

الفصل الثامن

الفصل الثامن : الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الأول :

أساسيات الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الثاني :

الهندسة المالية الإسلامية ، المداخل والمتطلبات ،
المحددات ، الأسس والعوامل التي ساعدت في ظهورها

المبحث الثالث :

الهندسة المالية الإسلامية، المشاكل، التحديات، ومناهج
التطوير

المبحث الرابع :

منتجات الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الأول : أساسيات الهندسة المالية الإسلامية8 - 1 - 1 : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

تعرف الهندسة المالية الإسلامية **Islamic financial engineering** بأنها : (مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من العمليات المالية المبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في الإطار الشرعي)، يلاحظ من هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية التقليدية ، إلا أنهما يختلفان في كون الهندسة المالية الإسلامية تخضع لأحكام الشريعة الإسلامية على عكس التقليدية ، هذا وتشكل الهندسة المالية الإسلامية اليوم حاجة ملحة للتطوير والإبداع في المؤسسات المالية الإسلامية على المستوى المؤسسي والصناعي **Industrial**، كونها صناعة ناشئة مقارنة بالتقليدية وهي تحتاج إلى التطوير والابتكار لمنتجات مالية إسلامية أصيلة تحافظ على هويتها وتحميها من التقليد ، مما يساهم في تحقيق نمو للصناعة ينعكس إيجاباً على المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف ، بشكل يضمن لها التميز في تقديم منتجاتها المالية من خلال التحوط **Hedging** أو إدارة المخاطر **Risk management** ، وتوفير البدائل للمنتجات المالية وتجنب التقليد لمنتجات المصارف التقليدية ، والالتزام بالضوابط الشرعية ، والاستثمار الحقيقي وليس الوهمي وتعزيز المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية مثل المشاركات والبيوع والإجازات ... الخ من العقود **Contracts** ، وإن المقصود بالهندسة المالية في المنظور الإسلامي هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود

جامعة البصرة / كلية الإدارة والإقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية

الوهمية ، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار **Value add to innovation** ، فالشريعة ليس فقط ما يحكم العلاقة بين الله تعالى والإنسان ، ولكن أيضا ما ينظم العلاقات بين البشر ، إذ يجب أن يكون المسلم على يقين دائم بأن أعماله متوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وعلى الرغم من أن المبدأ الرئيس للتمويل الإسلامي هو تقاسم المخاطر **Risk – sharing** ، إلا أنه يوجد محظورات في نظر الشريعة مرتبطة بالمجال المالي ، تعتبر كالركائز الأساسية لتشريع التمويل ، ويمكن تفسيرها بإيجاز على النحو الآتي :-

- 1 - **حظر الربا** : يحرم جميع أشكال الربا التي فسرت في الشريعة على أنها معادلة لفائدة مدفوعة على القرض
 - 2 - **حظر الغرر** : بيع عنصر محتمل وجوده كبيع الطائر في الهواء أو السمك في الماء مثلا .
 - 3 - **حظر الميسر** : يحرم جميع أنواع القمار ، وفي الجانب المالي ينطبق على احتمالات المقامرة بالسندات أو الأرصدة في عمليات مالية .
 - 4 - **حظر بعض التمويلات** : أي التي تُعدُّ غير قانونية **illegal** من قبل الشريعة مثل إنتاج لحم الخنزير .
- 8 - 1 - 2 : أهمية الهندسة المالية الإسلامية :**

1 - الاستفادة من التطورات البحثية للهندسة المالية الإسلامية ، التي تستكمل المنظومة التعليمية للاقتصاد الإسلامي ، والتأكيد على إيجاد البديل قبل التحريم لأي من المعاملات المالية .

2 - تساعد في إيجاد القواعد الملائمة التي تجمع ما بين العلوم الشرعية والعلوم المالية .

3 - استحداث منتجات مالية مبتكرة على وفق قاعدة الحلال والحرام Lawful & unlawful، وترك المنتجات المرتكزة على الفائدة ومحاوله تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من منافسة المؤسسات المالية التقليدية ، من اجل إدارة سيولتها وخلق التوازن ما بين مواردها واستخداماتها .

8 - 1 - 3 : مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

1 - مبدأ التوازن **Balance principle**: أي التوازن ما بين المصالح الشخصية والمصالح الاجتماعية ، وفيما يتعلق بالمنافسة والتعاون وتحقيق الربح والأعمال الخيرية ، فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات ووضعت الكل في الإطار المناسب.

2 - مبدأ التكامل **Integration principle**: أي التكامل بين المصالح الشخصية **Personal interests** والاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية.

3 - مبدأ الحلّ **Solution principle**: إن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي بشرط أن يبتعد عن دائرة الحرام ، وترجع أصول المبادلات المالية المحظورة إلى الربا تؤول إلى الظلم، والغرر يرجع إلى الجهل، وقد جمعها الله بقوله تعالى : **{ { إِنَّا عَرَضْنَا الْأَمَانَةَ عَلَى السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ وَالْجِبَالِ فَأَبَيْنَ أَنْ يَحْمِلْنَهَا وَأَشْفَقْنَ مِنْهَا وَحَمَلَهَا الْإِنْسَانُ إِنَّهُ كَانَ ظَلُومًا جَهُولًا } }** (٧٢) سورة الأحزاب .

4 - مبدأ المناسبة **Appropriate principle** : أي تناسب العقد مع الهدف المقصود منه ، بحيث القصد ملائماً للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية (العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني).

8 - 1 - 4 : خصائص الهندسة المالية الإسلامية

1 - **الابتكار الحقيقي وعدم التقليد** : ان التنوع في المنتجات المالية الإسلامية ، تنوعاً حقيقياً وليس وهمياً كما في أدوات الهندسة المالية ، لأن لكل أداة صيغة تعاقدية وصفات تميزها عن غيرها ، سواء تعلق الأمر بالمخاطر أو الضمانات أو التسعير وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار .

2 - **التشريع الإسلامي محل التشريع الوضعي** : أي الاعتماد على التشريع

الإسلامي في تصميم المنتجات المالية **Design of financial products** ، والنأي عن الخلافات الفقهية التي لا تُسمن ولا تُغني من جوع ، والتأكيد على مبدأ المشاركة في مبدأ الأرباح والخسائر بين الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى ، أي عند إبرام العقود المالية لا بد أن تكون خالية من كل ما يتعارض مع الضوابط الإسلامية .

3 - **التمويل بدل الإستثمار** : تُعدُّ إدارة السيولة الهدف الرئيس لعمل الهندسة المالية الإسلامية على عكس هدف التقليدية المتمثل باستحداث أدوات مالية لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار ، فالأولى تسعى لجذب

رؤوس الأموال المتوافرة لدى الذين لا يفضلون التعامل بالهندسة المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة .

4- الإدراك والوضوح Perception & clarity : يجب أن تكون العقود خالية من الإكراه والتعسف والاستغلال ، وأن يكون لدى أطراف العقد وضوح حول ما يتضمنه العقد من شروط أو بنود .

5- الإمكانية والاستطاعة والالتزام : لحديث نبينا محمد صلى الله عليه وآله وصحبه وسلم : (لا تبع ما ليس عندك) ، ويشمل ذلك بيع المعدوم ولا بد من التزام الأطراف بأجل العقد ، وعدم استخدام شيء من الحيل اللغوية أو القانونية **Legal** ، للتحايل على بند أو شرط مما اتفق عليه الطرفان في العقد .

المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية، المداخل والمتطلبات، المحددات

، الأسس والعوامل التي ساعدت في ظهورها

8 - 2 - 1 : مداخل ومتطلبات الهندسة المالية الإسلامية

8 - 2 - 1 - 1 : مداخل الهندسة المالية الإسلامية

1 - المحاكاة : يعني أن يتم مسبقاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج صناعة الهندسة المالية الإسلامية ، وان لا تخرج عن نفس النتيجة التي يحققها منتج صناعة الهندسة المالية التقليدية، بحيث أن الأسلوب المتبع في توليد الأوراق المالية قائم على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية.

2 - الأصالة والابتكار : يعني البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها ، بشرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لإحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها ، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية **Economic efficiency** للمنتجات المالية .

8 - 2 - 1 - 2 : متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية

1- الوعي : بما أن هدف الهندسة المالية تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الاقتصاديين **Economists**، فلا بد أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار للأدوات المالية .

2- الشفافية والالتزام : وضوح الأدوات التي يتم ابتكارها ، لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المضاربون باستخدام الطرق غير الشرعية ، مع الإشارة إلى أن انضباط قواعد الشريعة الإسلامية يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب المصادقية الشرعية للهندسة المالية الإسلامية ، إن تم الالتزام بها .

8 - 2 - 2 : محددات الهندسة المالية الإسلامية

1 - المشاركة في الأرباح أو الخسائر Profits or losses على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في العقود .

2 - لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق المالية الإسلامية في مشاريع تدر عوائد متفق عليها مقدما ، ، فمثل هذه العوائد ان تحققت لا تختلف عن الفوائد و إن سميت أرباحا .

3 - استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشاريع **Projects** مهمة لتحقيق المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

8 - 2 - 3 : الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية

ينبry الأساس الإسلامي للهندسة المالية من خلال حديث نبينا محمد صلى الله عليه وآله وصحبه وسلم حيث قال : (من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها واجر من عمل بها إلى يوم القيامة ، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئا ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من

عمل بها إلى يوم القيامة ، لا ينقص من أوزارهم شيئاً) ، يستتبط من هذا الحديث الدعوة للابتكار ومحاولة إيجاد الحلول للمشاكل المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد ، وبالتالي المنافسة **Competition** في سوق الخدمات المالية وفي مجمل المسائل المجتمعية ، كما يدل الحديث على أن العمل الذي يصدق عليه أنه استئنان ، يتصف بالأمر التالية : -

1 - أن العمل يوصف بالحسن والسوء بحسب موافقته أو مخالفته لأحكام الشريعة، لكن لا يلزم أن يعمل الناس بهذه السنة حتى تستحق هذا الوصف، لأن الأجر أو الوزر ثابت، سواء وجد الأتباع أم لم يوجد.

2- السنة المبتكرة هو إتباع الإسلام، وإن كان هذا القصد وحده لا يكفي في اعتبار العمل نفسه إسلامياً.

3- ان تتوافر فيه الحداثة والابتكار ، لأنه وجه أنظار الناس على شيء لم يكونوا قد عملوا به من قبل.

كما ونبه الحديث إلى خطورة الابتكار غير المشروع ، وركز على قاعدة ارتباط العائد بالمخاطرة ، وكلما كان العائد المحتمل أكبر ، كلما كانت الخسارة المحتملة **Potential losses** أكبر ، فكما أن فضل الابتكار النافع كبير ، فكذلك وزر الابتكار السيئ أيضاً كبير ومضر، وتأسيساً على ما تقدم يمكن توضيح الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية بحسب الآتي : -

أولاً - تحريم الربا : الربا هنا يعني الزيادة على رأس المال بدون جهد قلت أو كثرت فهي محرمة ، فقد ورد تحريم الربا في القرآن الكريم بقول الله تعالى : **{ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافاً مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا**

اللَّهِ لَعَلَّكُمْ تَفْلِحُونَ ((130)) }} سورة آل عمران ، وقد تدرج التحريم حيث بدأ بالمقارنة بين مضار الربا وفوائد الزكاة (كما مرّ شرحه سابقاً).

وقد حذر نبينا محمد صلى الله عليه وآله وصحبه وسلّم بقوله :

(اجتنبوا السبع الموبقات) وذكر منها الربا ، وهو محرم في جميع الأديان السماوية والحكمة من تحريمه أن فيه ضرراً عظيماً ، فهو يسبب العداوة بين الأفراد ، كما يؤدي إلى خلق طبقة مترفة لا تعمل شيئاً ، والربا نوعان ربا النسئية ، وهو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل ، وربا الفضل الذي هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة .

ثانياً : حرية التعاقد : ويعني التعاقد إطلاق الحرية للناس وبالشروط التي يشترطون على ألاّ تشمل عقودهم على أمور حرمها الشرع ، فما لم تشمل تلك العقود على أمر محرم بنص ، فإن الوفاء بها لازم ، والعاقد مأخوذ بما تعهّد به ، وإن اشتملت العقود على أمر محرم فهي باطلة .

ثالثاً : التيسير ورفع الحرج : يقصد بالحرج الضيق ، فإذا صار الفرد في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة **Worship** على النحو المعتاد فإن الله سبحانه وتعالى يرخص له في أدائها بحسب إستطاعته ، وفي هذا رفع للمشقة عن العباد ، يقول الله تعالى : **}} لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا (286) }} سورة البقرة ، ويقول الله تعالى : **}} وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ (78) }} سورة الحج ، ويظهر أثر هذه القاعدة واضحة في التكاليف الشرعية ، فالله تعالى لم يفرض على المؤمنين من العبادات إلا ما وسعهم ، وفي مجال المعاملات حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد****

مفتوحاً أمام العباد وجعل الأصل فيها من الإباحة ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل .

رابعاً : الاستحسان والاستصلاح : الاستحسان هو ما يستحسنه المجتهد بعقله من غير أن يوجد نص يعارضه أو يثبتته، بل يرجع فيه إلى الأصل العام، وجريان المصالح التي يقرها الشرع وهو باب لحرية التعاقد ، أي أن يعدل المجتهد عن أن الحكم في مسألة ما ، لوجود دليل أقوى يقتضي العدول عن الدليل الأول المثبت لحكم هذه النظائر ، أما المصالح المرسلة أو الاستحسان الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها أو اعتبارها.

خامساً : التحذير من بيعتين في بيعة واحدة : نهى نبينا محمد صلى الله عليه وآله وصحبه وسلّم عن بيعتين في بيعة واحدة ، والتحذير هنا يركز على ما كان بين طرفين ، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي ، وبعبارة أخرى فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتهما بيعة من نوع ثالث ، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة ، وفي هذه الحالة الحكم تابعاً لحكم البيعة الثالثة، فإن كانت الثالثة ممنوعة شرعاً كانت البيعتان كذلك ، وإن كانت مقبولةً شرعاً لم يكن هناك حاجة للبيعتين ، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة ، لضمان السلامة الشرعية والكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية .

المبحث الثالث : الهندسة المالية الإسلامية ، المشاكل ، التحديات ،ومناهج التطوير8 - 3 - 1 : المشاكل التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية

1 - البيئة الحاضنة : انطلقت أفكار المنتجات المالية الإسلامية من البيئة التقليدية ، وهذه البيئة نشأت قواعدها وأنظمتها العلمية بعيداً عن المنهج الإسلامي ، ما أدى إلى الإشكال الثاني وهو الهدف والغاية.

