# الهندسة المالية الإسلامية

المدرس المساعد باقر كرجي حبيب الجبوري
جامعة القادسية /كلية الإدارة والاقتصاد/ قسم الاقتصاد

---

## المقدمة :-

تشكل مظاهر انشطار المجتمع في كل مرحلة من مراحل تطوره إلى وحدات عجز ووحدات فائض واضحة للعيان ولو أن الإنسان والمؤسسات التي شكلها ، قد تجاوزت أنانيته لامكن التفكير في تعميم مشروع القرض الحسن الخالي من الفوائد الربوية كإطار عام لحركة المال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز لكن الأنانية الإنسانية وحب المال الجم أدى إلى قصور هذا المشروع في ردم أفوه بين هذين الشطرين لاسيما بعد الحاجة إلى طلب المال ليس لإغراض إشباع حاجاته الضرورية فحسب بل لغرض تحقيق الربح جراء استثمار المال استثمارا امثل من قبل وحدات العجز وباستقراء التاريخ كان الإطار العقائدي للعلاقة بين وحدات العجز والفائض في معظم المجتمعات يتم في ظل الإقراض ألربوي على الرغم من تحريمها في الأديان السماوية وآخرها الرسالة الإسلامية التي جد مشرعوها في التفتيش عن صيغ عقائدية ( إسلامية غير ربوية ) جديدة بديلة عن المعاملات الربوية وعلى هذا الأساس فقد عبرت شركات التمويل الإسلامية عن الأطر العقائدية التي تتجاوز العلاقة الربوية والغرر والنجش والقمار لتجعل من الممول شريكاً فاعلاً وجدياً في النشاط الاقتصادي، قادر على المخاطرة في كسب الربح المشروع، وبالنظر لتداعيات الاستعمار بكل اشكالة تم الترويج والتسويق إلى مفردات ربوية كبديل يمكن الاستعانة به من خلال إسهامات التكنولوجيا وفنون الإدارة الحديثة لما جاءت به من معطيات في وقت اندثرت فيه الشركات الإسلامية وغاب معها فقه المعاملات عن واقع الحياة العملية، الا انه بفضل الصحوة التي شهدها العالم الإسلامي في النصف الثاني من القرن العشرين التي أفضت إلى انبثاق مؤسسات مالية إسلامية وجد فيها المسلمين ضالتهم كبديل عن المؤسسات الربوية وكمظهر لتأصل الهوية الإسلامية.

---

ولما كان الابتكار في أدوات المؤسسات المالية الإسلامية قائما على الأدوات البسيط وخاليا من الهندسة المالية فان لعودة رؤوس الأموال المهاجرة من البلدان الإسلامية لاسيما بعد إحداث (١١ أيلول ٢٠٠١ ) من جهة ، وللحاجات المتزايدة لدى مستثمري هذه البلدان إلى صيغ ابتكاريه جديدة فرضتها إجراءات التحديات العالمية بما فيها العولمة المالية والمصرفية من جهة أخرى، الأمر الذي أدى إلى ابتكار أدوات مالية جديدة للتمويل الاستثماري وفق الصيغ الإسلامية والتي تتمثل بالأدوات التمويلية المركبة (السلم والسلم الموازي ،الإجارة المنتهية بالتمليك والمرابحة مع الوعد بالشراء)والأدوات الاستثمارية المتمثلة بـ(حساب الاستثمار القائم على المرابحة العكسية ، الصكوك الإسلامية وصناديق التحوط والمشتقات المالية.

## أهمية البحث

جاءت أهمية البحث في معرفة الهندسة المالية الإسلامية واهم منتجاتها التي تطابق ضوابط الشريعة الإسلامية.

# المبحث الأول

# الهندسة المالية الإسلامية

### أولا :- مفهوم الهندسة المالية

ظهرت الهندسة المالية **Financial Engineering)** للوجود في نهاية عقد السبعينات من القرن الماضي بهدف خدمة المؤسسات المالية في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة تلك المؤسسات .

ففي المملكة المتحدة كانت بداية ظهورها عندما فتحت المصارف إدارات لمساعدة مؤسسات المال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال.

ولتحديد مفهوم الهندسة المالية هناك عدة تعاريف تختلف باختلاف وجهات نظر الباحثين وفيما يلي استعراض لتلك التعاريف مع بيان التعريف الأكثر شمولا .

١ - يعرف البعض من الاقتصاديين الهندسة المالية بأنها (دراسة كيفية ابتكار أدوات مالية وظيفية كالسندات القابلة للتحويل ،التوكيلات ،المقايضات[١].

وعند التفحص في هذا التعريف نرى انه قد حدد الهندسة المالية بالابتكار في حين أنها تشمل أعادة هيكلة أو تشكيل ما موجود من قبل وليس بالضرورة ابتكار جديد .

٢ - ومن وجهة نظر البورصات فهي تستخدم( لوصف تحليل البيانات المحصلة من البورصة بطريقة علمية ويأخذ مثل هذا التحليل شكل النماذج الرياضية المالية ،وكثيرا ما تستخدم الهندسة المالية في البورصات لاسيما في عقود الخيارات والمستقبليات )[٢]

٣ -وتعرف الهندسة المالية (بأنها التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية وهي ليست أداة بل المهنة التي تستعمل الأدوات.[٣]

٤ -وتعرف الإدارة المالية للمؤسسات الهندسة المالية بأنها( وصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للشركة وتتضمن نشاطات( تعظيم قيمة المنشأة ، أدارة محفظة الأوراق المالية، التفاوض حول التمويل، أدارة التحوط، تنظيم صفقات البيع والشراء بالشكل الذي يحافظ على مصلحة الزبون والمورد والشركة على حد سواء)[٤]

٥ - وعرفت بأنها( تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة ،وتقدم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات الاقتصادية المالية ولا يقتصر دورها على المنتجات الجديدة فحسب بل يمتد كذلك إلى محاولات تطويع أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال)[٥]

ومما تقدم بالإمكان استنباط تعريف شامل للهندسة المالية بأنها (التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات مالية مبتكرة ،وصياغة الحلول ألإبداعية لمشاكل التمويل )، وأهم ما يميز هذه الأدوات ما يأتي:

١ - أنها تقلل تكاليف الوحدات المختلفة الفاعلة.

٢- تساعد على تقاسم المخاطر بطرق جديدة وإبعاد جديدة.

٣- التغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغيير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل السوق المالية في قطر دون الأخر.

فضلا عن ذلك يمكن أن ينحصر مفهوم الهندسة المالية في كونه توليد (خلق) أدوات مالية جديدة لتلبية احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتزايد والمتجدد الذي تعجز الطرق التقليدية عن الإيفاء بها وكان من الأسباب التي آدت إلى ظهور هذا المفهوم في مجال الأسواق المالية هي[٦] :-

١- أن مؤسسات الوساطة المالية (من مصارف ، شركات تامين، شركات استثمار ،سماسرة....الخ ) تقوم بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ألا أن ظهور الاحتياجات المتجددة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة جعل من الصعب على هذه المؤسسات تلبية رغبات المشاركين في أسواق المال ، لذلك ظهرت الحاجة لابتكار وإبداع وسائل جديدة لتلبية هذه الاحتياجات بأقل التكاليف .

٢- تطور تكنولوجيا الحاسوب احدث ثورة في القطاع المالي سواء في حدوده ومفهومة أم طريقة عمله ، ويمكن تحديد تأثير تطور تكنولوجيا الحاسوب بالمحاور الثلاثة الآتية:[7]

أ-التأثير على أشياء أساسية في الأسواق مثل ماهية النقود .

ب-استحداث آلياتفرعية مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء.

ج-ظهور شبكة الاتصال (Net works) التي تساعد على تحويل الأسواق المالية العالمية المتعددة إلى سوق مالي واحد تنتقل فيه المعلومة بصورة سريعة ودقيقة والى ابعد مدى في العالم.

د- تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة واسعة من المشاركين في السوق الأمر الذي يمكن مصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بمساحة واسعة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة زاد الطلب عليها.

## ثانيا:- الهندسة المالية وانعكاساتها على بعض المتغيرات الاقتصادية

لاشك أن للهندسة المالية وأدواتها تأثير على العديد من المتغيرات الاقتصادية يمكن التعرض إليها في الفقرات الآتية:

١- أن من أولويات أهداف الأنظمة والسياسات الاقتصادية هو ضبط التعاملات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار، بينما الهندسة المالية بابتكارها وبحسب تعريفها أصلاً هو الخروج عن السائد المستقر، ومن ثم تعتبر سبباً لحدوث قدر من عدم الاستقرار .

ويزاد الأمر سوءاً حينما تتبنى المصارف المركزية موقفاً محابيا لهذا النوع من التعاملات ،على غرار موقف الاحتياطي الاتحادي الأمريكي من صندوق التحوط (LCTM)الذي تعثر عام ١٩٩٨حيث قرر التدخل لإنقاذه والتضافر مع أربعة عشر من المؤسسات المالية بضخ( ٣.٦ )مليار دولار لمنعة من السقوط[8] أضافه إلى ما أحدثته الهندسة المالية من أزمة الرهن العقاري وتداعياتها الحالية على الاقتصاد العالمي .

وكذلك تدخل الاحتياطي الاتحادي المركزي للولايات المتحدة الأمريكية بإنقاذ تلك المؤسسات المالية وفي هذه الحالة تصبح هذه المؤسسات المسؤولة عن الاستقرار هي التي تقدم الدعم للتعاملات والمنتجات المالية التي تعرقل أهدافها وتعيق تحقيق أهدافها الأساسية وعلى

الرغم من الآثار السلبية التي تتركها الهندسة المالية فإنها غالبا ما تكون نافعة ومفيدة أذا ما حققت المصالح المشروعة المتمثلة برفع الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ومن ثم تحقيق الرفاهية.

٢ - تؤدي الهندسة المالية في تطورها إلى تخفيض تكاليف المعاملات المالية الأمر الذي يؤدي إلى تسهيل تجارة وتبادل السلع والخدمات وبالتالي يؤدي في النهاية إلى التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية على المدى البعيد، الأمر الذي يدعم النمو الاقتصادي هذا من جانب ، ومن جانب أخر فأن انتشار المنتجات المالية الجديدة سيساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملا وكفاءة الأمر الذي يؤدي إلى تحفيز النمو الاقتصادي، ومن ألأمثلة على ذلك المشتقات المالية والتوريق، آذ مكنت هذه المنتجات من تجميع المخاطر التجارية أو تنسيقها حسب الحاجة . وبذلك أصبحت الأسواق المالية أكثر سيولة وأكثر عمقا وأصبحت الأسعار أكثر تنافسية .

وفي هذا الصدد يشير (Mason )إلى أن الهندسة المالية تسهم في تحسين مستوى الأداء الاقتصادي من خلال تحقيق كمال السوق ، وتخفيض كلفة المعاملات وسيولة السوق المالية وتخفيض تكلفة الوكالة[٩]

٣- وأخيرا يرى( Minsky) أن أدوات السياسة النقدية بما فيها نسبة الاحتياطي الإلزامي أو أعادة الخصم سوف لاتجدي كثيراً نظراً لقدرة الهندسة المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية إذ يمكن للمصارف أن تلجأ إلى إحدى أدوات الهندسة المالية للحصول على السيولة كعمليات " إعادة الشراء " أو اللجوء إلى الأسواق المالية للاقتراض باستخدام هذه الأدوات دون اللجوء إلى حجز احتياطي "الاحتياطي الإلزامي " [١٠] مما يشير إلى ضعف أداء السياسة النقدية في التأثير على الاقتصاد بالنظر للدور الذي تمارسه الهندسة المالية في التأثير على أدوات السياسة النقدية أو التنافس في أداء الخدمات المالية .

## ثالثا :- الهندسة المالية الإسلامية

أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل حلول تلبي الحاجات الاقتصادية فحسب بل جاءت بتفصيل مالا يحل من المعاملات المالية ، وهذا ينطبق مع القول (الأصل في المعاملات الإباحة مالم تعارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً) ، وعليه فان الشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار وإنما على العكس كان ذلك، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المباح متاح للجهد البشري في الابتكار والتجديد[١١]

ويمكن من خلال تتبع التاريخ الإسلامي أن استخدام الهندسة المالية جرى في الكثير من المعاملات المالية، ومن أمثلتها ، ماأجاب به الفقيه محمد بن الحسن الشيباني حين سئل عن مخرج للحالة التالية .-

أذا قال شخص لأخر، أشتري هذا العقار مثلا وأنا اشتريه منك وأربحك فيه وخشي أن اشتراه إلا يشتريه منه من طلب الشراء ، فقال الفقيه المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له ،ثم يعرضه على صاحبه ، فان لم يشتريه فسخ العقد ورد المبيع فقيل للفقيه الشيباني :- أرأيت أن رغب صاحبه – من طلب الشراء – في أن يكون له الخيار مده معلومة ؟ فإجابة :- المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة اكبر من مدة خيار صاحبه فان فسخ صاحبه العقد في مدة خياره استطاع هو الأخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه.[١٢] . أن المخارج التي أشار إليها الفقيه

الشيباني هي هندسة مالية بالمعنى الحديث (حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة بل وتستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا .

لكن ماهي الأسباب التي أدت إلى الحاجة للهندسة المالية الإسلامية ؟ أن معظم الأدوات المالية الإسلامية هي أدوات تم تطويرها منذ قرون مضت ، وهو مايعني انه تم تطويرها لتتماشى وحاجات تلك المجتمعات ، لكن بتعقيد الأسواق المالية وتنافسها أصبح من الضروري للمؤسسات المالية الاعتماد على الإبداع والابتكار في الأدوات المالية (الهندسة المالية ) لاستغلال التغيرات السريعة التي تحدث في بيئة الأسواق ومواجهة القدرة التنافسية للمؤسسات المالية التقليدية . وتبرز الحاجة في هذا المجال إلى حلول مالية أسلامية من عدة جوانب من خلال النقاط الآتية :- (١٣)

١ - أن قبول التعاملات التي تلبي الاحتياجات بصورة كفؤة اقتصاديا مرهون بانضباطة بقواعد الشريعة الإسلامية لذلك يتطلب هذا البحث والعناية الكبيرة للوصول إلى الهدف المنشود .

فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن حلول تلبي الاحتياجات المالية مع مطابقتها لقواعد الشريعة الإسلامية.

٢ -المعاملات المالية في الإسلام منها ما يتصف بالثبات كحرمة الربا والغرر والاحتكار ، و الإباحة (الحلال ) كالبيع . ومنها مايتصف بالتطور والمرونة فنقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، وسلع اليوم ليست كما يعرفه الصدر الأول في الإسلام ، لهذا كان لابد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور وان ينظر إلى التكييف الفقهي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي (١٤). ومن ثم أيجاد البدائل.

٣- وجود المؤسسات المالية التقليدية فرضت قدرا كبيرا من التحدي على المؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد حلول أسلامية تتفوق على البدائل التقليدية السائدة.

ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها ويجب أن تتقيد منتجاتها بشروط هي (١٥)

منتجات الهندسة المالية: هي الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لعملائها، وهي في الحقيقة عقود معاوضة تهدف للربح بالنسبة للمؤسسة المالية، وتقدم في المقابل خدمة، على شكل عين أو منفعة، للعملاء. لكن لكي تحقق المنتجات أهدافها فهي تتجاوز الجانب القانوني في التعاقد لتشمل التسويق ومتابعة العميل والتعرف على احتياجاته ومحاولة المواءمة بينها وبين حقوق المؤسسة ومصالحها وبالنسبة للمؤسسات الإسلامية فإن المنتجات يجب أن تستوفي جانباً آخر هو الضوابط الشرعية.

