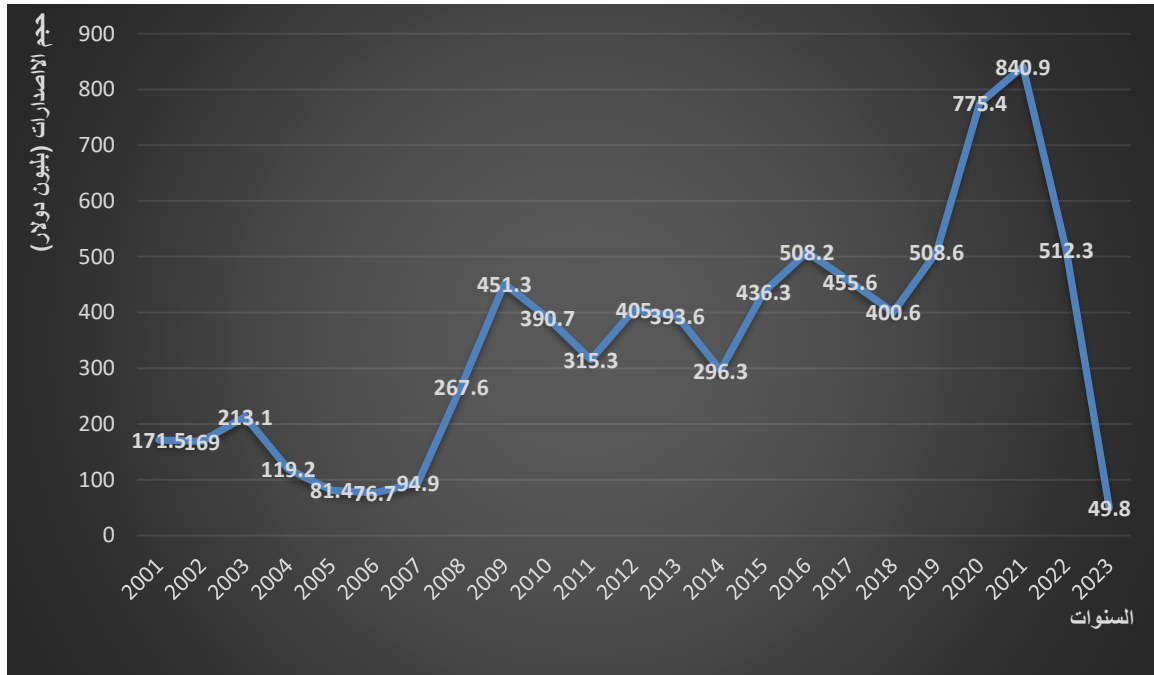
213.1	2003
119.2	2004
81.4	2005
76.7	2006
94.9	2007
267.6	2008
451.3	2009
390.7	2010
315.3	2011
405.0	2012
393.6	2013
296.3	2014
436.3	2015
508.2	2016
455.6	2017
400.6	2018
508.6	2019
775.4	2020
840.9	2021
512.3	2022
49.8	2023

Source: Ginnie Mae, **Global Markets analysis, Report**, 2023, P16.

والشكل الموالي يوضح تطور حجم إصدارات Ginnie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.



الشكل رقم (3): تطور حجم إصدارات Ginnie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن حجم إصدارات شركة Ginnie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري عرف تذبذبا خلال الفترة 2001-2023، حيث سجلت أدنى قيمة لها 49.8 بليون دولار سنة 2023 وأعلى قيمة لها قدرت ب 840 بليون دولار سنة 2021.

كما نلاحظ من خلال الشكل أن حجم إصدارات شركة Ginnie Mae شهدت إرتفاعا سنة 2008، وهذا ما يدل على أن سوق إصدارات لم يتأثر بالأزمة المالية، كما أنها لم تتأثر بجائحة الكوفيد سنة 2019 وذلك نتيجة اتخاذ شركة Ginnie Mae عدة خطوات لدعم سوق الإسكان أثناء الوباء، حيث نفذت العديد من السياسات المؤقتة لمساعدة المقترضين على سداد أقساط رهنهم العقاري، لأنهم قد يعجزون عن الوفاء بدينهم بسبب الصعوبات المالية نتيجة جائحة الكوفيد، وهذا يعني أنه يمكن للمقترضين التوقف مؤقتا عن سداد أقساط الرهن العقاري الخاصة دون الخوف من حبس الرهن أو التقارير الائتمانية السلبية، كما نفذت Ginnie Mae سياسات لضمان حصول موظفي خدمات الرهن العقاري على سيولة كافية لمواصلة خدمة القروض أثناء الوباء.

الفرع الثاني: حجم التداول

"يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من الأوراق المالية بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة، ويقاس مؤشر حجم التداول من خلال قسمة مجموع الأوراق المالية المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي، ليعكس بذلك السيولة في الإقتصاد بصفة عامة"<sup>1</sup>.  
والجدول الموالي يبين تطور حجم تداول الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة Ginnie Mae 2013-2023.

الجدول رقم (2): تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري لشركة Ginnie Mae خلال الفترة 2013-2023.

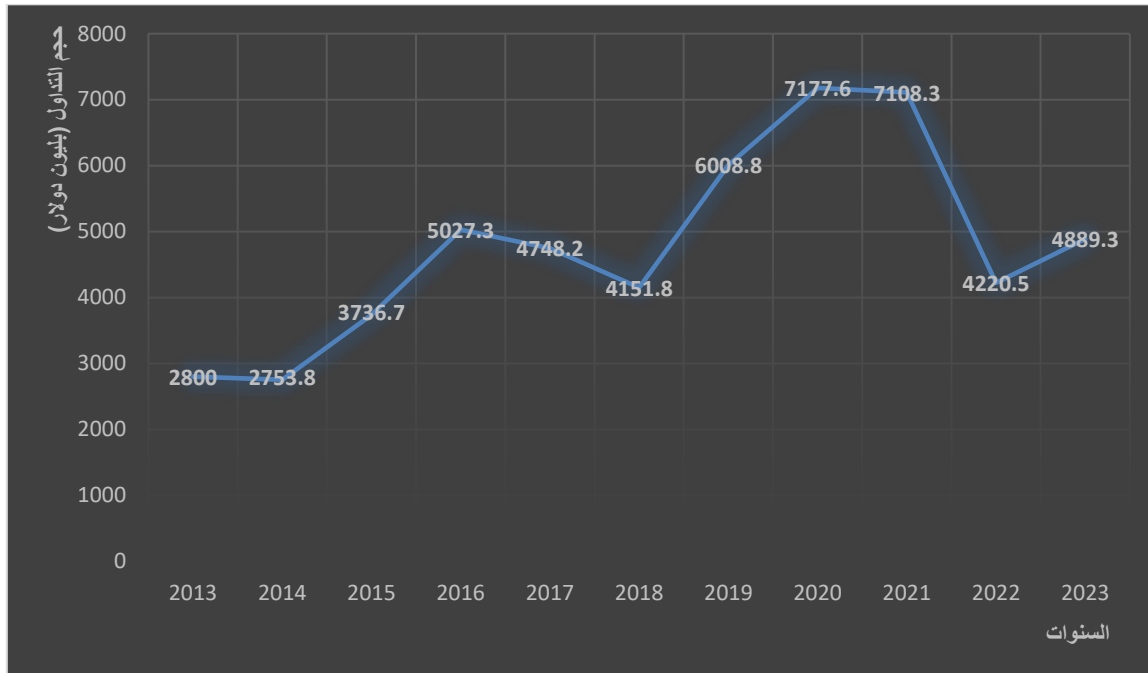
السنوات	حجم التداول (بليون دولار)
2013	2 800,0
2014	2 753,8
2015	3 736,7
2016	5 027,3
2017	4 748,2
2018	4 151,8
2019	6 008,8
2020	7 177,6
2021	7 108,3
2022	4 220,5
2023	4 889,3

Source: Ginnie Mae, Global Markets analysis, Report, 2023, P16.