2 - الهدف والغاية : لما كانت البيئة الحاضنة للمنتجات المالية الإسلامية هي البيئة التقليدية ، أدى ذلك إلى ظهور مشكلة في هدف وغاية المنتج الإسلامي ، فجاء مفرغاً من معناه ومقصده ، وان كان قد أخذ الصورة الشرعية في ظاهره ، وهذا ما أدى بدوره إلى الإشكال الثالث المتمثل في وسائل الابتكار .

3 - وسائل الابتكار : انعكست الصورة السابقة الذكر للمنتجات المالية الإسلامية على وسائل ابتكارها وتطويرها ، فإقتصرت على الترقيع او اللصق لمنتجات مالية تقليدية ، فلا تكاد ترى منتجاً مالياً تقليدياً إلاّ ومعه نسخته الإسلامية .

4 - مسؤولية تطوير المنتجات المالية الإسلامية : اكتفت الهندسة المالية الإسلامية بإدخال تعديلات **Adjustment** على المنتجات المالية التقليدية لتلائم مع الضوابط الشرعية ، فعملية إخراج المنتجات المالية الإسلامية من نطاق التقليد إلى نطاق الابتكار ، مرهون بتكاتف جهود كل الأطراف المتداخلة في منظومة عمل متكاملة للمصارف والمؤسسات المالية والسوق المالية والبنك المركزي والمتعاملين الاقتصاديين، وبخاصة بعدما توضح ان

تقييد المنتجات المالية الإسلامية بالرابط الديني لا يُعدُّ عائقاً في حد ذاته ، بل على العكس يمكن استخدامه كميزة لجلب رؤوس الأموال من العملاء المسلمين وغير المسلمين ، لاسيما بعد فقدانهم الثقة بالنظام المالي ومنتجاته المالية في ظل الأزمة المالية العالمية .

8 - 3 - 2 : تحديات الهندسة المالية الإسلامية

1 - الافتقار إلى الكفاءات : ، أن القوة العاملة غير المؤهلة ستعيق العمل المصرفي والمالي الإسلامي وتحد من إمكانية نمو المصرف من حيث المخاطر التشغيلية ، لذا لا بد من تأهيلاً خاصاً وكفاءات إدارية مدربة تكون على خبرة ودراية تامة بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية .

2 - قلة البحث والتقدير : تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بالهندسة المالية الإسلامية ، حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع والتطوير، فقد أثبتت التقارير السنوية لأكبر (12) مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية ، خاصة بالبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية ، في الوقت الذي أنفقت فيه (9) مصارف أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات البحث والتطوير

.Research & development operation

3 - غياب حقوق الملكية لصاحب فكرة المنتج المالي الجديد : تتحمل المؤسسات خلال عملية ابتكار منتج مالي جديد تكاليف ومخاطر عالية للتحقق من جدواه ، وبعد نجاح هذا المنتج الابتكار ، ستقدم المؤسسات الأخرى إلى تطبيق هذه التجربة الجاهزة المضمونة والاستفادة من مزاياها

، دون تحمل أي تكاليف **Costs** أو مخاطر، وهذا ما يحد من تقدم المؤسسات المالية عن محاولة التطوير والابتكار .

4 - ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية : بسبب تضارب الفتاوى بين الدول الإسلامية وحتى داخل البلد الواحد، فنجد بعض المصارف تجيز التوريق والبعض الآخر لا يجيز التعامل به ، لذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إيجاد قاعدة علمية مشتركة للاجتهد الجماعي وتوحيد الفتاوى.

5 - الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية : ان تركز الهدف في تلبية احتياجات المسلمين ، أضعف الهدف الجوهري المتمثل في خلق القيمة المضافة ، لذا لابد من الجمع بين الوجهة الدينية والاقتصادية وتلبية احتياجات المسلمين وغير المسلمين .

6 - المصداقية والثقة : هناك من يعتقد في صناعة التمويل الإسلامي قناة لتمويل الإرهاب **Terrorism** وبيئة لغسيل الأموال ، فضلاً عن مشاكل قلة الخبرات والمهارات الإدارية والتي ستؤثر على مصداقيتها .

7 - المنافسة وكفاءة التكلفة : وهي مميزات تنافسية تتفوق بها المؤسسات التقليدية على الإسلامية ، لما لديها من الخبرة الكبيرة والشبكات الأوسع والحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية ، كما وتعاني المؤسسات التقليدية التي لديها نوافذ إسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية على حد سواء من مشكلة تكلفة عمليات التشغيل العالية للمعاملات المالية الإسلامية .

8 - التسويق : من دون تثقيف وتعليم العملاء بمبادئ وآلية عمل التمويل الإسلامي ، سيبقى العملاء بعيداً عن المنتجات الإسلامية ، وسيكون إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية ضعيفاً بسبب عدم فهم الصناعة ، لذا يعدُّ تسويق هذه المنتجات تحدياً بالنسبة لنمو قاعدة عملاء المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية .

8 - 3 - 3 : مناهج واقتراحات تطوير الهندسة المالية الإسلامية

1 - منهج المحاكاة : بعد ان عرفنا بأن الهندسة المالية الإسلامية قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية ، وعلى الرغم من مزاياها المتمثلة بالسهولة والسرعة في تطوير المنتجات ، ولا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير ، سوى تقليد المنتجات في السوق ، نرى بأن سلبياتها كثيرة وتتمثل في النقاط التالية : -

1 - ان ضعف قناعة العملاء **Clients** بالمنتجات الإسلامية متأتي من كونها مجرد بنود شكلية لا حقيقة لها ولا قيمة اقتصادية لها ، مما جعل التمويل الإسلامي محل شك ، لعدم تحقيقها لأي قيمة مضافة سوى تكلفتها العالية ، التي سيتحملها العميل ، لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية ، مع إنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها .

2 - المنتجات المالية التقليدية تلائم الهندسة المالية التقليدية وتحاول معالجة مشاكلها ، وبالتالي فان محاكاة هذه المنتجات سيولد ذات المشاكل ، بحيث تصبح الهندسة المالية الإسلامية في النهاية يتيمة، وتعاني من نفس الأزمات التي تعاني منها الهندسة المالية التقليدية ولم تأت بجديد ، لأن أي منتج

للهندسة المالية التقليدية هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية راسخة ، فمحاولة محاكاة هذه المنظومة ، يجر الهندسة المالية الإسلامية لتقليد أدوات المنظومة وعناصرها كافة ، وهو ما يجعلها مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للهندسة المالية التقليدية ، وبذلك فأنها ستعرض لكل الأزمات التي عانت منها التقليدية ، فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشاكل الاقتصادية ستكون عبء جديد يضاف للأعباء السابقة .

ثانياً : منهج الأصالة والابتكار : ويتمثل في البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات التي تناسبها على وفق الضوابط الشرعية ، وهذا المنهج يتطلب دراسة هذه الاحتياجات ، والعمل على تطوير الأساليب التقنية اللازمة لها ، لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية ، ووضع أسس واضحة لهندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية ، وقد ذكرنا بأن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة ، لكنه أكثر جدوى وأكثر إنتاجية ، لأن التكلفة غالباً تكون عالية في بداية العمل ثم بعد ذلك تنخفض ، كما أن هذا المنهج **Approach** يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية ، ويسمح لها بالاستفادة من المنتجات التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية ، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية ، ولضمان نجاح هذين المنهجين في تطوير منتجات الصناعة المالية الإسلامية ينبغي تقوية البنية التحتية لها ، من خلال القيام بمجموعة من الإجراءات التي تعود بالفائدة على المنتجات المالية الإسلامية وتتمثل بالآتي :-

1 - إيجاد مراكز مختلفة داخل المجلس العام للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ، مثل مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي مع العملاء ، ومركز اعتماد التدريب المالي الإسلامي ، ومركز المنتجات المالية الإسلامية ، ومركز المعلومات والدراسات المالية ، ثم ربطها بالهيئة الشرعية لتكون المرجعية العليا لكل هذه المراكز .