الضوابط الشرعية :هي همزة الوصل بين مبادئ الاقتصاد الإسلامي من جهة وبين الممارسة اليومية للحياة الاقتصادية من خلال منتجات الهندسة المالية من جهة أخرى. فالمنتجات المالية بالنسبة لمبادئ الاقتصاد الإسلامي كالمفاتيح للبناء وإذا كان الاقتصاد الإسلامي يمثل بناء شامخاً متناسقاً، فإن الدخول لهذا المبنى والانتفاع به يتطلب مفاتيح مناسبة لفتح أبوابه واستغلال مرافقه، وبدون هذه المفاتيح سيبقى هذا البناء مغلقاً. وهذه المفاتيح يجب أن تكون متناسبة مع الأبواب وإلا لم تؤد وظيفتها. والضوابط الشرعية هي"الأسنان" التي لا يمكن للمفاتيح أن تعمل بدونها.

ومن هنا تبرز أهمية المنتجات المالية الإسلامية القائمة على الضوابط الشرعية، فهي ترجمة عملية للقيم والمُثل التي جاء بها الإسلام بدون هذه المنتجات تظل المبادئ حبراً على ورق لا رصيد لها في الواقع، ويظل الواقع رهناً للأطماع الشخصية والنزعات الأنانية، ليس لأن الناس لا يحبون الخير والفضيلة، ولكن لأنهم لا يملكون حلقة الوصل بين القيم الفطرية النبيلة وبين التحديات العملية إذ أن هناك غياب واضح لتطوير المنتجات في الخطط الإستراتيجية والرؤية التي تحكم مسيرة المؤسسات الإسلامية في تقديم المنتجات بشكل مستمر فكيف يمكن التوفيق بين ذلك وغياب الدور الاستراتيجي لتطوير تلك المنتجات؟ والجواب يتلخص في المنهجية المتبعة عملياً لتطوير تلك المنتجات وبطريقتين رئيستين هما :-

الطريقة الأولى:- المحاكاة للمنتجات غير الإسلامية.

الطريقة الثانية:- البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء وتصميم المنتجات المناسبة لها.

فأما المحاكاة فهي الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة الإسلامية في الوقت الحاضر. وفكرتها البسيطة تكمن عندما يقوم المصرف التقليدي بتقديم القرض بفائدة، بينما يبحث المصرف الإسلامي هذا البديل من خلال الصيغ التي تنتهي إلى نقد حاضر بيد العميل مقابل أكثر منه في ذمته للمصرف.

وإذا كان المصرف التقليدي يقدم الوديعة لأجل فالمصرف الإسلامي يجب أن يجد صيغة تحقق النتيجة نفسها، بحيث يسلم العميل نقداً للمصرف الذي بدوره أن يضمن للعميل أكثر منه بعد مدة محددة، وهكذا فان المحاكاة تعني تحديد النتيجة المطلوبة من المنتج الإسلامي سلفا هي نفسها التي يحققها المنتج التقليدي الربوي، ثم يتم توسيط سلع (معادن أو أسهم أو غيرها) غير مقصودة لا للمصرف ولا للعميل، لمجرد الحصول في النهاية على النتيجة المطلوبة، وهي هنا النقد الحاضر مقابل أكثر منه، سواء كان المدين هو العميل أو البنك.

وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات (التي أثارت الكثير من الجدل وصدر بحقها قرارات مجمعية*) فإن المنهجية التي تتبعها قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات التقليدية الربوية. وهذه المنهجية لها مزاياها وسلبياتها.

## مزايا التقليد

فأبرز مزاياها[٩] السهولة والسرعة في تطوير المنتجات فلا يتطلب الأمر الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع وهذا بدوره يعني ضمان رواج المنتجات المقلدة إذا كان العملاء لا يقبلون المنتجات السائدة.

وبذلك يتضح كيف تقدم المؤسسات الإسلامية الكثير من المنتجات في الوقت الذي لا تعطي فيه أهمية إستراتيجية لتطوير المنتجات الإسلامية فالتقليد لا يتطلب الكثير من الوقت والجهد، ولذلك لا يستحق الأمر أي عناية خاصة وأتباع هذه المنهجية يعني عملياً أنه لا توجد أهمية إستراتيجية لتطوير المنتجات.

## سلبيات التقليد

إن ما يقابل المزايا للتقليد سلبيات كثيرة من أهمها ما يأتي :-

ا. أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة ابتداءاً والبعض للأسف يظن أن الالتزام بالشريعة يقتضي تعطيل العقل والمنطق وعدم البحث عن الفروق الفعلية بين المنتجات الإسلامية والربوية.

ب. وفي ظل المحاكاة تصبح الضوابط الشرعية عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية.

ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمّل المؤسسات المالية هذه التكلفة على العميل، لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات الربوية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

ج. بما إن المنتجات المالية التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها ، فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لهذه المشاكل ،الأمر الذي يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأمراض والأزمات التي تعاني منها الصناعة التقليدية.

إذ أن المنتجات البديلة عن القرض الربوي قد تنشا عنها نفس المشاكل التي تنشأ عن القرض ألربوي، كتغير معدلات الفائدة والحاجة لجدولة الدين وتداوله، ولهذا تجد المؤسسات الإسلامية نفسها مضطرة لمحاكاة أدوات الفائدة المتغيرة التي بدورها تستلزم محاكاة أدوات التحوط والمقايضة للفائدة (interest swap) السائدة في الصناعة التقليدية، كما تجد المؤسسات الإسلامية نفسها مضطرة أيضاً لمحاكاة أدوات جدولة الدين وتداول الديون وسائر المنتجات المتعلقة بها فالمنتج الربوي جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة فمحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها، وهو القرض بفائدة، يجر الصناعة الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعل الصناعة الإسلامية مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة للصناعة الربوية.

وعليه فإن كل المشاكل التي تعاني منها الصناعة الربوية ستنتقل بدورها إلى الصناعة الإسلامية. فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشاكل الاقتصادية التي يعاني منها العالم برمته، أصبح الأمر غير مبال فيه في مختلف بلدان العالم الإسلامي.

د. وإذا قررت بعض المؤسسات الإسلامية التوقف عن التقليد في منتصف الطريق حفاظاً على شخصيتها ومبادئها، وقعت في التناقض ووجدت نفسها في طريق مسدود، وأصبحت غير قادرة على المنافسة مع المؤسسات التي تمضي في عملية التقليد إلى نهايتها، والخروج من هذه الأزمة لا يكون بالتوقف في منتصف الطريق بل بسلوك طريق آخر من البداية والعمل على تغيير قواعد اللعبة أساساً، أما القبول بقواعد اللعبة التي وضعتها الصناعة الربوية ثم محاولة اللعب ضمن المعايير الشرعية، فهي محاولة محكوم عليها بالفشل مقدماً.

وما سبق لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الصناعة التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، فالحكمة ضالة المؤمن أنىوجدها فهو أحق بها . ولكن فرق بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم

عليه المنظومة الربوية ويجسد فلسفتها المناقضة للاقتصاد الإسلامي.

## الأصالة والابتكار

الطريق الثاني لتطوير المنتجات الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها والمختصون في التسويق يعلمون تماماً الفرق بين التقليد وبين الاستجابة لاحتياجات العملاء، فالأول مجرد محاكاة، أما الثاني فهو مصدر الإبداع والابتكار.

وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية والتكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية تطبيق المنتج، ثم بعد ذلك تنخفض التكاليف إلى مستوى التكلفة الحدية المعتاد ة في المنتجات المالية لكن المؤسسة التي تبادر أولاً تنجح في استقطاب نسبة أكبر من السوق ومن ثم تضمن جدوى طرح المنتجات الجديدة ابتداء.(١٠)

## التمويل والاحتياج الفعلي

كثيراً ما يتم الخلط بين الاحتياج الفعلي وبين الطلب الظاهر للعميل فمن يطلب من الصيدلية مثلاً دواء معيناً فهو يهدف إلى معالجة المرض أو الألم الذي ألمّ به، والدواء مجرد وسيلة كذلك الحال فيمن يطلب من المصرف قرضاً، فليست النقود هي الحاجة الفعلية التي يسعى لتحقيقها، بل هي مجرد وسيلة فالنقود لا تراد لذاتها وإنما لإتمام عمليات التبادل الفعلي، ولذلك كان التمويل وسيلة لإتمام التبادل الحقيقي.

فالتبادل هو الهدف والتمويل مجرد وسيلة له (كما سبق بيان ذلك في مقال سابق). وإذا كان التمويل بطبيعته مجرد وسيلة، فالعمل على تلبية الاحتياج الفعلي يستلزم دخول المصرف في ترتيبات مع مقدمي السلع والخدمات الحقيقية التي يحتاجها العميل فإذا كان العميل يحتاج النقد لسداد الرسوم الدراسية مثلاً، فيمكن للمصرف أن يبرم ترتيباته مع المؤسسة التعليمية بحيث لا يحتاج العميل أن يحضر إلى المصرف بل يتمم كل إجراءاته في الموقع دون الحاجة للحضور للمصرف وبذلك تصبح العملية أكثر كفاءة وأكثر إنتاجية وهذ ه العملية يمكن أن تتم من خلال الصيغ الإسلامية كالمرابحة أو الإجارة وفق الضوابط الشرعية، وبذلك يصبح التمويل أكثر مصداقية أيضاً.

وإذا كان العميل يحتاج النقد لسداد ديون سابقة فالكلام في الدائن كالكلام في المدين سواء بسواء فالدائن بدوره يحتاج النقد لينفقه إما لأغراض استهلاكية أو استثمارية، وفي الحالتين يمكن للمصرف أن يكون على استعداد لإتمام إجراءات التبادل وفق الصيغ الإسلامية. فالنقد في النهاية وسيلة للتبادل، وهذا يعني أنه يمكن عند توافر التقنية اللازمة الاستغناء عن النقد من خلال ترتيب إجراءات عملية التبادل مباشرة.

وربما كان من الصعب تحقيق هذا الهدف في الماضي لغياب التقنية الضرورية، أما اليوم فإن التقدم الهائل في تقنية الاتصال ووسائل إبرام العقود عن بُعد يعني أنه من السهل جداً إتمام كل العمليات اللازمة لإتمام التبادل وفق الضوابط الشرعة، وبذلك لا يحتاج العميل عم ليا ً إلى الحصول على النقد لأنه بإمكانه الحصول على الخدمات أو السلع التي سيتم إنفاق النقد مقابلها والاتجاه السائد عالمياً هو انحسار دور النقد السائل

في العمليات الاقتصادية، وسيصبح المجتمع في المستقبل مجتمعاً خالياً من النقد وفي مثل هذا المجتمع لا معنى للحصول على القرض بفائدة (أو المنتجات المقلدة له) لأن النقد لم يعد مطلوباً استقلالاً، ومن ثم يصبح التمويل المرتبط بالتبادل هو الأصل وهو النمط السائد

وهذا في الحقيقة هو المبدأ الذي يقوم عليه التمويل الإسلامي، وهو ربط التمويل بالتبادل مباشرة. فالمستقبل إذن هو للتمويل الإسلامي.

## المبحث الثاني
## المشتقات المالية أهم منتجات الهندسة المالية

لقد تزايدت أهمية صناعة الهندسة المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة إذ تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بمنتجات الهندسة المالية على اختلاف أنواعها خلال الفترة من ١٩٩٢-١٩٩٣ إلى ١٢ - ١٦ تريليون دولار لتصل إلى نحو ٤٥ تريليون في نهاية ١٩٩٤ أو من ناحية تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرهما من الموجودات الأخرى، أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق هذه المنتجات.

ولقد ساهم مساهمة فعالة في تسارع ثورة الهندسة المالية ظاهرة عالمية الأسواق وهو ما يعرف بعصر " العولمة " التي نجمت إلى حد كبير عن التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات العالمية المتطورة ، فضلاً عن التنافس المحموم بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها وما ترتب عليه من تسابق بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وما صاحبها من عوامل الإغراء للمستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها، وكان من هذه الأدوات " المشتقات المالية " كأدوات صاحب ظهورها تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية كأدوات جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة لغرض تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر وكأدوات للمضاربة والتحوط ومن ثم أولتها الجهات الرسمية والمهنية عناية فائقة سواء من الناحية التشريعية والقانونية التي تنظم أحكام التعامل بهذه الأدوات أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تنظم الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وبتقييمها والإفصاح عنها

وقد كشفت الدراسات الاقتصادية عقب انتهاء الكساد العظيم في (١٩٢٩-١٩٣٣) عن أن أسواق رأس المال كانت سبباً أساسياً في حدوثه، لأسباب قصور التشريعات عن تحقيق الانضباط في التعامل وسبب الممارسات الصورية والاحتكار واستغلال ثقة العملاء واتفاقيات التلاعب، ثم جاء يوم الاثنين الأسود (١٩٨٧/١٠/١٩) ليكشف عن أن أسواق رأس المال ليس في الولايات المتحدة فحسب بل وفي كافة أنحاء العالم غير قادرة على مقاومة الهبوط المفاجئ في أسعار الأسهم وبدأت الأزمة باختلال التوازن بين العرض والطلب من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل ثم تعددت التفسيرات والتقارير والدراسات للأزمة وساد الاعتقاد إلى حد ما بأن أساليب الاتجار التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وأوائل الثمانينيات وأسواق العقود المستقبلية في الأوراق المالية التي بدأ نشاطها عام ١٩٧٢ وتسببها في إحداث الأزمة المذكورة.

**أولا : مفهوم المشتقات المالية وأنواعها :-**

يعرفها البعض على أنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية. وتتحد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها [١٧]. ويعرفها البعض الأخر: [١٨]بأنها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية ، عملات أجنبية ، سلع ١٠٠٠الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية. فيما يعرفها آخرون [١٩]بأنها الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية .

تتعدد المشتقات المالية وتشتمل على عقود الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود المبادلة أو مزيج من إثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات مثل عقود المبادلات الخياريه وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات وسلع حقيقية أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف أو سعر الفائدة أو أوراق مالية من أسهم وسندات أو عملات أجنبية أو حتى تدفق نقدي ما

وإذا كانت المخاطرة عاملاً يلازم الاستثمار عموماً إلا أنها أعلى ما تكون في الاستثمار في المشتقات المالية وينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها تعتمد أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها ولكن المشتقات على الرغم من ذلك تستخدم من قبل المضاربين على التعامل بها ومن قبل المؤسسات المصرفية والمالية الأخرى وكوسيلة لجني الإيرادات من جراء الاتجار والتداول بالعقود المالية بفعل التقلبات السعريه للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها ، كما أنها وسيلة لإدارة المخاطر من ناحية كونها تتيح للمستثمر فيها فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وإدارة كل مخاطرة على حده ومن ثم إتاحة الفرصة لتخفيض درجة المخاطر عموماً وذلك من خلال التحوط أو التغطية للحماية من آثار التقلبات السعرية والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت هذه الأصول سلعاً أم أوراقاً مالية .

وبالإمكان تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين.[٢٠]

الفئة الأولى : هي المستخدمون النهائيون الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحّوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة. وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل : المصارف وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها .

الفئة الثانية :هي فئة الوسطاء أو المتعاملين الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة. وان من أكثر أنواع المشتقات تداولاً في الأسواق المالية ثلاثة هي :

- عقود الخيارات **OPTIONS** .
- العقود المستقبلية **FUTURE CONTRACTS** .
- عقود المبادلات أو المقايضات **SWAPS** .