الشكل الموالي يوضح تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من شركة Ginnie Mae خلال الفترة من 2013-2023.

<sup>1</sup> صالح سراوي ونبيل بن مرزوق، دراسة إقتصادية تحليلية لإثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1880-2015، مجلة بحوث الإدارة والإقتصاد، المجلد2، العدد1، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2020، ص 73.

الشكل رقم (4): تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Ginnie Mae خلال الفترة من 2013-2023.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن حجم الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Ginnie Mae عرفت تذبذبا خلال الفترة 2013-2023، حيث بلغت أعلى قيمة له 7177.6 بليون دولار سنة 2020 وأدنى قيمة 2753.8 بليون دولار سنة 2014، وقد سجل حجم التداول إرتقاعا رغم جائحة الكوفيد ويعود ذلك لسياسات التي نفذتها شركة Ginnie Mae لدعم وتحقيق التوازن بين احتياجات المقترضين المستثمرين وهذا ما يساعد على ضمان حصول المستثمرين على تدفق نقدي أكثر قابلية للتنبؤ به ويقلل من مخاطر التخلف عن السداد من جهة وزيادة إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها بسهولة في السوق الثانوية، وهذا ما يجعلها خيارا جذابا للمستثمرين الذين يريدون أن يكونوا قادرين على تعديل محفظتهم الإستثمارية بسرعة وسهولة من جهة أخرى.

### المطلب الثاني: دور شركة Fannie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي

تؤدي شركة Fannie Mae دورا هاما في سوق الرهن العقاري الأمريكي من خلال مساهمتها بإضافة بيئة جديدة من الأوراق المالية المتمثلة في الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري.

الفرع الأول: حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري

يمكن توضيح حجم إصدارات شركة Fannie Mae من خلال بيانات الجدول الموالي.

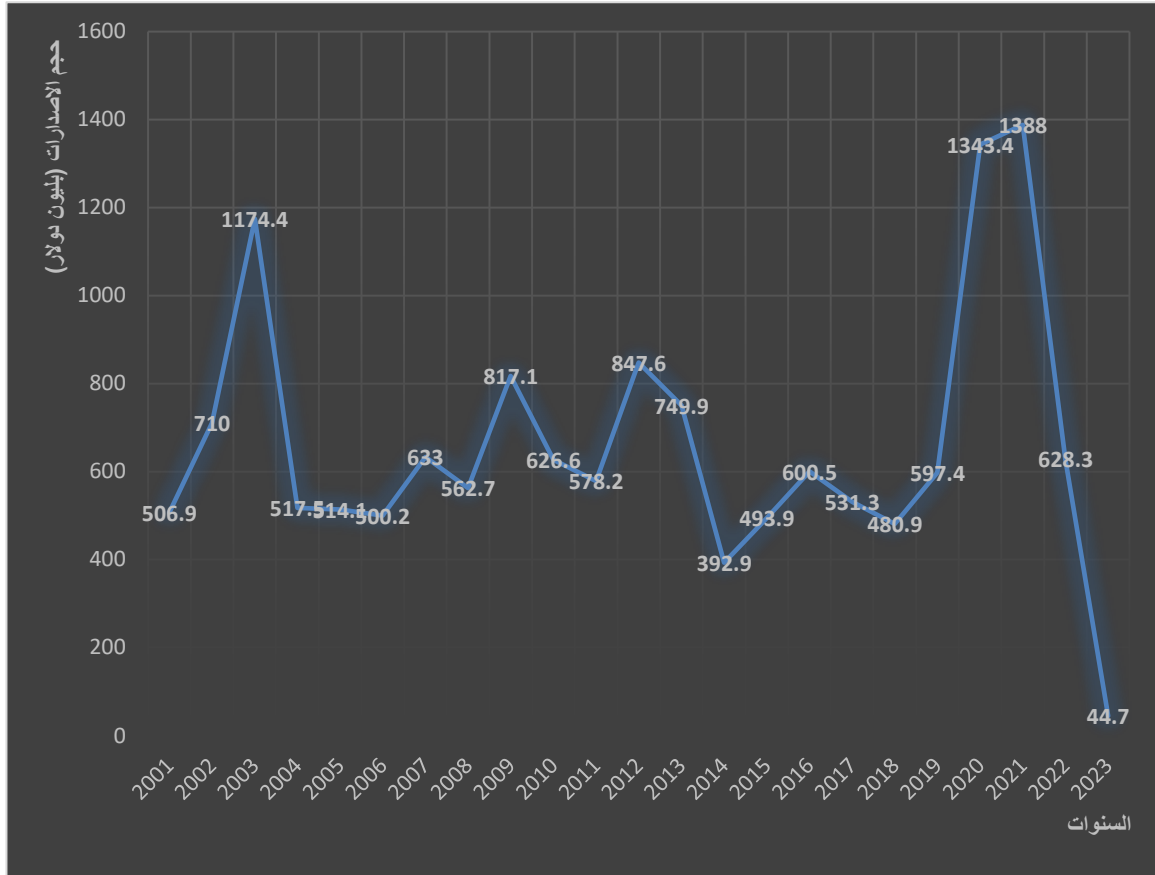
الجدول رقم (3): تطور حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.

السنوات	حجم الإصدارات (بليون دولار)
2001	506.9
2002	710.0
2003	1,174.4
2004	517.5
2005	514.1
2006	500.2
2007	633.0
2008	562.7
2009	817.1
2010	626.6
2011	578.2
2012	847.6
2013	749.9
2014	392.9
2015	493.9
2016	600.5
2017	531.3
2018	480.9
2019	597.4
2020	1,343.4
2021	1,388.0
2022	628.3
2023	44.7

Source: Ginnie Mae, Global Markets analysis, Report, 2023, P16.

الشكل الموالي يوضح تطور حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.

الشكل رقم (5): تطور حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري قد سجل أعلى قيمة له 1388.0 سنة 2021 وأدنى قيمة له 44.7 سنة 2023، حيث شهدت قيمة الإصدارات خلال الفترة 2008-2010 ارتفاعاً رغم حدوث الأزمة المالية، كما نلاحظ من خلال الشكل أن شركة Fannie Mae قد أصدرت أكبر حجم من الأوراق المالية على الرغم من التحول إلى العمل عن بعد بسبب جائحة الكوفيد.

#### الفرع الثاني: حجم التداول

الجدول الموالي يبين تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Fannie Mae خلال الفترة 2013-2023.