2 - إنشاء مراكز للبحث والتطوير تشترك في رأسماله جميع المراكز والنوافذ المالية الإسلامية ، وتطوير سياسات تسويق المنتجات لتلبية احتياجات المسلمين وغير المسلمين .

3 - خلق البيئة **Environments** الملائمة في المؤسسات المالية عبر تحفيز الموظفين وخلق ثقافة الإبداع والابتكار، وإقرار مبدأ الحماية الفكرية لمنتجاتها المبتكرة لتستفيد منها مادياً وتشجعها على التطور والابتكار .

4 - إيجاد قاعدة علمية مشتركة للاجتهد الجماعي وتوحيد الفتاوى وإعداد وتأهيل الأطارات اللازمة التي تجمع بين الجوانب الفقهية والاقتصادية .

المبحث الرابع : منتجات الهندسة المالية الإسلامية8 - 4 - 1 : الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الشرعية)8 - 4 - 1 - 1 : تعريف الصكوك الشرعية

قدمت الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من الأدوات التي تعتمد مبدأ إدارة السيولة بالمؤسسات المالية بعيداً عن علاقة الدائن بالمدين **Relationship of creditor to debtor**، وتُعدّ الصكوك بدائل للسندات المعتمدة على الفائدة ، وتُعرّف (بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع استثماري معين ، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب واستخدامها في الغرض الذي أصدرت من أجله) ، وعليه فهي أداة ملكية ولأصحابها نصيب في الأرباح ، وإن صيغ التمويل الإسلامية قد لا تسد الحاجة كاملة بسهولة ، وأنها بحاجة للمزيد من التطوير ، بما يكسبها قدرأ أكبر من المرونة ، ولعل ابلغ مشاهد على ذلك أنها لا تتيح المجال بقوة واتساع لكل صاحب فائض مالي **Financial surplus** يريد توظيفه مهما كان حجمه ، وفي الوقت ذاته لا تمنحه القدرة القوية ، وقد تحل فكرة الصناديق التمويلية بعض هذه المشاكل، ولكن الأمر ما يزال في حاجة إلى أسلوب أقوى لمواجهة هذه التحديات وهنا ظهرت صيغة الصكوك المالية لمواجهة هذه التحديات، لأن الصكوك الإسلامية ليست بديلاً للصيغ السائدة، وإنما أسلوب متطور للتعامل بها، ويمكن الإشارة إلى أهمية هذه الصكوك بالآتي :-

1 - يمكن اشتراك أكبر عدد ممكن من أصحاب الفوائض في تمويل المشاريع .

3 - يتيح لحامل الصك تداوله والتخلص منه ببسر وسهولة في ضوء بعض الضوابط .

4 - يتييسر للإدارة فكرة الموائمة الزمنية بين الموجودات والمطلوبات

.Assets & liabilities

5- تيسير من حسن تخصيص الموارد وتنويعها بين القطاعات الاقتصادية.

6 - تُعدُّ تطويراً لإسلوب السندات الربوية السائدة كما إنها تُعدُّ مكملاً لإسلوب الأسهم .

8 - 4 - 1 - 2 : أنواع الصكوك الشرعية

أ - صكوك المقارضة (المضاربة) : اتفاق بين طرفين يشترك الأول

برأس المال ويشترك الثاني بالعمل ، وتوزع الأرباح بحسب الاتفاق بينهما ، وهي بذلك تختلف عن الربا لأن العائد غير محدد سلفاً كنسبة من رأس المال وإنما نسبة من الأرباح ، وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق ، كما أنها قابلة للتداول لأنها تمثل محلاً لأصل يعمل في نشاط معلوم وتطبق عند التداول الأحكام الآتية : -

- إذا صار مال المقارضة بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً ، فإن تداول الصكوك يعد مبادلة نقد بنقد تطبق عليه أحكام الصرف .

- إذا صار مال المقارضة ديوناً يطبق على الصكوك أحكام التعامل بالديون.

- إذا صار مال المقارضة موجودات بين النقود والمنافع، فيجوز تداول الصكوك على وفق السعر المتفق عليه .

ب - صكوك المشاركة : لا تختلف عن صكوك المقارضة ، إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك ، ومن تطبيقات صكوك المشاركة أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة ومالكي الصكوك من طرف آخر، لتمويل شراء عقارات مثلاً ، تديرها جهة متخصصة وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم .

ج - صكوك المرابحة : بيع السلعة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه البائع والمشتري **Seller & buyer** ، وان إمكانية استصدار صكوك المرابحة ممكناً فقط في حالة السوق الأولية ، بينما تداولها في السوق الثانوية يعد مخالفة للشريعة ، لأن بيع المرابحة قد يكون مؤجلاً وبالتالي فإنه يعد ديناً وبيع الدين لا يجوز شرعاً .

د - صكوك الإجارة : صكوك متساوية القيمة تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية ، وتعد أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى ، كالأسهم مثلاً ذلك انه يمكن التنبؤ بعوائد الورقة المالية محل الإجارة ، وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات **Expenses** العين المؤجرة ، وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة ، فيمكن أن تكون مثلاً في مجال صناعة الطائرات ، العقارات السكنية ، المصانع ، أنواع المنقولات المختلفة وغيرها .

هـ - صكوك السلم وصكوك الاستصناع : تعني صكوك السلم بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل ، والسلعة معجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة لا تزال في ذمة البائع ، لذلك تعد هذه

الصكوك غير قابلة التداول ، وهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق **Due date** ، أما صكوك الاستصناع فهي في حقيقتها كصكوك السلم ، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل ، والسلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة ، إلا انه يجوز تأجيل ثمنها ، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم ، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع .

و - صناديق الإستثمار

هي عبارة عن تجميع أموال عدد من المستثمرين وإدارتها عن طريق مدير الإستثمار ويتم استثمار هذه الأموال في عدة أشكال مثل (الأسهم ، السندات ، أدوات سوق النقد أو العقارات أو المعادن النفيسة) ، وصناديق الإستثمار **Investment funds** تلائم المستثمر الذي لا تتوفر لديه الخبرة الكافية أو الوقت لمتابعة استثماراته ، حيث تتوافر لدى مدير الإستثمار الخبرات اللازمة لتحقيق أقصى فائدة ممكنة على إستثمارات الصندوق ، فضلاً عن أن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصندوق تعدّ أقل من تلك التي تواجه من يستثمر أمواله في السوق مباشرة ، حيث أن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي تحتفظ بها الصناديق تخفف من الآثار التي قد يخلفها تراجع أي من هذه الأدوات على الأداء الكلي للصندوق .