وسوف نقصر الحديث عن عقود الخيار والعقود المستقبلية ، أما عقود المبادلات سواء كانت مبادلات أدوات أسعار الفائدة أو العملات فالحديث فيها قد يكون غير مثمر من الناحية الشرعية .

**الخيار OPTION أو عقود حقوق الخيار :**

أصبح الخيار وعقود الخيار تؤدي دوراً مهماً ومميزاً منذ عام (١٩٧٣ ) عندما قررت بورصة شيكاغو أنشاء جهاز أو قسم خاص للتعامل بالخيارات التي تعد من أحدث ما ابتكره الفكر الاستثماري حتى الآن وتوجد حتى الآ ن بالولايات المتحدة الأمريكية (ستة) أسواق اختيار. وأصبحت حقوق الخيار من الأهمية بمكان للمتعاملين في أسواق المال وأسواق العملات على الرغم من وجود نظريات معقدة لاحتساب سعر حقوق الخيار حيث يتم احتسابها باستعمال الكمبيوتر كما أنها تعتمد على " القاعدة الذهبية " [٢١] وهي التوقع والتخمين وتطبيق الحدس العام نتيجة تراكم المعلومات عن السوق وتراكم الخبرات وعليه فقد قدمت حقوق الخيار ، بُعداً جديداً للأدوات المالية حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال مثل :

مؤشر (داو جونز) ومؤشر( نيكاي) وبذلك اتسعت أسواق الخيارات وامتدت لتشمل أسواق الأسهم ومؤشرات أسواق الأسهم والأوراق المالية والعملات والمعادن الثمينة وبقية السلع الرئيسية .

أولاً : توقعات تقلبات الأسعار وتقدير الفرصة والخطر فيها جوهر التعامل في حقوق الخيار .

حيث يستطيع المتعامل الاستفادة من صحة توقعاته بانخفاض أو ارتفاع الأسعار وذلك بشراء حق خيار يعطي لصاحبه الحق في الشراء أو يعطي لصاحبة الحق في البيع حسب توقع اتجاه الأسعار .

ولغرض التوضيح المستوعب لحالات الاختيار نذهب إلى التساؤل الافتراضي الآتي:-

س ١ :لو تأكد لدينا أن سعر سهم معين يباع بعشرة دولارات سيصل بعد (٦) أشهر إلى ستة عشر دولاراً فماذا يمكن أو يجب أن نفعل ؟

**س ٢ :لو تأكد لدينا أن سعر السهم نفسه سيهبط إلى (٦) دولارات خلال الفترة نفسها فماذا يجب أن نفعل ؟**

ويمكن أن نكرر هذين السؤالين المتقابلين بالنسبة لجميع الأنشطة كأن نتوقع ارتفاع أسعار الفائدة أو انخفاضها خلال فترة معينة أو ارتفاع سعر عملة معينة أو انخفاضها أو ارتفاع سعر الذهب أو انخفاضه .... الخ.

نستطيع أن نقوم - أي المتعامل - بأحد التصرفات التالية :

- أما أن نقرر حيازة ذلك السهم بأموالنا .
- أو أن نقترض كلياً أو جزئياً ونشتري السهم من السوق .
- أو أن ندفع هامشاً تأمينياً ونشتري عقداً آجلاً مرتبطاً بالسهم .
- أو أن نراهن مثلاً إذا كان ممكناً أو مسموحاً وندفع بدلاً مقابل هذا الرهان .

وللإجابة على السؤال الثاني :

نستطيع أن نقومَ أي المتعاملَ بأحد التصرفات التالية :

- إما أن نبيع السهم فوراً في السوق إذا كان بحوزتنا .
- أو أن نقترض السهم ( يمكن اقتراض الأسهم على النحو الذي تقترض فيه الأموال ) من إحدى الجهات ونبيعه في السوق فوراً على أمل شرائه بعد

ذلك بسعر أقل وإعادته إلى الجهة التي اقترضناه منها والاحتفاظ بربح صافي لحسابنا.

- أو أن ندفع هامشاً تأمينياً ونبيع عقداً آجلاً .
- أو أن ندفع شيئاً آخر كأن نراهن على حدوث الانخفاض في سعر السهم وندفع بدلاً مقابل هذا الرهان .

أما بخصوص " الرهان " كتصرف يواجهه المتعامل فكيف يمكن القيام به عملياً وهو محور وجوهر حقوق الاختيار :

- يحتاج الأمر إلى جهة تقبل التعامل " الرهان " وطبيعي أن يكون لديها وجهة نظر مخالفة حتى يمكن أن تقبل " الرهان " وهذه الجهة أما :
  - أن تكون مالكة للسهم المشار إليه .
  - أو لا تكون مالكة له .

فإذا كانت مالكة للسهم وتُخالفنا في الرأي بإمكانية ارتفاع سعر السهم خلال الفترة المحددة فإن ذلك يعد بالنسبة لها " فرصة " لعقد صفقة وسيكون اهتمامها بعقد هذه الصفقة أكبر إذا هي اعتقدت أن سعر السهم سينخفض بدلاً من أن يرتفع . وإذا لم تكن تملك السهم ولكنها تعتقد أن سعر السهم سينخفض بدلاً من أن يرتفع فلابد أنها ستسعى لعقد الصفقة وتدبر أمر عدم امتلكها للسهم بطريقة ما . وعلى هذا النحو يتضح أن كل طرف يحاول أن يستفيد من توقعاته على حساب الطرف الآخر والأمر في هذه الحالة يحتاج آلية معينة تمكّن كل طرف من مباشرة "رهانه إزاء الطرف الآخر على نحو واضح وعادل ومقنع هذه الآلية هي " الحقوق أو الخيارات " ويكون إذن هدفها استناداً إلى ما تقدم أن تضع بيد المستثمرين والمتعاملين أداة تمكنهم من الانتقال بتصوراتهم وتوقعاتهم إلى التطبيق العملي عن طريق مقابلة :

حق ممارسة عملية شراء أو بيع يقوم بها طرف معين بالتزام يتعهد به طرف آخر. وكذلك إيجاد قيمة سعرية مقبولة ثمناً لهذا الالتزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء أو حق البيع فيكون :

- حق ( خيار ) يقابله التزام .
- التزام بتنفيذ يقابله ثمن .

هذه هي الفلسفة التي تقوم عليها الخيارات .

ثانياً : أنواع حقوق الخيار :

ـ عقد الخيار هو : اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري حق الخيار والآخر بائع ويسمى محرر الخيار وبموجب هذا الاتفاق يكون للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب دون التزام عليه ) من الطرف الآخر ( المحرر ) أو أن يبيع ( إذا ما رغب دون التزام عليه ) للطرف الآخر ( المحرر ) أصلاً معينا أو أداة مالية معينه بسعر معين ومحدد في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينه حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم مشتري حق الخيار بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الآخر البائع ( المحرر ) لقاء التزامه بالتنفيذ في حالة ما إذا رأى المشتري ممارسة حق الخيار ومن الممكن أن تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عمله أو عقد مستقبلي أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية [٢٢] وعلى هذا فإن عقد الاختيار أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير الأسعار وتقلبها كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح ولهذا فإن جوهر الأمر فيه هو أنه يعطي أحد أطرافه الحق في شراء أو بيع ( إذا ما رغب ) أصلاً معينا أو أداة مالية بسعر متفق علية مقدماً مقابل التزام البائع ( محرر الاختيار ) بالتنفيذ ويوجد نوعين من الاختيار لا يختلفان إلا في التنفيذ وهما الاختيار الأمريكي والاختيار الأوربي .

والاختيار الأمريكي يعطي الحق لصاحب الخيار في تنفيذ اختياره في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه .
أما الاختيار الأوربي فلا يتم تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق.