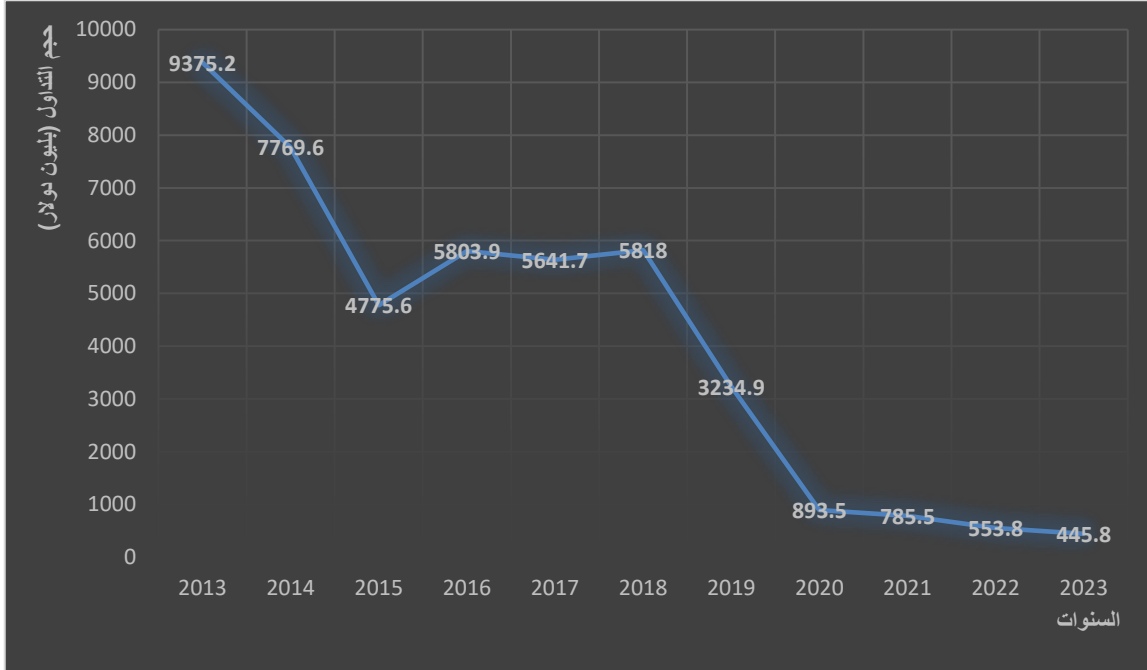
الجدول رقم (4): تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Fannie Mae خلال الفترة 2013-2023.

السنوات	حجم التداول (بليون دولار)
2013	9 375,2
2014	7 769,6
2015	4 775,6
2016	5 803,9
2017	5 641,7
2018	5 818,0
2019	3 234,9
2020	893,5
2021	785,5
2022	553,8
2023	445,8

Source: Ginnie Mae, Global Markets analysis, Report, 2023, P16.

الشكل الموالي يوضح تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Fannie Mae خلال الفترة 2013-2023.

الشكل رقم (6): تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Fannie Mae خلال الفترة 2013-2023.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن حجم تداول الأوراق المالية عرف تذبذباً خلال الفترة 2013-2023 حيث سجلت أعلى قيمة له 9375.2 سنة 2013 وأدنى قيمة له 445.8 سنة 2023، كما يلاحظ إرتفاع قيمة حجم التداول خلال سنوات 2013-2019 نتيجة قيام الحكومة الأمريكية بتشجيع تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري من مختلف أنحاء العام، الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم التداول، ومن ثم زيادة عمليات الإصدار وحجم السيولة في السوق الأمريكي كما نلاحظ، إنخفاض حجم تداول خلال الفترة 2020-2023 نتيجة تأثرهم بجائحة الكوفيد.

### المطلب الثالث: دور شركة Freddie Mac في سوق الرهن العقاري الأمريكي

تعد شركة Freddie Mac من أهم الإستراتيجيات الحكومية لنهوض بالاستثمار العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال قيامها بعملية تحويل القروض العقارية الى أوراق مالية مضمونة بالرهن العقاري قابلة للتداول، الأمر الذي ساعدها في حل مشكلة التمويل والسكن.

ويمكن التعرف على دور شركة Freddie Mac في سوق الرهن العقاري الأمريكي بالاعتماد على بعض

البيانات الإحصائية المتعلقة بالعناصر التالية:

الفرع الأول: حجم إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري لشركة Freddie Mac

يمكن توضيح تطور حجم إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري لشركة Freddie Mac من خلال بيانات الجدول الموالي:

الجدول رقم (5): يوضح تطور حجم إصدارات شركة Freddie Mac للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.

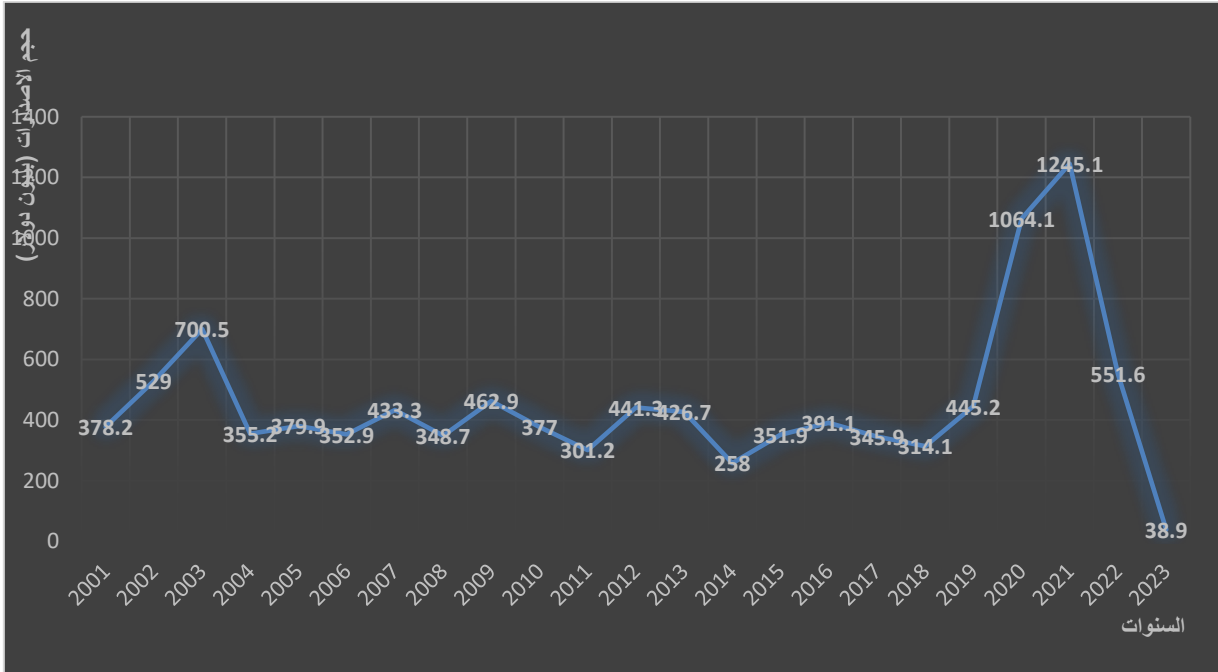
السنوات	حجم الإصدارات (بليون دولار)
2001	378.2
2002	529.0
2003	700.5
2004	355.2
2005	379.9
2006	352.9
2007	433.3
2008	348.7
2009	462.9
2010	377.0
2011	301.2
2012	441.3
2013	426.7
2014	258.0
2015	351.9
2016	391.1
2017	345.9
2018	314.1
2019	445.2
2020	1,064.1
2021	1,245.1
2022	551.6
2023	38.9

Source: Ginnie Mae, Global Markets analysis, Report, 2023, P16.