وتعرف صناديق الإستثمار أيضاً على انها مؤسسات مالية تتميز بالسيولة ذات طبيعة وأغراض خاصة يتم عن طريقها تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية ، لقاء عمولة معينة وهي بمثابة أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة ،

على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية ، ولتكوين محافظ استثمارية متنوعة ، وتعدّ صناديق الاستثمار من الأساليب الحديثة للاستثمار الإسلامي والتي تقوم فكرتها على عقد المضاربة ، ويكون للمشارك في صندوق الاستثمار الخيار أما الحصول على الدخل المتحقق من استثماره بصورة منتظمة ، بواقع مرة أو مرتين في العام أو إعادة تدوير هذا الدخل **Income** واستثماره في الصندوق ، وعادة ما يكون سعر الوحدة في صناديق الاستثمار غير المدرة للدخل أعلى ، لان العائد على الاستثمار يستخدم في شراء وحدات إضافية ، وهذا النوع من صناديق الاستثمار يلاءم المستثمرين الذين لا يحتاجون إلى الدخل المتحقق للنمو في رأسمالية المستثمر من خلال زيادة سعر الوحدة .

8 - 4 - 1 - 3 : ايجابيات وسلبيات الصكوك الإسلامية

أولاً : ايجابيات الصكوك الإسلامية

1 - تُعدُّ من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة وتلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام، وتمثل البديل الإسلامي **Islamic Alternative** للسندات في النظام التقليدي ، وهي تصدر مقابل أصول عقارية أو أوراق مالية ذات عائد ، وتكون على مدى متوسط أو طويل الأجل .

2 - تقدم فرصة لأصحاب الفوائض المالية لاستثمار أموالهم ، الراغبين في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها، لأن هذه

الصكوك تتوافر لها سوق ثانوية تباع وتشتري فيها، فكلما احتاج المستثمر إلى أمواله ، جاز له أن يبيع ما يملكه من صكوك، ويحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل والربح جميعا .

3 - إتاحة الفرصة أمام المصارف المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وعلى وفق المنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، وخفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.

4 - تساعد الصكوك الإسلامية في تحسين ربحية المؤسسات المالية ، لأن عمليات إصدارها تُعدُّ خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها ، كما أنها أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق المالية لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات .

5 - المساهمة **Contribution** في تعبئة رأس المال لتمويل المشاريع الاستثمارية من المستثمرين ، من خلال طرح صكوك على وفق صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال **Capital** المشروع.

6 - تساهم في الحصول على السيولة لتمويل إنشاء مشروع استثماري او لتوسيع قاعدة المشاريع القائمة وتطويرها ، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في

الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات Savings لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، خلال طرح صكوك التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

7 - تعمل الصكوك الإسلامية على تحسين القدرة الائتمانية **Credit rating** للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.

8 - إن كثيراً من المؤسسات الكبيرة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من المصارف المحلية والإقليمية ، مما يجعل مهمة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة.

ثانياً : سلبيات الصكوك الإسلامية

1 - تضافرت الأسباب المتمثلة بمحدودية عدد الصكوك الإسلامية ، ورغبة مقتنيها في الاحتفاظ بها لتدر عائداً مضموناً ، وعدم وجود بديل لها في السوق المالية ، إلى عدم وجود سوق ثانوية ثابتة لهذه الصكوك ، ما جعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة قليلة من المؤسسات المالية والأفراد .

2 - من ضمن المخاطر الخاصة التي تقع على عاتق المؤسسة التي تصدر الصكوك الإسلامية هي مخاطر عدم كفاءة العميل أو عدم قدرته على السداد ، أو عدم وفائه بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها.

3 - مخاطر السوق سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد **Monetary market**، وأسواق رأس المال **Capital market** بسوقها سوق الإصدار وسوق التداول **Trading market**، ومخاطر سوق الأصول الحقيقية مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظراً لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب ، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

4 - مخاطر سعر الفائدة وتنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة في السوق المالية ، وهي تصيب الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة ، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار.

5- مخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة.

6 - مخاطر أسعار الأوراق المالية وتنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية **Securities price volatility** في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصنعة كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

7 - مخاطر التضخم وتنشأ نتيجة لانخفاض القوة الشرائية **Low purchasing power** للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية، والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

8 - مخاطر التشغيل الناجمة عن أخطاء بشرية ، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، كهلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ، وتندرج تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة ، فضلاً عن ضعف الرقابة الشرعية **Weak supervision of legitimacy** مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين وسمعة المؤسسة لديهم .

8 - 4 - 2 : المشتقات المالية الإسلامية8 - 4 - 2 - 1 : تعريف المشتقات المالية الإسلامية

يمكن للهندسة المالية التقليدية أن تتكيف مع أدوات التصاميم المالية الجديدة في الأسواق ، فعندما يتعلق الأمر بالتمويل الإسلامي، يمكن للهندسة المالية أن تحرز مكاسب خاصة يمكن وصفها بأنها تصاميم وابتكارات لا تخل بالشروط التي يحددها القانون الإسلامي ، فعلى الرغم من أهميتها في تنمية القطاع المالي ، لا تزال المشتقات المالية غير مشروعة في التمويل الإسلامي ، لوجود فجوة كبيرة بين المشتقات التقليدية وطريقة التداولات المالية الإسلامية ، كما أن كلا من هذين الطرفين لديه أساليب مختلفة في قضايا هامة مثل الفائدة والأرباح المالية المتداولة ، وقد سلطت الأزمة المالية العالمية الضوء على المشتقات ، فقد حفظت قواعد الشريعة ، المؤسسات المالية الإسلامية من الأزمة المالية التي اجتاحت العالم ، ونظرا لعدم وجود أدوات كافية للحماية ضد التقلبات في أسعار العملات **Currencies price** ، وأسعار الفائدة والسلع الأساسية ، أثارت قدرة المؤسسات المالية الإسلامية من أجل البقاء الشكوك تحت تهديد الاضطرابات المالية في المستقبل ، لذا تكافح المصارف الإسلامية من أجل تطوير أدوات تحوط فيما يتعلق في استخدام الهندسة المالية بسبب الاختلافات الفقهية ، وتعد المشتقات المالية التقليدية محرمة شرعاً ، وفي هذا الإطار انقسم الرأي الإسلامي حول المشتقات المالية إلى الآتي :-

1 - الفقه المحافظ : يرفض استخدام المشتقات المالية بسبب عدم مطابقتها لضوابط الشريعة الإسلامية وتسببها في الاختلالات في أسواق المال .

2 - الرأي الاصطلاحي : يرى انه يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية

الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس مزايا المشتقات المالية التقليدية وتكون متوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية.

ان إختلاف الرأي الفقهي حول المشتقات المالية يعود أساساً إلى تباين التفسيرات الفردية للعقود والأدوات المباحة واختلاط في المعلومات **Information** حول تقنيات المشتقات وهيكلتها ، فالعديد من صناع القرار والمتعاملين في السوق المالية ، يجهلون العديد من المشتقات ومعاملاتها مما يحول دون التوصل إلى فهم موضوعي لإيجابيات وسلبيات المشتقات ، وبالرغم من أن الضوابط الشرعية قد حمت المصارف الإسلامية من الأزمة المالية ، فهل بإمكان الصيرفة الإسلامية أن تكون منافسة بل وبديل للنظام التقليدي ، بدون شك لا يمكن هذا في ظل ما يتوافر من أدوات مالية قليلة تدعم المصارف الإسلامية في محيط متغير .