## العقود المستقبلية

أولاً : مفهومها ومحلها :

يعرِف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث ( الوسيط ) كمية محددة من أصل أو سعلة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد [٢٣] .

ويعّرف البعض العقد الآجل بأنه عقد بين طرفين يلتزمان بموجبة باستلام أو تسليم كمية من أصل معين بسعر معين في زمان محدد ومكان محدد [٢٤] .

ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل : البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشتمل أيضاً على مؤشرات السوق المالي . وعّرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري ) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه ، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته[٢٥].

ثانياً : عناصر العقد الرئيسية : يجب أن يشتمل العقد على :

_ أطرافه ( البائع والمشتري ) .
- تاريخ التعاقد .
- محل التعاقد ( نوع الأصل محل العقد ) .
- تاريخ التسليم .
- الكمية .
- سعر التنفيذ أو سعر التسوية .
- مكان وطريقة التسليم .

### ثالثا : خصائص العقود المستقبلة :

١ - فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً .

٢ - يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلة بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد .

٣ - لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي ( المشتري والبائع ) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى تتراوح قيمته عادة بين ٥ – ١٥ % من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلة إلا من خلال بيوت السمسرة .

٤ - إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلة على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها

الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلة ومن أهمها:

- أن تكون السعلة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد .
- أن تكون السلعة قابلة للقياس من حيث الكمية والجودة.
- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.
- أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعاً مثل المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطس وكذلك العملات والأوراق المالية .

٥ - لضمان توفير سوق منتظم للعقود المستقبلة لجأت بورصات العقود إلى تحديد شروط التعاقد في خمسة أساسية هي :

- وحدة التعامل : ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على (٥٠٠٠ ) بوشل وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا .
- شروط التسليم وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد فمثلاً في عقود أذونات الخزانة يكون التسليم واجباً خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم .

هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إد ارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلة على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً .

وتختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطيها العقد من أصل إلى آخر ففي السلع الزراعية عادة ما يغطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور.

- حدود تقلب الأسعار حيث تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل :العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى .
- حدود المعاملات او المراكز ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد .
- الهامش المبدئي يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلة أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه ، ولكي لا يتعرّض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين ٥ – ١٥ % من قيمة العقد .

## ثانيا:- الرؤية الشرعية للمشتقات المالية

لا شك أن عقود المشتقات تعكس ما عليه التطور المطرد في الأسواق المالية في العالم وما تقوم عليه تكنولوجيا المعلومات في التعامل والتداول من دقة وسرعة مما يجعلنا بالمبادرة إلى القول بأن دراسة تفصيلية ودقيقة متأنية يجب أن تحظى بها تلك العقود أولاً كما تجرى في الممارسة والواقع العملي.

ولكن المتتبع للمتاح من هـذه العقـود والناظر فيها وفق مقاييس الشريعة وأحكام الفقـه الإسلامي يستوقفه مجموعة من التسـاؤلات عنـد كثير من التحليلات في هذه العقود ؟كما أن الناظر في هذه العقود يجد أنها في بعض تحليلاتها تعتريهـا الصحة وفي البعض الآخر من نفس العقد يعتريـه الفساد بالمعيار الشرعي ، مما يصعب معه إطـلاق القول فيها على وجه الإجمال .

**١- الفرصة هي محل العقد في عقد الخيار :**

الفرصة هي محل عقد الخيار وليس حتى الحق المجرد أو المنفرد على ما فيه من رأي راجح بعـدم التمليك لأن ممارسة هذا الحـق مـرتبط بتوقـع الطرفين المتضاد المشتري في عقد الخيار يعطيه محرر الخيار " حقاً " بالشراء أو البيع في تاريخ معـين أو خلال فترة معينة وليس هـذا الحـق في الحقيقـة والواقع سوى منح المشتري " فرصة " لكي يشتري أو يبيع حسب توقعاته لحركة الأسعار في السـوق لقد جعل الفكر القانوني الوضعي " الفرصة الفائتة " من صور الضرر وبالتالي عنصراً مـن عناصـر التعويض وجعل التعويض، عما يصيب الدائن مـن خسارة أو فاته من كسب ففوات الكسب فرصـة ضاعت أو ضيّعت على الدائن فاسـتحق بـذلك التعويض.

وفي عقود الخيار انتقلت الفرصة نقلـة نوعية أخرى في أسواق المال للمتاجرة عليها هـي بذاتها بل وجعلها محلاً للعقود المالية فيمـا يسـمى بعقود الاختيار التي تتعدد وتنوع " الأصول " التي تشتمل عليها فهي جارية في السـلع وفي الأوراق المالية وفي العملات الأجنبية وفي أسعار الفائدة .... الخ .

**٢- عقد الخيار والغرر المنهي عنه .**

حق الفرصة الذي يشتريه مشـتري حـق الخيار أساسه التوقع الموافق لرغبات المشتري أمـا غير الموافق فلا يقدم عليه ومن هنا كان حق الخيار غير ملزم له في التنفيذ ألا نسـتطيع القـول ه نـا بوجود الغرر ولكننا لا نستطيع الجزم بكونه يسيراً أو كثيراً فتلك مسألة يحكمها مقـدار الـتغير في الأسعار وهل هو كبير أو صغير وليس هناك حـتى الآن مقياس علمي دقيق ينبئ بذلك علـى وجـه الدقة أو قريباً منها وعلى كل حال إذ ثبت يسـره فهو مغتفر وإذا ثبت فحشه أي كونه فاحشاً كثيراً فهو منهي عنه .

**٣- المحرر يضطر إلزاما إلى شراء أو بيع حق الخيار بسعر التنفيذ الذي هو أكثر أو أقل من سعر السوق عند التنفيذ :**

إن للمشتري حـق الخيـار إذ يكـون لـه استعمال حق الشراء إذا صدقت توقعاته وارتفعت أسعار السوق عن سعر التنفيذ المحدد في العقـد ، والعكس في حق اختيار البيـع ولا يملـك محـرر الاختيار في الحالين إلا التنفيذ ، لأن العقد بالنسبة له ليس خياراً وإنما هو التزام ، ومن ثم يجد نفسـه مضطراً في الحالين إذا خابت توقعاته فيهما إلى تنفيذ رغبة الطرف الآخر .

**٤- عقود الخيار والقبض :**

من الأمور المؤكدة في أسواق الخيـارات أن التنفيذ العملي لحق الخيار بالشراء أو البيع أمر نادر في هذه الأسواق بينما يكون تحرك سعر الحق أو الخيار هو أساس التعامل فمثلاً بدلاً من أن يـتم دفع قيمة التنفيذ واستلام الأسهم يقوم المحرر بدفع فرق السعر في السوق وسعر التنفيذ المحدد في العقد لمشتري الاختيار وتنتهي العملية وهو مـا يسـمى

بالتسوية النقدية للعقد بما يعني أن المضارب ليس له حاجة في الأسهم مثلاً .

**٥- البيع على المكشوف أوبيع ما لا تملك :**

الطبيعي في المعاملات أن يتم تملك الورقة المالية مثلاً ثم بيعها للمستثمر الذي يشتريها على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد ويحقق أرباحاً من ذلك ، غير أن هناك نمطاً آخر من المعاملات يقوم به المضاربون حيث تباع الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها ، ومن ثم يبدو أن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق محل الصفقة يعتبر البيع مكشوفاً في حالة عدم امتلاك البائع للأصل (المضارب) الذي باع حق شرائه وهو بذلك سوف يشتري هذا الأصل من السوق في حالة ممارسة المشتري حقه في الشراء وبالطبع يخشى المضارب في مثل هذه الصفقات أن يرتفع سعر الأصل بدلاً من أن ينخفض فيضطر لشرائه بالسعر المرتفع ويتعرض بالتالي للخسارة وعلى هذا النحو تكون عملية بيع حق الشراء قد تمت على شيء غير مملوك للبائع عند التعاقد ، وهو ما نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم في حديث " لا تبع ما ليس عندك " المعروف .