الشكل الموالي يوضح تطور حجم إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Freddie Mac خلال الفترة 2001-2023.

الشكل رقم (7): تطور حجم إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Freddie Mac خلال الفترة 2001-2023.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل السابق يتضح أن حجم إصدارات الأوراق المالية سجل أدنى قيمة له سنة 2014 وأعلى قيمة له سنة 2021، وهذا ما يدل على عدم تأثر السوق الأولي من جائحة الكوفيد، كما يلاحظ انخفاض حجم الإصدارات سنة 2023-2022 وذلك نتيجة إرتفاع أسعار الفائدة.

#### الفرع الثاني: حجم التداول

يمكن توضيح تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري التي تصدرها شركة

Freddie Mac

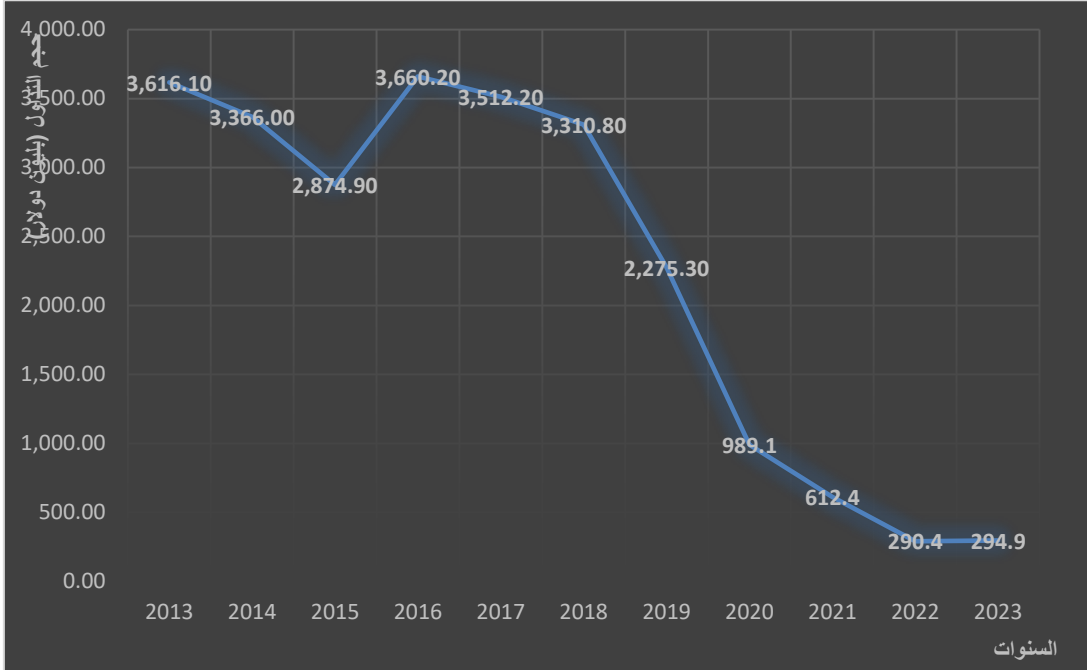
الجدول رقم (6): يوضح تطور حجم التداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Freddie Mac خلال الفترة 2013-2023.

السنوات	حجم التداول (بليون دولار)
2013	3616,1
2014	3 366,0
2015	2 874,9
2016	3 660,2
2017	3 512,2
2018	3 310,8
2019	2 275,3
2020	989,1
2021	612,4
2022	290,4
2023	294,9

Source: Ginnie Mae, Global Markets analysis, Report, 2023, P16.

الشكل الموالي يوضح تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Freddie Ma خلال الفترة 2013-2023.

الشكل رقم (8): تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Freddie Mac خلال الفترة 2013 - 2023.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

خلال الشكل يتضح أن حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري عرف تذبذباً خلال الفترة 2013-2019 بشكل عام، وعلى العموم يلاحظ إرتفاع حجم التداول خلال الفترة 2013-2019، وهذا ما يدل على كبر حجم هذا السوق، بسبب زيادة عدد الأوراق المالية المشتراة والسائلة، ويرجع ذلك إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة من أجل جعل سوق الرهن العقاري سوق جذاباً لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية مما أدى إلى إقبال المستثمرين في توظيف أموالهم في هذه الأوراق المالية.

كما نلاحظ من خلال الشكل إنخفاض حجم تداول الأوراق المالية خلال الفترة 2020-2023 نتيجة إنخفاض عدد المستثمرين في الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.

## خلاصة الفصل:

تؤدي شركة Freddie Mac و Fannie Mae ,Ginnie Mae أدوارا رئيسية في تحسين وتطوير سوق الرهن العقاري الأمريكي، وذلك من خلال توفير السيولة واستقرار السوق كما التمويل في هذا الأخير، ورغم الأزمات المالية التي واجهتها هذه الشركات مثل الأزمة المالية العالمية 2008 إلا أنها حققت نمو إقتصادي، كونهم لهم القدرة على التأقلم مع هذه التغيرات مما يبين قوتها وأهميتها في النظام المالي الأمريكي. ستظل هذه الشركات الكبرى ركيزة أساسية في توفير وتوسيع فرص امتلاك قروض الإسكان للأجيال القادمة، كما يمكننا القول أن شركة Freddie Mac و Fannie Mae ,Ginnie Mae لهم دور كبير في سوق الرهن العقاري الأمريكي ولا يمكن الإستغناء عنهم.

خاتمة

يؤدي سوق الرهن العقاري دوراً حيوياً في النظام المالي العالمي، ويعد من العناصر الأساسية في الإقتصاد يوفر لشركات والمؤسسات وسائل لتوسيع نشاطها وتطوير مشاريعها، كما يساهم سوق الرهن العقاري في تعزيز الإقتصاد المالي والنمو الإقتصادي، كما تعد الشركات ذات الغرض الخاص عنصراً أساسياً في الهندسة المالية الحديثة، تستخدم لتحقيق أهداف معينة مثل تمويل المشاريع الكبرى وإدارة الأصول المالية، كما تساهم في تحسين الكفاءة المالية وتنويع المخاطر، حيث يظل سوق الرهن العقاري والشركات ذات الغرض الخاص من العناصر الحيوية في النظام المالي، مما يستدعي ضرورة تنظيمها ومراقبتها بعناية لضمان إستقرار النظام المالي وتحقيق التنمية المستدامة.

انصب موضوع البحث على دراسة دور الشركات ذات الغرض الخاص Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac في سوق الرهن العقاري الأمريكي حيث تم إجراء دراسة تحليلية عن هذه الشركات الكبرى الناشطة في سوق الرهن العقاري الأمريكي حيث ساهموا في زيادة حجم التعاملات في هذا السوق عن طريق زيادة الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري مما أدى إلى جذب عدد أكبر من المستثمرين، رغم الأزمات المالية إلا أن الشركات ذات الغرض الخاص Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac أثبتت قدرتها على مواجهة هذه التحديات الأمر الذي يدل على مساهمتها في تنشيط سوق الرهن العقاري الأمريكي ومساهمتها أيضاً في زيادة إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.