لذا يستدعي المحافظة على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية وضمان معاصرتها وتنافسها بخاصة ، الأخذ بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا لتلك التي تحققها الأدوات التقليدية وفي نفس الوقت تحقق المصادقية الشرعية ، لهذا يجب أن نعرف إن استخدام المشتقات المالية تحت تقنين إسلامي يمكن أن يجعلنا نستفيد من المزايا العديدة لهذه الأدوات ، ومنها قدرة المشتقات على تحويل الخطر وبالتالي تحقيق الاستقرار ، كما يمكن لها أن تحسن إدارة السيولة وزيادتها بتكلفة منخفضة والاستفادة من فرص استثمار **Investment opportunities**

- الأموال الإسلامية ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي ، ولتطوير مشتقات مالية إسلامية يجب أن تتوافر فيه الشروط الآتية : -
- 1 - يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية وأن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية .
 - 2 - يجب أن تحقق المنافع للمشتقات المالية التقليدية .

ثانياً : التكيف الشرعي لأنواع المشتقات المالية التقليدية

- يتمثل التكيف الشرعي للمشتقات المالية التقليدية في إطار الهندسة المالية الإسلامية في النقاط الآتية : -
- أ : عقود الخيارات : عقود تعطي لمالكها الحق وليس الالتزام بالبيع أو الشراء وهي محددة بتاريخ مسبق ومن أهم أنواعها خيار الطلب أو الشراء، وخيار العرض أو البيع، وتعد عقود الخيار محرمة شرعاً لما يأتي :
- 1- حق الاختيار حالاً أو لاحقاً متعلقاً بمال فلم يجوز بيعه .
 - 2- ما يتضمنه بيع عقد الاختيار من أكل المال بالباطل ، فيما إذا لم يتهيأ لمشتريه استخدامه بسبب عدم تغير الأسعار في صالحه .
 - 3- التعامل في عقود الاختيار قائم على الغرر .
 - 4- التعامل قائم على القمار والميسر بالنسبة لمشتري عقد الخيار وبائعه على السواء ، في الحالات التي تنتهي بالتسوية النقدية بين الطرفين .
 - 5- عقد الخيار يدخل في بيع الإنسان ما لا يملك إذا كان محرر الاختيار .
- ومن خلال الاستقراء يمكن أن يندرج عقد الخيار تحت تكيف فقهي بعيد عن الخلاف يتمثل في أن عقد خيار الشراء هو بيع العربون وعقد خيار البيع هو إلتزام أو ضمان أو كفالة وبحسب الآتي : -

أ - عقد خيار الشراء هو بيع العربون : خيار الشراء هو أشبه ببيع العربون وبيع العربون جائز ، ومثاله أن يشتري الفرد السلعة بألف دينار فيدفع جزء من ثمنها (عشرة دنانير مثلاً) ، ويقول للبائع إذا لم اشتر منك غداً فالدنانير العشرة لك ، ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي انه لا يستطيع أن يمتنع من تنفيذه ، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها ، وان هذا الرأي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرص والمشقة ، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم والسماح بإيقاع الضرر، والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر لتقلبات الأسعار وتدهورها ، وقياساً على حكم بيع العربون يمكن القول بجواز عقود الخيار للشراء إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى.

ب - عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة : يجوز أخذ الإجارة على الضمان أو الكفالة ، لقوة الأدلة بخاصة مع وجود معاملات مالية تبتعد بالكفالة عن عقود التبرعات **Voluntary contracts** ، ويتحقق من خلالها مكاسب لطرفي المعاملة ، وقياساً على الحكم يمكن القول بجواز عقود خيار البيع إذا سلمت من المخالفات الشرعية ، فصاحب الأوراق المالية الذي يدفع العمولة **Commission** مقابل أن يكون له الحق في البيع ، يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية ، بشراء إلتزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول ، وعليه يتمثل التكييف الشرعي التالي بإمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون وحكم خيار البيع على حكم الإلتزام أو الكفالة أو الضمان، وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر.

ب : العقود الآجلة : اتفاق بين طرفين لتسليم أصل محدد في الآجل وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ ، وتعدُّ المعاملات الآجلة محرمة شرعاً وذلك بحسب الآتي :-

- 1 - لما فيها من اشتراط تأجيل تسليم البيع كالأسهم وهو محرم شرعاً .
- 2 - تأجيل الثمن والمثمن وهو بيع الدين بالدين Sale of debt in dept وهو محرم شرعاً .
- 3 - ان غالب التعاملات الآجلة تجري على المكشوف وهو يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده .

هذا وان من أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة تتمثل في عقود السلم ، فإذا كانت السلعة مباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل مؤسسات مشروعة فان العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً ، وهناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم بتأجيل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة إلى أجل معلوم ، ومع ذلك فأنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور منها :-

1 - رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين فيه مؤجلان .

2 - انه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

ج : العقود المستقبلية : عقود يتم فيها الإتفاق على الأصل وسعره وكميته عند إبرام العقد ، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في المستقبل ، فالعقد المستقبلي عقد على أصل موصوف في الذمة مؤجل بثمن مؤجل ، وتنقسم

العقود المستقبلية إلى العقود المستقبلية على السلع وعلى الأوراق المالية وعلى المؤشرات وفيما يلي الحكم الفقهي لكل منها : -

1 - العقود المستقبلية للسلع : لا يجوز إبرامها وذلك لما يأتي : -

- تأجيل الثمن والمثمن وهذا لا يجوز .

- ربا النسئة وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة .

2- العقود المستقبلية على الأوراق المالية : وفيها العقود المستقبلية على الأسهم وعلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكلاهما محرم للأدلة الآتية :

أ - **العقود المستقبلية على الأسهم** : لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على الأسهم وذلك بحسب الأدلة الشرعية الآتية : -

- تأجيل تسليم الأسهم أي تأجيل المبيع المحدد وهو غير جائز شرعاً .

- يتم تأجيل الثمن والمثمن وهو لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين.

- لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقداً مستقبلياً فيكون بائعاً لما هو مملوكاً لغيره .

3 - **العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت** : وتعرف

أيضاً بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة وحكمها الفقهي هو التحريم وذلك لما يأتي : -

أ - في ذلك بيع الدين لغير ما هو عليه بثمن مؤجل ، وهو غير جائز لما فيه من بيع الدين بالدين المنهي عنه .

ب - الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود وإذا بيعت بنقود كما كان ذلك صرفاً لم تتوافر فيه شروطه فكان حراماً .

4 - العقود المستقبلية على العملات : محرمة شرعا بحسب الآتي : -

أ – يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه .

ب – ما في هذه العقود من ربا وهو ربا النسيئة .

ج – ما في هذه العقود من قمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية والمحاسبية على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم والتسلم منوياً للمتعاقدين .

ومن أوجه التكييف لعقود المستقبلات اعتبارها في إطار عقد الإستصناع ، وهو عقد مع صانع Maker على صنع سلعة معينة في الذمة ، كعمل مكتب أو مقاعد الخ ، وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع ويكون هذا المعقود عليه هو العمل Labor فقط ، لأن الإستصناع طلب الصنع وهو العمل ، فإذا كانت المادة الأولية ، كالأخشاب مثلاً من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إيجارة لا استصناعاً .