**٦- عقد الخيار وبيع العينة :**

المضاربون في سوق الاختيار ليست لهم رغبة حقيقية في شراء الأصل وامتلاكه لفترة طويلة بل اقتناء حق الخيار لفترة قصيرة للاستفادة من تغيرات متوقعة بالزيادة في الأسعار في المستقبل القريب ، ويحدوهم لهذا الصنيع إنهم لا يمتلكون الموارد المالية الكافية للتعامل في السوق الحاضرة ، إذ يكفي أن يمتلكون قيمة العلاوة أو المكافأة المستحقة على عقد الاختيار لشراء عقد اختيار كامل، وعندما يحين تاريخ التنفيذ وتتحقق توقعات المضارب بالشراء وترتفع قيمة الأصل في السوق عن سعر التنفيذ المتفق عليه يتوجه مباشرة إلى السمسار ( المحرر) الذي اشترى له عقد الاختيار ويطلب منه التسوية النقدية للعقد بمعنى أنه ليس له حاجة في الأصل وليكن أسهم مثلاً وفي هذه الحالة يقوم محرر الاختيار بدفع فرق السعر ليحقق المضارب أرباحاً صافية بعد خصم قيمة العلاوة أو المكافأة التي سبق له أن أخذها محرر الاختيار، وكأن محرر الاختيار هنا قام بشراء ما سبق له بيعة بسعر أقل من السعر الذي دفعه عند التسوية النقدية، وبذلك يدخل هذا التعامل في بيع العينة المنهي عنه شرعاً والمحرم عند جمهور الفقهاء .

**٧- الخيارات والعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم والتسليم والتسلم :**

المؤشرات أدوات تستخدم للاستدلال بها عن المستوى المتوقع لأسعار الأسهم وبالتالي يمثل انعكاساً لما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة بعد فترة معينة من الزمن ، وتعتبر المؤشرات من أهم أدوات قياس حالة السوق : ويقوم المؤشر على عيّنة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال وتختار هذه العينة على نحو يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال الذي يستهدف المؤشر قياسه ومن ثم تستخدم كأداة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية هذا فضلاً عن الاستخدامات الأخرى للمؤشرات .

وهناك إجراءات وحسابات فنية لبناء المؤشرات ومداخل وطرق استخدامها لا نتعرض لها في هذا المقام لخروجها عن دائرة التركيز والاهتمام لذلك تبلورت لدى الأوساط المالية والاستثمارية طريقة إيجاد أداة عملية للتعامل مع الأخطار السوقية دون الاضطرار إلى معالجة

أوضاع كل سهم على حدة وأن تكون هذه الأداة بذاتها قابلة للاستثمار في الوقت نفسه في سوق الأسهم وبذلك تطورت أداة مؤشرات الأسهم المختلفة لتكون معياراً لأداء السوق من جهة وأداة مالية استثمارية بذاتها من جهة أخرى وعلى هذا النحو فإن عمليات الشراء والبيع المتعلقة بهذه المؤشرات لا تتطلب استلام أو تسليم أية أصول فعلية وأن التسويات المتصلة بها تتم بالشكل النقدي ، ومن ثم تكون عملية هذه المؤشرات عمليات مضاربة بحتة هذا ومن المقرر فقهاً أن تصرف المشتري قبل القبض فإنه فاسد أو باطل على خلاف وتفصيل في بيع ما لم يقبض[٢٦] . هذا فضلاً عن تخلف شرط أن يكون المبيع موجودا حين العقد باستثناء السّلم لما في ذلك من الغرر لحديث الرسول صلى الله عليه وسلم " نهى صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر " [٢٧] . وأن يكون مملوكاً لمن يلي العقد وأن يكون مقدور التسليم وهو شرط انعقاد عند الحنفية لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر وأن يكون معلوماً لكل من العاقدين بما يّميز المبيع عن غيره ويمنع المنازعة، فبيع المجهول جهالة تفضي إلى المنازعة غير صحيح [٢٨].

**٨- العقود المستقبلة والتعامل في الذهب :**

إذا كانت العقود المستقبلة عقوداً نمطية تنفذ في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد فإن التعامل بها في الذهب أو السبائك الذهبية يضفي على محل هذا التعامل وضْعية خاصة ، إذ يجعل التعامل بأداة العقود المستقبلية في الذهب من الذهب سلعة كبقية السلع التي يتعامل فيها بالعقود المستقبلة مع ورود حديث الرسول صلى الله عليه وسلم عن عبادة بن الصامت قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يداً بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد " . [٢٩]

**تاسعا : كيف يمكن أن نميز الخبيث من الطبيب في هذه العقود :**

مع احتمال القدرة على السليم في محل التعاقد في بعض الأحايين وتمحض محل العقد ذاته موجوداً ومعلوماً وليس محرماً أو من البيوع المنهي عنها فلابد من مراجعة هذه العقود عقود المشتقات المالية عقداً عقداً للنظر في إمكانية مشروعيتها وشرعيتها على ضوء المقررات الشرعية من استبعاد العقود المحرمة والمنهي عنها مثل :

- عقود أسعار الفائدة .
- عقود العملات الأجنبية بالنَساء .
- عقود السندات وأذونات الخزانة .
- عقود التعامل في الذهب .

## ثالثا:- البديل الإسلامي عن المشتقات المالية

العمل على إحياء السوق الإسلامية إتباعاً لسنته صلى الله عليه واله وسلم :

ألم يخط أو يركض أو يضرب برجله الشريفة صلى الله عليه واله وسلم السوق في المدينة وقال : " هذا سُوقُكُمْ فلا ينتقصنَّ ولا يضربنَّ عليه خراج " (٣٠)

في الوقت الذي كانت تعج فيه المعاملات والسوق بألوان الربا وبالغش وأكل أموال الناس بالباطل وأعمال الوساطة الطفيلية ، وما أشبه اليوم بالبارحة وما أحوجنا إلى إحياء سنة الرسولِ صلى الله عليه واله وسلم بإقامة السوق الإسلامية النظيفة التي تهدي الخير للناس والطهر في المعاملات .

- فلقد حظي السوق في عهده صلى الله عليه واله وسلم برعايته واهتمامه حتى عاب المشركون ذلك بقولهم : كما حكي القرآن : " وقالوا ما لهذا الرسول يأكل الطعام ويمشي في الأسواق " الفرقان /٧ " .

- ومن بعده ال بيته عليهم السلام وصحابته رضوان الله عليهم والولاة والحكام المسلمون عبر العصور والأزمنة وفي مختلف الأمكنة وكانت السوق بآدابها وقواعدها ونظمها أساساً لنظام اقتصادي إسلامي يقوم على العدل .

- كما اهتم الفقهاء بأحكام السوق وصنفوا فيها المؤلفات والكتب واهتم بها المؤرخون والرحالة كابن جبير وابن بطوطة وغيرهما .

- وكانت الإسكندرية وبغداد هما اللتان تقرران الأسعار للعالم في ذلك العصر .٤٠٠ هـ – ١٠١٠ م. (٣١)

إن السوق الإسلامية بأدواتها وصيغها باتت مطلباً ملحاً وعلى سبيل المثال لا الحصر من :

البدائل الشرعية للخيارات مثل: (٣٢)

١ – إجراء العقود بخيار الشرط ( مع تحقق الشروط المطلوبة من وجود المعقود عليه ونحوه ) ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف.

٢ – عقد الاستصناع يحل لنا مشكلة وجود المعقود عليه وجهالة العمل فيمكن أن ترتب عقود وصكوك وشهادات خاصة بالاستصناع في المستقبل .

٣ – عقد العجالة .

٤ – عقد السلم وبيع الأجل بالتقسيط أو دونه يحلاّن مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقد الأول وتأجيله المشروط وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني .

## الخاتمة

مع تطور المصرفية الإسلامية وانتشارها فقد برزت الحاجة إلى صيغ عقود أسلامية مستحدثة لم تكن معهودة لدى الصدر الأول من المسلمين كالإيجار المنتهي بالتمليك ، والسلم الموازي ، والمشاركة المتناقصة، والمرابحة المنظمة التي تجريها المصارف والتامين التكافلي وهذه الصيغ منها صيغ بسيطة وأخرى مركبة وقد نجد صورا متعددة من الصيغ البسطة الواحدة ومثال ذلك عقد التامين التكافلي فالعلاقة بين شركة التامين وجمهور المؤمنين لهم يمكن أن تكون مشاركة أو مضاربة أو وكالة باجر وهناك الخيارات في البيع، التي عرفت قديماً كخيار الشرط وخيار المجلس وخيار العيب كما أن المواعدة الجائزة في بعض العقود الإسلامية وكونها ملزمة لطرف دون طرف هي نوع أخر من الخيارات الإسلامية.

ولكن الخيارات الإسلامية وان كان يصح عليها وصف الهندسة الإسلامية ألا أنة لايصح عليها وصف لعقود المشتقة ، إذ أنها ليست عقود مستقلة بذاتها وبرغم من أن هذه الخيارات تؤثر بشكل غير مباشر في العقود الإسلامية ألا أنة لا يجوز تداولها منفصلة عن عقودها الأصلية التي هي سبب فيها وبالتالي فانه لايقصد الاسترباح منها بذاتها وما دامت كذلك فانه ليست ذات قيمة مالية مستقلة ، وهذا خلاف المشتقات المالية التقليدية وربما يكون بيع العربون هو اقرب العقود الإسلامية شبهاً بمشتق مالي أجنبي، فهو شبيه بخيار الطلب ألا أن الفارق بينهما كبير في أن الخيار في بيع العربون ليس مقصوداً لذاته وإنما هو أداة لإعطاء المشتري فرصة للتفكير حول إمضاء العقد بالشراء من عدمه ، فضلا عن انه أداة الإثبات الجدية في الرغبة بالشراء وغني عن القول أن الخيار في بيع العربون

لا يمكن بيعه وهذا كله خلاف خيار الطلب التقليدي.

كما أن عقد السلم فيه مشابهة من عقود المستقبليات من ناحية تعجيل الثمن وتأجيل تسلي المثمن ولكن تفاصيل أحكام السلم تخرجه عن الشبه الشديد بعقود المستقبليات التقليدية .

وخلاصة القول أن العقود المالية الإسلامية تهدف إلى تلبية حاجات حقيقية وتنتهي هذه العقود بقبض العوضين من قبل العاقدين أما المشتقات التقليدية فأنها لاتنتهي بذلك بالضرورة ، بل بمجرد المقاصة أو بعقود متعاكسة .

## التوصيات

واستنادا إلى ما تقدم يرى الباحث ضرورة أتباع التوصيات الآتية

١ - أعطى ظهور الهندسة المالية مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد ، وهذا الاتجاه يمثل هدف التمويل الإسلامي باستبدال المعاملات المالية الربوية بمعاملات تمويل ذات طابع أسلامي

٢ - ابتعاد المؤسسات المالية الإسلامية عن تقليد صيغ التمويل الربوية لان ذلك يؤدي إلى تذويب الهوية الإسلامية وانصهارها في هويات ربوية.

٣ - الملاحظ أن المضاربة هي مراهنة على سعر الهم، وتنطبق عليها الغرر المحرم ، ربها أضرار مشابهه لأضرار القمار ، وأخرى اقتصادية كبير على المؤسسات المالية وسوق المال والمتعاملين فيها وبالتالي على الاقتصاد، فأنها يمكن أن تأخذ حكم الغرر الفاحش، ويجب على الحكومات الإسلامية إن تتدخل بوضع التشريعات الأزمة لمنعها ، ووضع الضوابط الشرعية على المعاملات في الأسواق المالية التي سوف تؤدي إلى التخلص من أضرارها.

## الهوامش والمصادر


1-Emanuel Derman , What is Financial Engineering , 2005 , (www.fenews.com/what-is-fi/htm)

2-Liew Soon Bin ( www.cs.usyd.edu.au- 16-2-2006 )

٣- إبراهيم سامي سويلم ، التحوط في التمويل الإسلامي ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، جدة ، ط١ ، ٢٠٠٧ ، ص٤٩

4-Geraldjoe.Defining Financial Engineering Financial engineering news-May -1998- (www.fenews.com/fend/defining html)26/6/2006

٥- نشأت عبد العزيز، فن أدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية ، جوبلية ،٢٠٠٢م، عدد٢٦٩ ، ص٣٢

٦- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في أدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات " منشاة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٣ ،ص٣٧

٧- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ ،ص٤٥

٨- نفس المصدر السابق ص٥٦

*- وهي القرارات التي اتخذت في المجمع العالمي الإسلامي .

٩- حسين عبد الله الأمين ، الودائع المصرفية واستثمارها في الإسلام ، دار الشروق ،السعودية ، ط١ ، ١٩٨٣ ،ص٤٣

١٠- عبد الرزاق رحيم إلهيتي ، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، دار أسامة ،الأردن ، ١٩٩٨ ،ص٦٧

١١- إبراهيم سامي السويلم ، صناعة الهندسة الإسلامية : نظرات في المنهج الإسلامي ،مركز البحوث ،شركة ألراجحي للاستثمار ،ديسمبر ،٢٠٠٠، ص٥

١٢- احمد بن علي السالوس ، مخاطر التمويل الإسلامي ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي ، جامعة ام القرى ، مكة المكرمة ، ٢٠٠٥ ، ص١١

١٣- إبراهيم سامي السويلم ،مصدر سابق ، ص٩-١٠

١٤- احمد بن علي السالوس ، حكم ووقائع البنوك وشهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ، مطبعة امزيان ،الجزائر ، ص١١

١٥- إبراهيم سامي السويلم ، مصدر سابق ، ص١٨

١٧- حمود بن سنجور وآخرون ، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث ، اتحاد المصارف العربية ، عمان ، ١٩٩٥ ، ص٨٥

١٨- محمد مطر ، أدوات الاستثمار ، مؤسسة الوراق ، عمان ، ص٢٦٢

١٩- محمود صبيح ، الابتكارات المالية الدار العربية للنشـــر ، ١٩٩٨ ، ط ١ ، ص١٠٢
٢٠- حمود سنجور وآخرين ، مصدر سابق ،ص٨٧
٢١- محمد محمود حبش ، الأسواق المالية العالميـــة وأدواتهـــا المشتقة ، ١٩٩٨ ، ص١٧٣
٢٢- نفس المصدر السابق ، ص١٧٥
٢٣- محمد مطر ، مصدر سابق ، ص٢٧٢
٢٤- رياض سعد ، الهندسة المالية ،ص٢٤١
٢٥- منير هندي ، الأسواق الحاضرة والمستقبلية ، ص٣٢٣
٢٦- الموسوعة الفقهية الكويتية ، ح٩ ، ص٣٦
٢٧- اخرجة مسلم ٣/ ١١٥٣ طبعت الحلبي
٢٨- الموسوعة الفقهية الكويتية ح٩ ص١٤
٢٩- اخرجة مسلم في كتاب البيوع باب بيع الطعام بالطعـــام مثلا بمثل ٥/ ٤٧
٣٠- أخرجه بن ماجه في سننه عن الزبير بن المنذر بـــن أيـــد ألساعدي – سنة ابن ماجه كتاب التجارات بـــاب الأســـواق ودخولها رقم ٢٢٣٣ ح ٢ /
٣١- ادم متز ، الحضارة الإسلامية في القرن الرابع الهجري ،دار الكتاب العربي ،بيروت ،ج٢، ط٤، ١٩٦٧ ، ص٣٨
٣٢- قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة العدد ح١ / ١٨٨ ، مايو ١٩٩٢