### نتائج البحث:

من خلال ما تم دراسته في الجانب النظري والتطبيقي، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

### نتائج الدراسة النظرية:

- إنطلاقاً من الجانب النظري المتعلق بالدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:
- الرهن العقاري أداة مالية يلجأ إليها الأفراد عندما يرغبون في شراء عقار دون دفع المبلغ كاملاً.
- ينبغي على المقترض فهم مجموعة من الشروط قبل التوقيع على أي عقد (عقد الرهن العقاري) كما يوفر الأمان للمقرض.
- رهن العقاري نوع من القروض يتم فيه استخدام العقار كضمان للحصول على قرض، كونه يوفر الأمان للمقرض بحماية قروضه.
- إنتشار عقد الرهن من خلال عملية القروض البنكية يساهم في دفع عجلة الإقتصاد والتوسع في الإستثمارات.
- يوفر الرهن العقاري فرص إستثمارية متنوعة للمستثمرين مثل الإستثمار في الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.

- يساهم الرهن العقاري في تطوير البنية التحتية والمناطق الحضرية من خلال تمويل مشاريع الإسكان الجديدة والتجديد الحضري.
- لتتمام عملية الرهن العقاري في سوق العقارات لابد من توفر عدة أطراف وهي المصدر، المقرض، سماسرة الرهن العقاري، مقدم الخدمات، المستثمرين، وكالات التصنيف، الوصي، الوكيل، موفر التعزيز الائتماني.
- يعتبر سوق الرهن العقاري من أهم الأسواق المالية يتم فيه تداول العقارات المضمونة كضمان للقروض يمكن الأفراد والشركات الحصول على التمويل من خلال تأمين العقارات التي يمتلكونها.
- ينقسم سوق الرهن العقاري إلى قسمين سوق الأولي يتم فيه إصدار الأوراق المالية، وسوق الثانوي يتم في تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري أي البيع والشراء.
- يصنف سوق الرهن العقاري إلى عدة تصنيفات المتمثلة في الرهن التقليدي مقابل الرهن المؤمن عليه، رهونات ذات المعدل الثابت، الرهن ذو المعدل القابل للتعديل، رهونات ذات دفعة البالون.
- لسوق الرهن العقاري خصائص تتمثل في نسبة القرض إلى القيمة ومدة القرض، إمكانية تكرار الإقراض بضمان قيمة السكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم.
- يتعرض المستثمر إلى مخاطر تبدل أسعار الفائدة السوقية، وإرتفاع أسعار العقارات وعدم القدرة على سداد القرض.
- يوفر سوق الرهن العقاري قروض عقارية بأسعار فائدة مناسبة مما يزيد من معدل ملكية المنازل.
- يساهم سوق الرهن العقاري في تنشيط الإقتصاد من خلال خلق فرص عمل.
- يتم تحويل الرهن العقاري في هذا السوق إلى أوراق مالية قابلة لتداول مما يساهم في زيادة السيولة.
- يوفر هذا السوق قنوات تمويل مستدامة لسوق الإسكان مما يساهم في إستقرار النظام المالي والإقتصادي.
- وجود سوق نشط لرهن العقاري يشجع البنوك والمؤسسات المالية على تقديم خدمات أفضل وأسعار أكثر تنافسية.
- يساعد سوق الرهن العقاري تداول القروض العقارية في سوق ثانوية في تمويل القروض العقارية في أسواق رأس المال.
- أزمة الرهن العقاري من أخطر الأزمات المالية من أسبابها الإفراط في منح القروض دون دراستها مما أدى إلى حدوثها.
- مرت أزمة الرهن العقاري بثلاث مراحل مرحلة ما قبل إندلاع الثورة، مرحلة حدوث الأزمة، مرحلة إنحصار الأزمة وإنتهائها.
- أثرت أزمة الرهن العقاري على قطاعات العقارات والقطاع المالي بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل سلبي.
- تتمثل أسباب أزمة الرهن العقاري في تقلبات أسعار العقارات، تقلبات أسعار الفائدة، السياسة الإقراضية، الأفراد والبنوك.

- حدثت أزمة الرهن العقاري سنة 2008 نتيجة منح قروض لأصحاب ذوي الدخل المنخفض.
- ضعف تنظيم القطاع المالي والرقابي أدى إلى حدوث أزمة الرهن العقاري.
- نتج عن أزمة الرهن العقاري ركود إقتصادي عالمي وإنهيار مؤسسات مالية.
- تراجع الثقة في المؤسسات المالية والأسواق.
- هناك عدة إجراءات لمعالجة أزمة الرهن العقاري التي حلت بالإقتصاد العالمي.
- الشركات ذات الغرض الخاص هي شركات أسست بغرض محدد أو هدف معين، وقد تكون مختلفة في نطاق تخصصاتها تكون أكثر تركيزا وتخصصا في تحقيق هدفها المحدد، مقارنة بالشركات التجارية التقليدية التي تسعى في الغالب إلى تحقيق الربح كهدف رئيسي.
- لشركات ذات الغرض الخاص عدة خصائص تميزها عن باقي الشركات المتدخلة في السوق المالي حيث تعتبر كيانات مستقلة لا يمكن إفلاسها.
- تتمثل أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في تحقيق أهداف إقتصادية وإجتماعية معينة بدلا من التركيز على تحقيق الربح وتشجع على الإستثمار في المشاريع التي تعمل على تحسين الظروف الإجتماعية مما يعزز الإستدامة ويدعم التنمية المستدامة.
- تأخذ الشركات ذات الغرض الخاص أشكال قانونية متعددة لكل شركة نوع نشاطها من بينها الشركة ذات المسؤولية المحدودة، شركة المساهمة وأيضا الشركة اليتيمة وشركة الترسر.
- تنشأ الشركات ذات الغرض الخاص لأغراض أساسية متمثلة في إدارة المخاطر ولأغراض محاسبية وتمويلية وقانونية.
- الشركات ذات الغرض الخاص تنشأ من طرف جهة منشئة لغرض محدد تنتهي بانتهاء الغرض الذي أنشأت من أجله.
- تتمتع الشركات ذات الغرض الخاص بالشخصية القانونية أي كيان معترف به قانونا.
- الشركات ذات الغرض الخاص هيكل قانوني مستقل يتم إستخدامها لتقليل من المخاطر المالية.
- يمكن إستخدام الشركات ذات الغرض الخاص لمراقبة وإدارة المخاطر.
- تستخدم الشركات ذات الغرض الخاص في التمويل المهيكل وعمليات الإستثمار (المعقدة)
- تقوم هذه الشركات بتحويل الأصول لأوراق مالية.
- تقوم الشركات ذات الغرض الخاص بتمويل وإدارة المشاريع الكبيرة وحماية الأصول.
- من خلال عملية التوريق يتم تحويل القروض العقارية إلى أوراق مالية سائلة قابلة للتداول في السوق.
- لشركات ذات الغرض الخاص أهمية كبيرة في عملية التوريق من خلال تحويل السندات الأصلية إلى سندات مدعومة بأصول وطرحها للبيع في الأسواق المالية من قبل المستثمرين.