ثالثاً : آراء المؤيدين والمعارضين حول المشتقات المالية**1 : آراء المؤيدين للمشتقات المالية**

تُعدُّ المشتقات المالية أداة هامة للتحوط تستخدم لنقل المخاطر من المؤسسات التي لا ترغب بتحمل المخاطر إلى المؤسسات القادرة على تحملها ، كالمؤسسات المالية وبيوت السمسرة دون أن يترافق ذلك بنقل ملكية الأصل ، وبذلك تكون قد ساهمت في رفع إنتاجية Raise productivity هذه المؤسسات التي لا ترغب بتحمل المخاطر ، كما أن المشتقات المالية توفر للمستثمرين فرصاً للأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي والذي يتحقق باستخدام ما يعرف بالهامش ، كما ينفع

أسلوب التغطية بواسطة المشتقات الحد من مخاطر الإفلاس ، فمثلا لو كان مصرف تجاري يقدم قروضا متوسطة أو طويلة الأجل بأسعار فائدة ، في الوقت الذي تتغير فيه أسعار الفائدة على الودائع ، يمكنه أن يتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع إلى مستوى قد يفوق سعر الفائدة على القروض ، ويتم ذلك من خلال اللجوء إلى المقايضات **Swaps** لأسعار الفائدة الثابتة بسعر فائدة متغير ، ومما ورد آنفاً يرى المؤيدون بأن المشتقات المالية يمكن ان تستخدم كأداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة ، وتقوم المشتقات المالية بتزويد المتعاملين بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم ، وتخطيط التدفقات النقدية **Cash flow planning** عند العمل في ظروف التأكد التام ، وتأمين أفضل الفرص للمضاربة ، وتيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد ، والسرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية ، واستخدام المشتقات بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لمدة زمنية طويلة ، وتشجيع الحكومات المحلية **Encourage local government** لأسواق المشتقات كعنصر جذب لرؤوس الأموال الأجنبية .

2: آراء المعارضين للمشتقات المالية

يستدل المعارضون للمشتقات المالية على أنها مرفوضة من الناحية القانونية أو الاقتصادية ، بحسب القانون فإن العقود الآجلة والتي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام ، ومن الناحية الاقتصادية فإن هذا التعامل لا

يختلف عن القمار لأنه لا يولد أي قيمة مضافة بل مبادرة يربح منها طرف ويخسر آخر، بل قد يكون أسوأ أثرا من القمار، لأنه يتعلق بأصول مهمة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس ، وبالرغم من الادعاء أن المشتقات هي أداة للتحوط ، فإن المعارضين يرون أن المشتقات هي أداة للمجازفة والرهان على تقلبات الأسعار، وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة على وفق الإحصائيات الرسمية Official statistics أكثر من (97%) من إجمالي العقود ، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من (3%) فالمشتقات أذن أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط .

كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية ، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع ، وهذا هو ما يجعل المشتقات هي أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة ، ولا خلاف بين المؤيدين والمعارضين Proponents & opponents على أن المشتقات هي مبادلات صفرية ، لكن المؤيدين يقولون أنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد ولكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد ، ومن ثم ينتفع جميع الأطراف ، وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنبا إلى جنب مع النشاط الحقيقي Real activity المنتج ، لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي ،

والسبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي ، بل تقتصر على تبادل المخاطر ، وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة **Wealth** ، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي ، وهذا هو الحاصل بالضبط ، ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج ، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي ، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعاً لذلك.

8 - 4 - 3 : التوريق الإسلامي (التصكيك)

أولاً : تعريف التوريق الإسلامي (التصكيك)

يتمثل التوريق **Securitization** ببيع أصل مملوك لأفراد بواسطة مؤسسة التوريق إما بشرائها لهذا الأصل ثم إعادة بيعه لحملة الصكوك أو قيامها بعملية البيع مباشرة إليهم بصفتها وكيلة عن المالك في بيع أصل مملوك لمؤسسة التوريق، أو الاتفاق مع مؤسسة التوريق لتجزئ قيمة الأصل إلى مبالغ صغيرة يتم إصدار صكوك بها على المستثمرين للإكتتاب أي شراء هذه الأوراق والتي تمثل وثيقة لكل منهم بحق في ملكية شائعة فيما بينهم الأصل، والحصول على الربح المتولد منه، ومن ثم فالتوريق كالبيع حلال وتحت رقابة الهيئات الشرعية .

وان ذم البيوع المؤجلة والتي تتكون من ذم المرابحات وذم السلم والاستصناع وهي المبالغ التي للمؤسسة في ذمة العملاء ، وبالنظر في مدى جواز توريقها ، فبالنسبة للإصدار الأول ، الذي يعني تدبير موارد

مالية للقيام بهذه العمليات من خلال طرح المؤسسة صكوكا لتجميع أموال لإستخدامها في تمويل عملية مرابحة أو سلم أو استصناع , فهذا جائز شرعاً لأن العملية تتمثل في أن المصرف الإسلامي يريد الدخول في عملية مرابحة مثلاً بمبلغ مليار دينار وليست لديه سيولة كافية فيقسم هذا المبلغ إلى فئات ، ولتكن بمائة دينار ويصدر بكل منها صكوك مرابحة لتجميع المبلغ من المستثمرين ثم يشتري السلع ويبيعها مرابحة للعميل وبالتالي يكون حملة الصكوك شركاء على الشيوخ في ملكية سلعة المرابحة ولهم حق في الثمن الذي يزيد عن تكلفة الشراء ، ومن ثم يستردون أموالهم عند التحصيل من المشتري متضمنة نصيبهم من العوائد **Returns** ، وان عملية التوريد الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية ، كذلك يمكن الاستفادة منها في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية ، فعملية التوريد إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل التي يمكن الاستفادة منها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة ، إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف المؤسسات .

كما وإن التوريد يبنى على عملية نقل الأصول محل التوريد من المؤسسة البائدة للتوريد إلى مؤسسة التوريد ، وأن الطرق المحددة لذلك ثلاثة : حوالة الحق ، والتجديد ، والمشاركة الفرعية ، وتبين أنها كلما تدور حول نقل الدين من الدائن الأصلي إلى الدائن الجديد ثم عملية إصدار سندات ، بهذا الدين بواسطة مؤسسة التوريد وبيعها للمستثمرين **Investors** الذين يحق لهم بيعها لآخرين وباستمرار عن طريق التداول في الأسواق المالية ، فموقف الفقه الإسلامي من هذه الطرق يتمثل بالآتي : -

1 - بالنسبة لطريقة حوالة الحق : تكيف قانوننا إن كانت بعوض على أنها بيع الدين لغير من هو عليه نقدا .

2 - بالنسبة لطريقة المشاركة الفرعية : أساسها تقديم قرض Loan بفائدة من المصرف المشارك للبادئ بالتوريق على أن يسدد مما يحصله الدائن الأصلي من مدينيه .

3 - بالنسبة لطريقة التجديد : تدخل في إطار بيع الدين لغير من هو عليه .

وإذا نظرنا إلى الموقف الفقهي من هذه الطرق نجد أن الطريقة الثالثة تتضمن قرضا بفائدة ربوية وهذا محرم شرعا , وأنها تشترك مع الطرق الأخرى في كون حملة السندات يتداولونها في الأسواق المالية ومن ثم تنطوي أيضا على عملية بيع الدين لغير من هو عليه ، وتبرز أهمية التوريق كونه يُعدُّ من منتجات الهندسة المالية ، كما ويُعدُّ عملية تمويلية متطورة ، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة الإجارة والمشاركة والمضاربة ، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول ، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المرابحة والسلم والاستصناع ، والتي تزيد حجم التعامل بها على الرغم من حداثتها على (180) مليار دولار ، وتتوسع يوما بعد وتتعامل بها بعض الدول الغربية .

أما الحكم الشرعي فإنه يدخل التوريق التقليدي في باب الديون ، فإذا بيعت محفظة القروض لمن عليه الدين فيشترط الفقهاء لجواز ذلك ان تدفع قيمة الدين حالا (نقداً) لا على سبيل الأجل ، أما إذا بيعت محفظة القروض **Loan portfolio** لغير من عليه الدين ، فقد إتفق الفقهاء على

عدم جواز ذلك على سبيل الآجل ، أما إذا تم البيع حالاً فيرى جمهور الفقهاء عدم جواز ذلك ، فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعاً فهو في حقيقته بيع كالي بكالي (بيع الكالي وهو بيع الدين بالدين مثلاً ان يكون عند زيد دين ويبيعه على عمر بالدين أو يبيعه على من هو عليه الدين لما في ذلك من الغرر وعدم التقابض) ، كما إن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها وهذا يقع في دائرة الربا المحرم .

ثانياً : طرق التوريق الإسلامي

إذا كان على المؤسسة المالية ديون في ذمتها للغير ، وترغب في

عدم وفائها بالتزاماتها نقداً لعدم توافر السيولة الكافية **Sufficient**

liquidity لذلك يمكن تتبع احد الطرق الآتية : -

1 - تحويل تلك الديون إلى أسهم وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصاً من موجودات تلك المؤسسة ويسري عليها ما على بقية أسهم المؤسسة .

2 - إذا كانت المؤسسة المالية تمتلك سلعاً عينية كالسيارات أو الآلات أو غيرها ، وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها **Storage & maintenance** ، فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين ، التخلص من مخزون سلعي **Commodity inventory** يمثل عبئاً مالياً وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها .

3 - إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات ، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية وإنما هي عين مملوكة مؤجرة تدر عائداً محدداً معروفاً .

ثالثاً : نقاط الإنتقاء والاختلاف بين التوريق في المؤسسات المالية التقليدية والإسلامية

1 : التسمية والهدف :

- تسمى توريقاً وتسنيدا في التقليدية لأن ما يصدر عنها أوراقاً مالية في صورة سندات بفائدة ، بينما تسمى في الإسلامية تصكيكاً لأن ما يصدر عنها صكوكاً .
- ان الهدف الأساس من عملية التوريق الحصول على سيولة نقدية في كلا النوعين من المؤسسات بجانب توفير وسيلة استثمار لحملة الصكوك .

2 : الأصول محل التوريق أو التصكيك :

- من حيث نوعها : في التقليدية ديون وفي الإسلامية أعيان أو منافع أوهما معا .
- من حيث هيكل الموجودات القابلة للتوريق : يتكون من بند واحد في التقليدية وهو الديون ، بينما يتعدد في الإسلامية بتعدد بنود التمويل والاستثمار من إجارة ومشاركة ومضاربة الخ .

3 : من حيث الخطوات :

تتفق خطوات عملية التوريق في كل منهما من اقتناء الأصل محل التوريق ، ثم النقل لمؤسسة التوريق ثم إصدار الأوراق أو الصكوك ثم تلقي الاكنتاب فيها ثم توزيع العائد ثم التصفية .

4 : حقوق حملة الصكوك :

- تمثل ديناً على المصدر في التقليدية وفي الإسلامية وثائق يحق في ملكية .
- العائد : في التقليدية فائدة ربوية محرمة شرعاً ، وفي الإسلامية أجرة في حالة الإجارة وربحاً في حالة المشاركات والمضاربات .
- مخاطر التشغيل (الخسائر) : في التقليدية لا يتحمل حملة السندات بأية مخاطر من عدم قدرة المصدر على تحصيل الديون ، بينما في الإسلامية يتحملون بالخسائر في حالة تحقيق المشاركة أو المضاربة لخسائر وكذا في الاجرة في حالة الإجارة إن لم يوجد ضامن لها .

5 : عملية نقل الموجودات لشركة التوريق ومنها لحملة السندات والصكوك في التقليدية هي عملية بيع دين لغير من هو عليه بالنقد تحت مسمى حوالة الحق أو التجديد .

6 : تداول الأوراق المالية : في التقليدية يتم تداول السندات في السوق الثانوية بينما في الإسلامية يتم تداول الصكوك إن كانت تمثل ملكية أعيان أو منافع، أما الصكوك التي تصدر عن ذمم ببيع آجلة فلا يجوز تداولها شرعاً.

6 : الضوابط الشرعية : يراعى في التصكيك الضوابط الشرعية في جميع جوانب العملية أما في التوريق فلا يتم ذلك.

ثبت المصادر

- 1 - د. إبراهيم سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، <http://www.suwailem.net/BooksDetails>،
- 2 - انجازات الهندسة المالية ما بين المنظور التقليدي و الإسلامي ، www.giem.info/article/details/ID/605.VQBJ3uGG **NFp**
- 3- د.حاکم الربيعي وآخرون ، المشتقات المالية ، الطبعة الأولى ، (الأردن ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، 2011)
- 4- د.حسين محمد سمعان، د.موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، (عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009) .
- 5- أ.خنيوة محمد الأمين وأ.حنان علي موسى، (منتجات الهندسة المالية الإسلامية)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة
- 6- زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، الطبعة الثانية، (الأردن ، دار وائل للنشر، 2002) .
- 7- سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، الطبعة الأولى ، (الإسكندرية ، دار النشر للجامعات ، 2005) .
- 8- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، (الأردن، دار الراية للنشر والتوزيع، 2009) .
- 9 - د.شوقي أحمد دنيا ، الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة الأولى ، (مصر ، الإسكندرية ، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع ، 2013) .
- 10- عدنان هادي جعاز الشطب ، الدور التنموي للمصارف الإسلامية في بلدان مختارة (السعودية – ماليزيا – العراق) ، جامعة البصرة ، الإدارة والاقتصاد ، رسالة ماجستير ، 200 .

- 11- عنايات النجار، وفاء شريف ، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى،(مصر،المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006).
- 12 - د. غالب عوض الرفاعي،د.عبد الحفيظ بلعربي،اقتصاديات النقود والبنوك،الطبعة الأولى،(الأردن،دار وائل للنشر والتوزيع، 2002).
- 13- د. فتح الرحمن على محمد صالح ، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية ، اتحاد المصارف العربية 2008 .
- 14- د.فريد النجار ، التمويل المعاصر ، الطبعة الأولى ، (الأردن ، دار الجامعية للنشر والتوزيع ، 2009) .
- 15- د.محمد أحمد حلمي الطوابي ، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، الطبعة الأولى ، (مصر ، الاسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2011) .
- 16- د.محمد البلتاجي، "الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي"،
http://www.bltagi.com/dawabet_eltamweel.h (1)
tm(20/03/2006)
- 17- د.محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، القاهرة ، مصر، 1977 .
- 18 - مدلول العارضي،الإدارة المالية المتقدمة،الطبعة،(عمان ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، 2013) .
- 19 - محمد محمود العجلوني،البنوك الإسلامية،الطبعة الأولى،(عمان،دار المسيرة للنشر والتوزيع ،2008).
- 20 - د.منير إبراهيم هندي،الفكر الحديث في إدارة المخاطر:الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات،الجزء الثاني،(مصر،توزيع المعارف،2003)
- 21- نهلة أبو العز ، ((صناديق الاستثمار تتوود للمدخرات)) ، مجلة الأهرام الاقتصادي ، البورصة المصرية ، مصر ، 2005، العدد 439 .