## نتائج الدراسة التطبيقية:

- تم التوصل من خلال الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية:
- تم إنشاء سوق الرهن العقاري الأمريكي كوسيلة لتمويل شراء العقارات عبر تقديم قروض مضمونة بالرهن العقاري، تطور هذا السوق مع مرور الزمن من ممارسات تمويلية بسيطة إلى نظام مدعوم بالمؤسسات المالية.
  - لسوق الرهن العقاري الأمريكي عدة عوامل ساعدت على تطوره وتوسعه بشكل كبير، ومن بين هذه العوامل وأبرزها التقدم التكنولوجي والإبتكار في المنتجات المالية.
  - يتميز سوق الرهن العقاري الأمريكي بتنوعه وتعقيده حيث يتكون من مجموعة من المؤسسات والهيئات التي تعمل على توفير التمويل.
  - تعمل آلية سوق الرهن العقاري الأمريكي من خلال عدة مراحل أساسية تقوم بتقديم القروض وتوريقها وتداولها وتنظيمها، هذه الآلية تساعد في توفير السيولة والإستقرار في السوق المالي.
  - شركة Ginnie Mae والتي تعتبر وكالة حكومية أمريكية تابعة لوزارة الإسكان والتنمية الحضرية والتي تهدف إلى زيادة السيولة في سوق الرهن العقاري وتنشيط التمويل لمشتري المنازل من خلال توريق القروض العقارية المضمونة بالرهن العقاري.
  - شركة Fannie Mae المعروفة بالرابطة الوطنية الفدرالية لرهن العقاري والتي أنشأت لتوفير السيولة في سوق الرهن العقاري الأمريكي.
  - شركة Freddie Mac المعروفة بمؤسسة قروض الرهن العقاري الفدرالية هي مؤسسة مالية حكومية تؤدي دورا هاما في سوق الرهن العقاري الثانوي تقوم بشراء الرهون العقارية المضمونة بالرهن العقاري وإعادة تجميعها في شكل أوراق مالية التي قد تحتفظ بيها أو تبيعها للمستثمرين وهي شركة منافسة لشركة Fannie Mae.
  - تبين من خلال تحليل البيانات المتعلقة بحجم إصدارات شركة Ginnie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري وحجم تداولها أن هذه الشركة ساهمت في زيادة حجم التعاملات في سوق الرهن العقاري الأمريكي، حيث أن زيادة الأوراق المالية المصدرة في السوق يؤدي إلى إستقطاب عدد كبير من المستثمرين، الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم التداول وإرتفاع المنافسة في السوق.
  - تم التوصل كذلك من خلال الدراسة أنه بالرغم من تذبذب حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية وحجم تداول هذه الأوراق إستمر تواجدها النشط في السوق، وكانت من أهم الشركات التي حركت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد أثبتت هذه الشركة مدى قدرتها على مساهمتها في تنشيط سوق الرهن العقاري الأمريكي.

- تبين من خلال تحليل البيانات المتعلقة بحجم إصدارات شركة Freddie Mac للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري وحجم تداول هذه الأوراق، أن شركة Freddie Mac تؤدي دور في تنشيط سوق الرهن العقاري الأمريكي خلال مساهمتها في إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبلها، باعتبارها منتوجا جذابا في السوق.

\_ تبين من خلال البيانات أن شركات ذات الغرض الخاص Fannie Mae ,Ginnie Mae و Freddie Mac تساهم في تنشيط سوق الرهن العقاري الأمريكي عن طريق خلق أوراق مالية جديدة مضمونة بالرهن بالرهن العقاري.

### مقترحات:

- بعد عرض مجمل النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والتحقق من صحة الفرضيات المقدمة، يمكن إدراج بعض الإقتراحات لتعزيز دور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط سوق الرهن العقاري، تتمثل في:
- تعزيز الفهم العام لماهية الشركات ذات الغرض الخاص؛
- التوعية بمزايا الشركات ذات الغرض الخاص وتشجيع إستخدامها.
- الإستفادة من التجربة الأمريكية في مجال إستخدام الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري.

### آفاق الدراسة:

- من خلال دراسة موضوع الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في سوق الرهن العقاري، يمكن إقتراح الإشكاليات التالية لتكون مفاتيح لدراسات مستقبلية:
- أثر الشركات ذات الغرض الخاص على كفاءة الأسواق المالية.
  - دور الشركات ذات الغرض الخاص في إدارة مخاطر أسواق الرهن العقاري.
  - دور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط سوق الأوراق المالية.

مراجع

## 1- مراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

- 1- موسى نوري شقيري، ادارة المشتقات المالية، - الهندسة المالية -، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 2- عثمان بن ظهير مغل، المنشأة ذات الغرض الخاص -دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية-، دار الميمان للنشر والتوزيع، السعودية، الرياض، 2020.
- 3- عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009.
- 4- فؤاد حميد الدليمي، أحكام التصرف في الديون لدى مؤسسات مالية الاسلامية-دراسة فقهية مقارنة-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 5- موسى نوري شقيري، ادارة المشتقات المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 6- حكيم براضيہ وجعفر هني محمد، دور التصكيك الاسلامي في ادارة السيولة في البنوك الاسلامية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 7- محمد الصيرفي، ادارة العمليات المصرفية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016.
- 8- وهيبة السليمانى، ادارة المديونية، دار الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 9- عبد العزيز قاسم محارب، الاقتصاد الاسلامي علما وعملا- منهجيته، خصائصه، تطبيقاته، تاريخه، مستقبله -، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2016.
- 10- محمد صالح الحناوي وجمال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2002.
- 11- فؤاد أرشد التميمي، الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات -، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن-عمان، 2010.
- 12- منير إبراهيم هندی، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية - الجزء الأول التوريق -، توزيع المكتب العربي الحديث، 2009.
- 13- عبد الكريم شنجار العيساوي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان شارع الملك حسين، 2014.
- 14- عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالي المعاصرة -تقدير اقتصادي إسلامي -، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، اربد، الأردن، 2011.
- 15- ابراهيم بن حبيب الكروان السعدي، الأزمة المالية المعاصرة، دار جرير للنشر والتوزيع، سلطنة، عمان، 2009.

- 16- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار الغريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001.
- ثانيا: الرسائل العلمية:
- 1- نسرين عماد شعبان الكرنز، التنظيم القانوني للرهن في فلسطين، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في القانون الخاص من كلية الدراسات العليا في جامعة بيرزيت فلسطين، كلية الحقوق والادارة العامة، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2022.
- 2- بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في احداث الأزمة المالية العالمية، - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 الى غاية ديسمبر 2010. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
- 3- علاء الدين زاكي يوسف البكري، الرهونات المصرفية ومخاطر الائتمان في فلسطين، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على الماجستير في القانون التجاري، معهد الحقوق، جامعة بيرزيت، 2005.
- 4- عمر طالب، أثر الديون الرهنية على أداء السوق الثانوية العقارية - دراسة مقارنة لبلدان شمال افريقيا -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- 5- حمزة دبار، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي -دراسة تحليلية وفق نموذج مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
- 6- وليد بيبي، آليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل الأزمة المالية الحالية - دراسة حالة دول شمال افريقيا -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- 7- عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي براهيم، 2009-2010.
- 8- سعاد بليمان، أثر أزمة الرهن العقاري على النظام النقدي الدولي 2007-2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017-2018.
- 9- سناء نزار، دور ألية التوريق المصرفي والتصكيك الاسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2015-2016.

- 10- مليكة بن علقمة، تطوير وترشيد وعمليات التوريق - دراسة مقارنة بين النظام المصرفي التقليدي والنظام المصرفي الاسلامي -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر.
- 11- أمينة موسلي، عدوى الأزمات المالية - دراسة حالة أزمة الرهن العقاري -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011-2012.
- 12- لمين رابح ليمان سبع، الهندسة المالية وآثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
- 13- نوال بوعكاز، ندود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.
- ثالثا: المقالات
- 1- فضيلة بارش، الرهن العقاري وسيلة ضمان وأمان في استثمارات وتمويلات البنك الإسلامي، مجلة الاقتصادية المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 06، جامعة بسكرة، 2018.
- 2- فريد كورتل، الأزمة المالية - مفهومها أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية -، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20، جامعة سكيكدة، الجزائر.
- 3- شعبان فرج، التوريق وأزمة الرهن العقاري والبدايل المطروحة في ظل أساليب التمويل الاسلامي، رؤى اقتصادية، العدد 5، جامعة البويرة، الجزائر، 2013.
- 4- عبد الرحمان روابح، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية أزمة الرهن العقاري، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، - دراسات اقتصادية -، المجلد 24، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- 5- أمال بوسمينة، دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري، دراسة تحليلية - The Mortgage crisis Analytical study، مجلة جديد الاقتصاد، المجلد 15، العدد 1، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2020.
- 6- نسيمه حاج موسى، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008، مجلة الباحث، العدد 8، جامعة بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2010.
- 7- علي يوسفات، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 2، جامعة المسيلة، الجزائر، 2009.
- 8- عبد الكريم قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، العدد 14، صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة، 2022.
- 9- نهى خالد عيسى، دور الشركة ذات الغرض الخاص في اصدار صكوك التمويل - (دراسة مقارنة) -، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، المجلد 15، العدد 2، جامعة بابل، 2023.

- 10- رقية بوفنش، أثر الشركات ذات الغرض الخاص على أداء السوق المالي - دراسة قياسية تحليلية لأثر إصدارات cagmas mbs على أداء المؤشر العام للسوق المالي المالي خلال الفترة 2004-2018 -، مجلة الباحث، المجلد 20، العدد 01، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- 11- محفوظ رضا جبال، الإطار التنظيمي للشركة ذات الغرض الخاص، مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، المجلد 2، العدد 1، جامعة تيارت، الجزائر، 2021.
- 12- هاجر أحمد فهمي أبو القمصان، دور التوريق في إدارة المخاطر بالبنوك المصرية، المجلد 11، العدد 3، 2020.
- 13- اخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 6، العدد 23، جامعة البصرة، 2009.
- 14- محمد خميسي بن رجم، التوريق وواقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 4، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010.
- 15- سهام عبدلي، أثر التوريق على الأزمة المالية العالمية، مجلة الأستاذ الباحث لدراسات القانونية السياسية، المجلد 5، العدد 2، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2020.
- 16- سعيد سيف سبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث - دراسة وصفية تحليلية -، مجلة الحكمة لدراسات الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، مركز الحكمة للبحوث والدراسات، الجزائر، 2019.
- 17- صالح سراوي ونبيل بن مرزوق، دراسة إقتصادية تحليلية لإثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية - دراسة حالة سوق عمان لأوراق المالية للفترة 1880-2015-، مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد، المجلد 2، العدد 1، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2020.

رابعاً: البحوث والدراسات

- 1- علي يوسفات، بوزيان رحمان، الإزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية - الملتقى الدولي الثاني -، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، 2009.
- 2- علال قاشي، محاضرات في الرهن العقاري، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة البليدة 2 - لونيبي علي -، 2016.
- 3- محمد علي القري، الشخصية الاعتبارية ذات الغرض الخاص، دراسة مقدمة الى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.
- 4- نور بدوي، دور المنشأة ذات الغرض الخاص في عملية إصدار الصكوك الإسلامية، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، مديرية الدراسات والأبحاث، 2022.
- 5- محمد ندا ندا البدة، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة -، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2013.

6- عبد الكريم قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة، 2022.

## 2- مراجع باللغة الإنجليزية:

### Firstly : Books

- 1- Ahmed M. Alkhan, **A critical analysis Of special purpose vehicle in the islamic banking indusyry: the kingdom of Acas study**. Adissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degreedee of doctor philosophy in islamic finance , ce ntre for islabmic finance university of Bolton .Great britan 2016 .
- 2- Phllip L. Swagel, **Giennie Mae and The Securitization of Federally Guaranteed Mortgages**, Ganuary 2022.
- 3- Gylly Gakes, **Ginnie Mae 2007 Bank of Mamerica Primer**, Bank America, Novemper 2007.
- 4- Nadine Garrick Raidbard, **Ginnie Mae Risk Management and staffing-Related Challenges Need to Be Addressed**, United States Government Accountability Office, Rebort te the Ranking Member Subcommittee on Housing
- 5- Comminity Development and Insurancemcommittee on Financial Services Hoise of Ropresentatives, 2019.
- 6- Oonagh McDonald, **Fannie Mae and Freddie Mac Turning the American Dream into a Nightmare**, Wc1B 3DP, UK, 2012.
- 7- Sarah Saadian, **Fannie Mae Freddie Mac, and Housing Finance Reform**, ADVOCATES GUIDE, 2024.
- 8- W. Scott Frame, **The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac**, Federal Reserv Bank of Nw York Staff Reports, 2015.
- 9- Mark Jickling, **Accounting and Management problems at Freddie Mac**, Specialist in Finoncial Economics Government and Finalce Divsoion 7 November, 2007.
- 10- Wesley M. Phillips, **Fannie Mae and Freddie Mac Analysis of Options for Revising the Housing Enterprises Long- term Structures**, United States Government Assiuntability Office Report to Congressional Committees, September 2009.



**11-** Ingrid Gould Ellen, **Improving U.S. Housing Finance through Reform of Fannie Mae and Freddie Mac : Assessing the Options**, NYU Furman Center for Real Estate and Urban Policy May 2010.

**12-** Ginnie Mae, **Global Markets analyais, Report**, 2023.

**Secondly : Magazine**

**1-** Theresa R. **DiVenti Fannie Mae and Freddie Mac: Bast, Bresent, and Future, A Journal of Policy Development and Research**, Number 3, Volume 11, 2009

فہارس

## فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجداول	الرقم
60-59	تطور حجم إصدارات شركة Ginnie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023	01
62	تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري لشركة Ginnie Mae خلال الفترة 2013-2023	02
64	تطور حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023	03
66	تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Fannie Mae خلال الفترة 2013-2023	04
68	تطور حجم إصدارات شركة Freddie Mac للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023	05
70	تطور حجم التداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Freddie Mac خلال الفترة 2013-2023	06

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
14	هيكل سوق الرهن العقاري	01
52	خطوات عملية التوريق لقروض الرهن العقاري	02
61	تطور حجم إصدارات Ginnie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.	03
63	تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Ginnie Mae خلال الفترة من 2013-2023.	04
65	تطور حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.	05
67	تطور حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.	06
69	يوضح تطور حجم إصدارات شركة Freddie Mac للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري خلال الفترة 2001-2023.	07
71	تطور حجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري المصدرة من قبل شركة Freddie Mac خلال الفترة 2013 - 2023.	08

## فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	بسملة
	الإهداء
	شكر وتقدير
	مقدمة
ب	تمهيد:
<b>الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الرهن العقاري</b>	
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الرهن العقاري
3	المطلب الأول: مفهوم الرهن العقاري وخصائصه
3	الفرع الأول: تعريف الرهن العقاري
4	الفرع الثاني: خصائص الرهن العقاري
5	المطلب الثاني: شروط الرهن العقاري وأسبابه
5	الفرع الأول: الشروط الموضوعية لإنشاء الرهن العقاري
6	الفرع الثاني: أسباب إنتشار الرهن العقاري
7	المطلب الثالث: أهمية الرهن العقاري من الناحية العملية
8	المبحث الثاني: الأسس النظرية لسوق الرهن العقاري
8	المطلب الأول: تعريف وخصائص سوق الرهن العقاري
8	الفرع الأول: تعريف سوق الرهن العقاري
9	الفرع الثاني: خصائص سوق الرهن العقاري
10	الفرع الأول: أنواع سوق الرهن العقاري
11	الفرع الثاني: تصنيفات سوق الرهن العقاري

12	المطلب الثالث: الأطراف المكونة لسوق الرهن العقاري ومخاطره
12	الفرع الأول: الأطراف المكونة لسوق الرهن العقاري
15	الفرع الثاني: مخاطر الإستثمار في سوق الرهن العقاري
16	المبحث الثالث: عموميات حول أزمة الرهن العقاري
16	المطلب الأول: تعريف وجذور أزمة الرهن العقاري ومراحلها
16	الفرع الأول: تعريف أزمة الرهن العقاري
17	الفرع الثاني: جذور أزمة سوق الرهن العقاري
18	الفرع الثالث: مراحل أزمة الرهن العقاري
19	المطلب الثاني: أسباب وقنوات إنتقال أزمة سوق الرهن العقاري
19	الفرع الأول: أسباب أزمة سوق الرهن العقاري
20	الفرع الثاني: قنوات إنتقال أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية
21	المطلب الثالث: آثار أزمة الرهن العقاري والإجراءات المتخذة لعلاجها
21	الفرع الأول: آثار أزمة سوق الرهن العقاري
22	الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة لمعالجة أزمة سوق الرهن العقاري
24	خلاصة الفصل:
<b>الفصل الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في عملية التوريق</b>	
26	تمهيد:
27	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الشركات ذات الغرض الخاص
27	المطلب الأول: تعريف ونشأة الشركات ذات الغرض الخاص
27	الفرع الأول: تعريف الشركات ذات الغرض الخاص
28	الفرع الثاني: نشأة الشركات ذات الغرض الخاص
29	المطلب الثاني: خصائص وأهمية الشركات ذات الغرض الخاص
29	الفرع الأول: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص
29	الفرع الثاني: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص

31	المبحث الثاني: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص وأغراضها الإقتصادية
31	المطلب الأول: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص
33	المطلب الثاني: الأغراض الإقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص
34	المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق
34	المطلب الأول: تعريف وأنواع عملية التوريق
34	الفرع الأول: تعريف عملية التوريق
35	الفرع الثاني: أنواع عملية التوريق
37	المطلب الثاني: أساليب وأطراف عملية التوريق
37	الفرع الأول: أساليب عملية التوريق
38	الفرع الثاني: أطراف المساعدة في عملية التوريق
39	المطلب الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض في عملية التوريق
41	خلاصة الفصل:
<b>الفصل الثالث: دراسة تحليلية لدور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي</b>	
43	تمهيد:
44	المبحث الأول: عموميات حول سوق الرهن العقاري الأمريكي
44	المطلب الأول: نشأة سوق الرهن العقاري الأمريكي والعوامل المساعدة على تطوره
44	الفرع الأول: نشأة سوق الرهن العقاري الأمريكي
46	الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تطور سوق الرهن العقاري الأمريكي
47	المطلب الثاني: مكونات سوق الرهن العقاري الأمريكي وآلية عمله
47	الفرع الأول: مكونات سوق الرهن العقاري الأمريكي
48	الفرع الثاني: آلية عمل سوق الرهن العقاري الأمريكي
50	المبحث الثاني: مدخل إلى عمليات التوريق والشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي
50	المطلب الأول: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي
53	المطلب الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي

53	الفرع الأول: تقديم شركة Ginnie Mae
54	الفرع الثاني: تقديم شركة Fannie Mae
56	الفرع الثالث: تقديم شركة Freddie Mac
59	المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي
59	المطلب الأول: دور شركة Ginnie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي
59	الفرع الأول: حجم إصدارات شركة Ginnie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.
62	الفرع الثاني: حجم التداول
63	المطلب الثاني: دور شركة Fannie Mae في سوق الرهن العقاري الأمريكي
63	الفرع الأول: حجم إصدارات شركة Fannie Mae للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري
65	الفرع الثاني: حجم التداول
67	المطلب الثالث: دور شركة Freddie Mac في سوق الرهن العقاري الأمريكي.
68	الفرع الأول: حجم إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري لشركة Freddie Mac
69	الفرع الثاني: حجم التداول
72	خلاصة الفصل:
	الخاتمة:
87	فهرس الجداول
88	فهرس الأشكال
89	فهرس المحتويات
93	ملخص



## ملخص

تعد الشركات ذات الغرض الخاص من أبرز ما توصل إليه الإبتكار المالي والهندسة المالية التي تؤدي دورا هاما في مختلف أسواق المال التي من بينها أسواق الرهن العقاري، من خلال قيامها بإصدار أوراق مالية في إطار عملية التوريق.

يهدف هذا البحث إلى دراسة دور الشركات ذات الغرض الخاص في سوق الرهن العقاري الأمريكي، وذلك بالإعتماد على تحليل البيانات الإحصائية المتعلقة بحجم إصدارات وحجم تداول الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري الأمريكي وهي شركات Freddie Mac , Fannie Mae , Ginnie Mae، ومن النتائج التي تم توصل إليها أن الشركات ذات الغرض الخاص (Freddie Mac و Fannie Mae , Ginnie Mae) تؤدي دور كبير في تفعيل وتنشيط سوق الرهن العقاري الأمريكي.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الرهن العقاري، الشركات ذات الغرض الخاص، التوريق، سوق الرهن العقاري الأمريكي، شركات Freddie Mac و Fannie Mae , Ginnie Mae .

## Sammury

Special Purpose Vehicles (SPVs) are among the most notable achievements in financial innovation and financial engineering, playing a significant role in various financial markets, including mortgage markets, by issuing securities as part of the securitization process.

This research aims to study the role of Special Purpose Vehicles in the American mortgage market by analyzing statistical data related to the volume of issuances and trading volumes of mortgage-backed securities issued by Fannie Mae, Ginnie Mae, and Freddie Mac. The findings indicate that SPVs (Fannie Mae, Ginnie Mae, and Freddie Mac) play a major role in activating and stimulating the American mortgage market.

**Keywords:** Mortgage market, Special Purpose Vehicles, Securitization, American mortgage market, Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac.