

## التصكيك الإسلامي والتسنييد: دراسة مقارنة

Islamic securitization and securitization: A comparative study

د. نورالدين كروش، المركز الجامعي تيسمسيلت، الجزائر.

أ. مريم سرارمة، جامعة أم البواقي، الجزائر.

### Abstract

The aim of this study is to highlight the basic concepts of the process of securitization and Islamic securitization, with the identification of the most important products and the difference between them, by answering the following key question: What is the difference between securitization and Islamic securitization? What are their main products?.

The study concluded that the process of securitization and Islamic securitization is similar in that they allow the conversion of certain assets into subordinated securities in the secondary financial market, and differ in that the process of Islamic securitization is limited to the transfer of assets in kind and benefits to securities, according to the controls of legitimacy, while securitization includes the process of converting debt into negotiable bonds at certain interest rates and without legitimate controls.

**Keywords:** the securitization technique, Islamic securitization, securitization, Islamic bonds, liquidity, secondary financial market .

### المخلص

تهدف هذه الورقة البحثية إلى توضيح المفاهيم المتعلقة بعملية التصكيك والتسنييد مع تحديد أهم منتجاتهما والفرق بينهما، وهذا من خلال الإجابة على السؤال الرئيسي الآتي: ما هو الفرق بين التسنييد والتصكيك الإسلامي؟ وما هي أهم منتجاتهما؟، وقد تم التوصل من خلال هذه الورقة البحثية إلى أن عملية التصكيك والتسنييد تتشابهان في كونهما يمكنان من تحويل أصول معينة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالية الثانوية وتساعدان على توفير السيولة، وتختلفان في أن عملية التصكيك تقتصر على تحويل أصول عينية ومنافع إلى أوراق مالية وفق ضوابط شرعية، أما التسنييد فيقتصر على تحويل الديون إلى سندات قابلة للتداول بأسعار فائدة ربوية وبدون ضوابط شرعية.

**كلمات مفتاحية:** تقنية التوريق، التصكيك الإسلامي، التسنييد، الصكوك الإسلامية، السيولة، السوق المالية الثانوية.

## مقدمة:

تعتبر تقنية التوريق إحدى النواتج الأساسية لمجموعة التطورات التي مست الأسواق المالية العالمية والتي في مقدمتها التحول في نمط التمويل على المستوى الدولي من صيغة القرض البنكي إلى صيغة الأوراق المالية التي تطورت بفعل الهندسة المالية. ويعد التوريق ابتكار نوعي في الأدوات المالية منذ ثمانينات القرن العشرين، وكان له دور مهم في تطور الأسواق المالية العالمية والهندسة المالية، إلا أن المبدأ الذي يقوم عليه معروف منذ القدم وهو نفس المبدأ الذي يقوم عليه التصكيك الإسلامي رغم حداثة استعماله.

تهدف هذه الورقة البحثية إلى محاولة التعرف على كل من التسنيدي (التوريق التقليدي) و التصكيك الإسلامي (التوريق الاسلامي)، وكذا تحديد أهم المنتجات المالية المنبثقة عنهما، وهذا من خلال محاولة الإجابة على الإشكالية الأساسية الآتية: ما هو الفرق بين التسنيدي والتصكيك الإسلامي؟ و ما هي أهم منتجاتهما؟

وللإجابة على هذه الإشكالية و تحقيق أهداف البحث سيتم تقسيم هذه الورقة البحثية الى محورين أساسيين كالآتي:

- أساسيات حول التسنيدي و التصكيك؛
- منتجات التسنيدي و التصكيك و أوجه الاختلاف بينهما.

## المحور الأول: أساسيات حول التسنيدي و التصكيك:

## أولاً: تعريف التسنيدي (التوريق التقليدي)

إن مصطلح التوريق ويطلق عليه أيضاً التسنيدي هو ترجمة لكلمة Securitization التي تعنى عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول وخاصة سندات الدين، والمشتقة من كلمة Security أي ورقة مالية. وبالتالي فالتوريق من ناحية اللغة العربية مشتق من الورق الذي يكتب عليه وليس كما يقول البعض من الورق أي الفضة، فالمقصود به هو إخراج الورق (محمد عبد الحليم عمر، 2009، ص.3).

أما في الأدبيات المالية والاقتصادية المعاصرة فالتوريق يتلاءم مع ما تناولته اللغة، و هو مصطلح تم تعريفه من طرف عدد من الباحثين، إذ يعرفه Thierry Granier&CorynneJaffeux بأنه "عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها غير القابلة للتداول (القروض أساساً) من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية أخرى منشأة لهذا الغرض تسمى مؤسسة التوريق، وذلك بهدف الحصول على السيولة والتقليل من المخاطر والحاجة إلى الأموال الخاصة" (Thierry Granier&CorynneJaffeux, 2004, p.p.13-25).

وعليه فالتسنيدي هو عملية خلق أصول جديدة من خلال تسنيدي الحقوق المالية غير القابلة للتداول وتحويلها إلى أدوات مالية قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، معززة بالضمانات التي هي أصلاً مخصصة للديون الأصلية محل التوريق.

و يتضح مما تقدم، أن عملية التسنييد تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، من خلال إصدار أوراق مالية، و بذلك فهو يجنب المؤسسات من الاقتراض المباشر. ولضمان صحة عملية التوريق يجب تحقق الشروط التالية (علي محي الدين القرعة داغي، 2009، ص.6)

- أن تكون محفظة الديون محل التوريق محفظة متجانسة مضمونة بالرهون العقارية أو غيرها.
- أن تكون الأوراق المالية التي صدرت بها مضمونة بتلك الأصول المضمونة.
- أن تكون هذه الديون ذات تدفقات نقدية مستمرة، أي تكون لها فوائد ذات عائد دوري ثابت.
- أن تكون الأوراق المالية الصادرة على هذه الديون ذات فوائد ثابتة دورية.
- أن تتوافق تواريخ استحقاق الأوراق المالية وفوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها.

وعليه فمن الضروري أن تكون الأوراق المالية متجانسة ومتوافقة مع الديون محل التوريق من حيث المقدار، الأجال، الفوائد والضمانات.

#### ثانياً: تعريف التصكيك الاسلامي

مصطلح التصكيك من الصكوك جمع الصك و هو في اللغة: الذى يكتب للعهد، أو كتاب الإقرار بالمال، أو الذى يكتب في المعاملات وبالتالي فهو ورقة مكتوبة تثبت لحاملها أو صاحبها حقاً في مال أو في ملكية شائعة لموجود أو موجودات، ومنها التصكيك أي تحويل الموجودات إلى صكوك وطرحها للبيع، وقد شاع استخدام الصك والصكوك في العمل المالي الإسلامي ويعبر بها عن الورقة المالية التي تثبت حقاً لصاحبها.

بناء على ما سبق فإن مصطلحات التسنييد والتصكيك مترادفة، كما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "التوريق: ويطلق عليه التصكيك والتسنييد، وهو تقسيم الموجودات من الأعيان أو المنافع أو هما معا إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها، وقد أوصى البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 1423هـ/2002م باختيار تسمية التصكيك بديلا عن التوريق الذى يقصد به في التطبيق تحويل الديون إلى سندات، وهو ما يؤخذ به التطبيق فعلا في المؤسسات المالية الإسلامية (محمد عبد الحليم عمر، 2009، ص.3).

#### ثالثاً: أنواع التوريق

تتعدد أنواع التوريق بتعدد معايير تصنيفاته، و يمكن توضيح أهم هذه التصنيفات فيما يلي:

1- التصنيف بحسب نوع الأصول محل التوريق: يقسم التوريق حسب هذا التصنيف إلى الأنواع التالية (صبري عبد العزيز إبراهيم، 2009، ص.6،7):

أ. توريق الديون: و هذا النوع هو المقصود غالبا بعملية التوريق لأنه الأكثر شيوعا، وبمقتضاه تقوم مؤسسة متخصصة في التمويل بتجميع ديونها المتجانسة في محفظة مالية واحدة تمثل محفظة التوريق، ثم

تتولى بنفسها أو عن طريق شركة التوريق إصدار سندات أو أوراق مالية على أساسها وتطرحها على جمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، مما يمكنها من تحويل حقوقها الآجلة غير السائلة إلى أصول عاجلة سائلة.

**ب. توريق الدخول:** بمقتضى هذا النوع تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي ستحققها في المستقبل، بنفسها أو عن طريق شركة التوريق، وذلك بنفس طريقة توريق الديون، فمثلا تاجر مرتبط بعقود تصدير بمبالغ كبيرة وسوف يستمر بتنفيذ العقد عدة سنوات، ويتسلم مستحقاته خلال تلك المدة، فيتفق مع شركة التوريق على بيع هذه المستحقات المتوقعة وإصدار أوراق مالية بها. وهذا النوع مطبق في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تقوم إدارة المرور في مدينة نيويورك بتقدير المخالفات المرورية التي ستحققها خلال العام القادم اعتمادا على حصيله العام الحالي، ثم تقوم بتوريقها وبيعها للجمهور، لتحصل بذلك على إيرادات العام القادم خلال العام الحالي، وتتفادى بذلك مخاطر وتكاليف الاقتراض من البنوك.

**ت. توريق الأصول:** أي الأصول الأخرى المدرة للدخول غير الديون، وتم استحداثه من طرف المؤسسات المالية الإسلامية لتوريق صكوك غير ربوية، حيث تقوم المؤسسة مباشرة أو عن طريق شركة التوريق بطرح سندات قابلة للتداول بقيمة بعض أصولها المدرة للدخول، وتطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ثم تستأجرها منهم تأجيرا تمويليا، ليحصل حملة السندات على أقساط الإجارة كعائد على سنداتهم، مخصصا منها عمولة منفق عليها تستحقها نظير إدارتها لذلك، ثم تقوم المؤسسة باستهلاك هذه السندات بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية لتعود ملكيتها إليها مرة أخرى في نهاية المدة.

## 2- التصنيف بحسب الضمانات:

حسب هذا التصنيف يتم تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية (محمد عبد الحليم عمر، 2009، ص.13):

**أ. التوريق بضمان أصول ثابتة:** مثل توريق ديون التمويل العقاري، الذي يتم فيه رهن العقار للمقرض للحصول على القرض، وينتقل قانونا بالتوريق عند إتباع طريقة حوالة الحق، أو اتفاقا في طريقة التجديد.

**ب. التوريق بضمان متحصلات آجلة:** وذلك في حالة الديون التي لا يقدم المدين فيها ضمانات عينية، مثل ديون بطاقات الائتمان والديون الاستهلاكية.

**ت. التوريق بضمان حكومي:** وذلك في حالة ضمان جهة حكومية لمقترض ما، أو تكون هي نفسها المدين، فيكون القرض مضمون السداد من الموازنة العامة للدولة.

## 3- التصنيف بحسب المدة:

بالاعتماد على هذا التصنيف يمكن تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية (Thierry Granier & Corynne Jaffeux, 2004, p.47).

**أ. التوريق قصير الأجل:** و هو يمكن الشركات من الحصول على التمويل لفترات تقل عن سنة واحدة. وذلك من خلال بيع محفظة من الأصول إلى شركة التوريق، والتي تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية

قصيرة الأجل تمكنها من إعادة تمويل نفسها، ومن أهم هذه الأوراق: الأوراق التجارية المضمونة بالأصول  
Asset-Backed Commercial Paper (ABCP).

ب. **التوريق متوسط وطويل الأجل:** وهو الذي يمكن الشركات من الحصول على التمويل لفترات تزيد عن السنة، وهو يتعلق أساسا بتوريق أصول مؤسسات الائتمان وشركات التأمين، ومن أشهر منتجاته الأوراق المالية المضمونة بالأصول (ABS)Asset-Backed Securities.

4- **التصنيف بحسب طبيعة التوريق:**

وحسب هذا التصنيف يتم تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية ( Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, 2011, p.p.6-8.) :

أ. **التوريق الكلاسيكي:** ويعرف كذلك بالتوريق خارج الميزانية Off-balance-sheet، وفيه تقوم المؤسسة البادئة بالتوريق بجمع القروض الراجعة في توريقها في محفظة مالية متجانسة، ثم تقوم ببيعها و تحويل جميع الحقوق والأخطار المرتبطة بها إلى شركة التوريق التي تقوم بتصنيفها في شكل شرائح، وذلك بحسب المخاطر المرتبطة بكل منها، ثم تقوم بإصدار أوراق مالية تطرحها على المستثمرين، على أن تسدد لهم حقوقهم (الفوائد ورأس المال) من خلال التدفقات النقدية للأصول المتنازل عنها (الديون)، كما أنها تقوم بتسديد قيمة المحفظة المالية المتنازل عنها من خلال عوائد الإصدار.

و تجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من التوريق يحقق العديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة بادئة التوريق، ومن أهمها أنه يمكنها من الحصول على السيولة من خلال بيع محفظة القروض لشركة التوريق، كما أنه يقلل من حاجتها إلى الأموال الخاصة ويخلصها من القيود القانونية نتيجة للتخلص من الأخطار المرتبطة بتلك القروض بإخراجها من الميزانية، وكل هذا يمكنها من زيادة قدرتها التمويلية، ومن جهة أخرى فهو يجعل المستثمرين يتمتعون بالحماية ضد المخاطر المرتبطة بالمؤسسة البادئة بالتوريق، وذلك لعدم وجود أية صلة بينهما.

ب. **التوريق الإصطناعي Synthtic Securitisation:** ويعرف كذلك بالتوريق داخل الميزانية on-balance sheet، وفي هذا النوع من التوريق، لا يتم إخراج القروض وضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، وإنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق، وذلك فهو يعتبر تقنية لتسيير الميزانية تسمح للمؤسسات التي ليست بحاجة إلى السيولة أن تتخلص من المخاطر المرتبطة بأصولها دون الحاجة إلى التنازل عنها كليا، و يتم ذلك من خلال قيام المؤسسة البادئة للتوريق بشراء الحماية من شركة التوريق مقابل دفع رسم الحماية، وتقوم هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية بقيمة محفظة التغطية، وتمثل هذه الأوراق في المشتقات الائتمانية Credit derivatives التي تعتبر وسائل للحماية ضد مختلف المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية وخاصة خطر عدم الدفع وذلك من خلال إصدار مبادلات الائتمان المعيبة (CDS) Credit Default Swap.

وبالمقارنة بين التوريق الكلاسيكي والتوريق الاصطناعي، نجد أن هذا الأخير لا يهدف إلى توفير السيولة وزيادة القدرة التمويلية للمؤسسة بادئة التوريق، وإنما يهدف أساسا إلى تحقيق الحماية لها خاصة ضد خطر عدم الدفع، وهو لا يتطلب أي نقل لملكية الأصول محل التوريق لأنها لا تخرج من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق وذلك لأنه لا يتطلب عملية بيع فعلية. ولذلك فإن المستثمرين سيكونون على علاقة غير مباشرة مع الشركة البادئة بالتوريق وبالتالي يكونون عرضة لخطر عدم الدفع في حال إفسار المؤسسة البادئة بالتوريق، وذلك لأن الأصول الضامنة للأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق ما تزال تابعة لها.

#### 5- التصنيف بحسب مراعاة الضوابط الشرعية في عملية التوريق:

بالاعتماد على هذا التصنيف يمكن تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية:

أ. التسنييد: و هو التوريق الذي لا يأخذ بعين الاعتبار الضوابط الشرعية.

ب. التصكيك الاسلامي: و هو التوريق الذي يكون موافق للضوابط الشرعية.

#### رابعا: أركان التوريق

إن القيام بعملية التوريق يستوجب إبرام عقد يتوفر على عدة أركان يمكن توضيحها فيما يلي:

#### 1- أطراف عملية التوريق :

التوريق كأى عقد له أطراف ينشئ لها حقوقا وأخرى يرتب عليها التزامات وهى الأطراف الأصلية في عملية التوريق، كما أن له أطرافا أخرى دورها خدمة العملية بعقود منفصلة، ومنه فإن أطراف عملية التوريق تتمثل أساسا في (شيماء إبراهيم محمد نواره، 2007، ص.ص.23-27):

أ. الأطراف الأصلية أو الداخلية لعملية التوريق: وتشمل هذه الفئة الأطراف التالية:

أ.1. البادئ أو المنشئ أو المتنازل أو المقرض الأصلي: هو المؤسسة المالية المتخصصة في تمويل أو منح القروض، والتي تريد توريق أصولها، وقد تكون إما مالكة للأصول محل التوريق، أو لها قروض أو ديون أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين، فتقوم بتجميع ديونها المتجانسة في محفظة مالية ثم تحولها إلى شركة التوريق بعد تقييمها من طرف أحد بيوت التقييم المعترف بها، أي شركات التصنيف الإئتماني، وذلك مقابل توفير السيولة لها، ويجب عليها الالتزام بالإفصاح التام و توفير كل المعلومات عن الأصل محل التوريق (صبري عبد العزيز إبراهيم، 2009، ص.4).

أ.2. المصدر أو شركة التوريق، ويطلق عليها الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) Special purpose Vehicle، وهي شركة يقتصر غرضها على ممارسة نشاط التوريق، فهي متخصصة في شراء الديون وتوريقها، إذ يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها من البادئ للتوريق لتقوم بإصدار أوراق مالية بقيمتها، فتوفر له السيولة وتتولى إدارة تداول تلك الأوراق في السوق الثانوي، وفي هذه الحالة يكون نظام التوريق خارجي. كما قد يكون نظم التوريق داخلي في حالة أن عملية التوريق تتم دون وساطة SPV، حيث تكون مؤسسة التمويل هي نفسها التي تتولى هذه العملية.

أ.3. **المستثمرون أو المكتتبون:** وهم الأشخاص الطبيعيون أو الاعتباريون من بنوك، صناديق تأمينات ومعاشات، مؤسسات استثمار وغيرهم من الذين يرغبون في الاكتتاب في سندات الديون محل التوريق، ليحلوا محل الدائن الأصلي كدائنين جدد، وعادة ما يكثر عددهم، حتى تتوزع مخاطر الائتمان على عدد أكبر من الدائنين، وتتوزع الفوائد على المستثمرين كل حسب نسبته في تلك السندات.

ب. **الأطراف الخارجية لعملية التوريق:** وتتمثل هذه الفئة في الأطراف الذين يتم الاتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة لعملية التوريق من أجل ضمان نجاحها، وهم:

ب.1. **وكالات التصنيف أو التقييم الائتماني العالمية:** وهي تمثل بيوت الخبرة التي تقوم بعملية تقييم المخاطر الائتمانية للأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق، وذلك لنبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية لهذه الأوراق وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تتطوي عليها، ومساعدة مختلف المتدخلين على اتخاذ قراراتهم من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن تلك الأوراق (محمد صالح الحناوي، جلال العبد، 2009، ص.317،318)، وتدخل هذه الشركات في تصنيفاتها الخاصة بالديون درجة احتمال قيام المصدر بسداد أصل المبلغ والفوائد الدورية بالكامل بتاريخ الاستحقاق، وذلك حسب شروط إصدار الورقة، والإضافات الخاصة بتحسين الجدارة الائتمانية، والتقييم السيادي للدولة التي توجد فيها شركات التوريق والتي يتم تداول الأوراق المالية فيها، وتعتبر هذه المؤسسات معلما من معالم السوق المالية، خاصة وأن عددها محدود إذ لا يتجاوز ست وكالات عالمية، ومن أقدمها: *FitchMoody's*, *Standard & Poor*, (Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, 2011, p.14).

ب.2. **شركة التسيير أو القائمة على خدمة الدين:** يعتبر دورها أساسا دورا تنفيذيا، فهي تعتبر الجهة القائمة على التحصيل الدوري للدين من قبل المقترضين في تواريخ الاستحقاق التي تم الاتفاق عليها، وتسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وقد تكون هذه الشركة هي نفسها الشركة البادئة للتوريق (محمد صالح الحناوي، جلال العبد، 2009، ص.317،318).

ب.3. **المنظم:** وهو عبارة عن مؤسسة مالية مهمتها إيجاد المتنازلين والمستثمرين المحتملين لإتمام صفقة معينة، وهي تحاول جعل هذه الصفقة مهيكلية بطريقة تجعلها قادرة على تحقيق أهداف المتنازلين من جهة، وتلبية مصالح ورغبات المستثمرين من جهة أخرى (Sophie Guéméné, 2002/2004, p.7).

ب.4. **معزز الائتمان:** ويقصد بها الطرف الذي يوافق على رفع جودة الائتمان لدى الطرف الآخر أو مجمع الأصول من خلال أداء الدفعات التي تصل عادة إلى مبلغ محدد، في حالة عجز الطرف الآخر عن أداء التزاماته في السداد أو في حالة نقص التدفق النقدي المنتج من قبل مجمع الأصول عن المبالغ المطلوبة تعاقدياً نظرا لعجز المتعهدين الأساسيين. ولذلك فهو يعتبر الضامن لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحقاتهم، وقد يكون هذا الطرف إحدى شركات التأمين أو مؤسسة حكومية، مثل المؤسسة الحكومية للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية جيني مي *Ginnie Mae*.

ب.5. **أمين المحفظة:** يعتبر أمين المحفظة جهة لا تشارك في الأعمال التجارية في عملية التوريق، بل تقوم بمتابعة الأوراق المالية المرهونة بالأصول وما إذا كانت هذه الأوراق تعبر حقيقة عن القيمة الحقيقية للأصل والتأكد من أية ضمانات إضافية أخرى دخلت في تقييم الورقة.

ب.6. **وكيل السداد:** يقصد به مصرف ذو سمعة ومكانة دولية وافق على أن يتعهد بسداد مدفوعات عن الأوراق المالية للمستثمرين، ومن المعتاد أن يتم السداد عن طريق نظام مقاصة. وفي أوروبا تتولى هذا الأمر جهة ترتبط بالأمين، وعلى العكس من ذلك نجد أنه في الولايات المتحدة يكون الأمين نفسه هو المسؤول عن عمليات السداد للمستثمرين.

ب.7. **المودع:** و هو مؤسسة ائتمانية تعمل على التأكد من حيابة SPV للأصول محل التوريق، وتراقب مدى انتظام المعاملات لضمان تسديد حصص المستثمرين (Sophie Guémené, 2002/2004, p.7).

ب.8. **ضامن الاكتتاب Souscripteur:** يقصد به أي طرف يقبل التعرض للمخاطر. وفي أسواق رأس المال يقصد به المتعامل بالأوراق المالية الذي يلتزم بشراء كل أو بعضاً لأوراق المالية التي يتم إصدارها بسعر معين. ووجود ذلك الالتزام يمنح الصبر تأكيداً بأن الأوراق المالية سيتم طرحها كما يحدد سعرها. وعليه، فضامن الاكتتاب يتحمل مع المستثمرين مخاطر السوق الخاصة بطرح الأوراق المالية التي تم إصدارها من جديد، ومقابل ذلك يفرض رسماً عن ضمان الاكتتاب، كما يقوم بعمليات الطرح من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول، و ذلك بهدف توفير الإفصاح الكامل و الشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار (محمد صالح الحناوي، جلال العبد، 2009، ص 318).

ب.9. **السلطات الرقابية:** و هي الجهة التي تعمل على مراقبة و ترخيص هذا النوع من العمليات، وطرق عملها تختلف من بلد إلى آخر.

## 2- محل عملية التوريق :

و يشتمل هذا الركن على مختلف العناصر التي تتعاقد عليها الأطراف الأصلية في عملية التوريق، ويتمثل هذه العناصر في (محمد عبد الحليم عمر، 2009، ص9):

أ- **الأصل محل التوريق أو محفظة التوريق:** عادة ما تقوم المؤسسة البادئة للتوريق بتجميع الديون المتشابهة أو المتجانسة من حيث فائدتها، آجالها، أخطارها، أغراضها و ضماناتها... الخ، في محفظة واحدة لتحويلها إلى SPV، التي تقوم بإصدار سندات على أساس قيمتها الأصلية وفوائدها وتلحق بها ضماناتها، و تسمى هذه العملية بالتنميط.

و تكون الديون التي تحتويها المحفظة مستقلة عن الذمة المالية لمؤسسة التمويل و SPV، بحيث لا تتأثر حقوق حملة سندات التوريق بإفلاسها أو إعسارها أثناء أجل الاستحقاق.



ب- المقابل الذي تدفعه شركة التوريق للشركة البادئة، ويكون هذا المقابل أقل من قيمة الأصل محل التوريق، وعادة تقتصره SPV لتدفعه للشركة البادئة ثم تسدد القرض من حصيلته ببيع الأوراق المالية للمستثمرين، وقد تؤجل سداد الثمن للمؤسسة البادئة حتى جمع هذه الحصيلته.

ج- الأوراق المالية المصدرة: وهي الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق والتي يتم بيعها للمستثمرين، وعادة ما تباع بعلاوة إصدار، أي بمبلغ يزيد عن القيمة الاسمية للسند، وتمثل العلاوة دخلاً SPV بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للدين المورق وبين ما تدفعه للشركة البادئة، بالإضافة إلى قيمة الاكتتاب والتي تتمثل في المبلغ الذي يدفعه المستثمرون لشراء الأوراق المالية.

### 3- صيغة عملية التوريق :

وهي الصيغة التي تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام صفقة التوريق، وتتمثل في التوقيع على العقود التي تبرم لذلك، وعادة ما توجد نماذج قانونية مرفقة بقوانين التوريق يحدد فيها حقوق والتزامات كل طرف، وهي تمثل في نموذج عقد تحويل حقوق الشركة البادئة وشركة التوريق ثم نشرة الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة، إلى جانب نماذج العقود بينهم وبين الأطراف التي تقدم خدمات عمليات التوريق حسبما تم ذكرهم من قبل.

### خامسا: الأساليب القانونية لنقل ملكية الأصول للمصدر

لقد أثبتت الممارسات الفعلية لعملية التوريق وجود ثلاثة أساليب قانونية لنقل ملكية الأصول محل التوريق من البنك البادئ للتوريق إلى شركة التوريق، وتتمثل هذه الأساليب فيما يلي:

#### 1- نقل الأصول بحوالة الحق أو التنازل :

حوالة الحق هي اتفاق مبرم بين أطراف عملية التوريق، يقوم بمقتضاه الدائن أو المقرض بالتنازل عن الدين الأصلية لشخص مدين له إلى طرف ثالث، وهو في هذه الحالة SPV، مع التزامه بالتسديد في حالة عدم قيام المدين بالسداد (Rebert Hudson, Alan colley, Mark Iargan, p.236). والغرض من حوالة الحق قد يكون مجرد التصرف في هذا الحق كقيمة مالية في ذمة الدائن ولكن أجل استحقاقها يحول دون تلبية حاجته للأموال، كما قد تستهدف الحوالة الوفاء فينقضي بها التزام الدائن اتجاه SPV، أو قد يكون المقصود من الحوالة مجرد تقديم ضمان من الدائن إلى SPV، فإذا لم ينفذ الدائن لإلزامه اتجاه SPV يمكن لهذه الأخيرة مطالبة المدين بتنفيذ هذا الالتزام. ولا تكون الحوالة نافذة إلا بقبول المدين لها أو بإعلانه بها، وهو ما يطلق عليه وصف "شهر الحوالة"، ويستلزم أن يكون هذا القبول ثابت التاريخ (حسين فتحي عثمان، 2009، ص 7).

ويشيع استخدام هذا الأسلوب في نقل الأصول عند توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها. ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الدائن الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها

إلى SPV أو يسدها ضمن سلسلة من الحوالات المتفق عليها عند التعاقد على التوريق، وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين (بوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، 2009، ص.4،5).

## 2- نقل الأصول باستبدال الدين أو التجديد :

يستوجب هذا الأسلوب القيام بالتحويل الحقيقي لكل من الحقوق والالتزامات القديمة لدى البنك البادئ للتوريق إلى أخرى جديدة لدى SPV (Rebert Hudson, Alan colley, Mark Iargan, p.236). و تجديد الحق يكون إما بتغيير الدين أو المدين أو الدائن، وفي صفقات التوريق يتم التجديد بتغيير الدائن ليصبح SPV بدلا من البنك البادئ للتوريق. وفي هذه الحالة يجب أن يتم الاتفاق بين المدين من جانب والبنك البادئ للتوريق و SPV من جانب آخر، على أن تصبح هذه الأخيرة الدائن الجديد (حسين فتحي عثمان، 2009، ص.13)، وذلك للتمكن من استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، لأن التجديد يقتضي الحصول على موافقة كل الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً (بوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، 2009، ص.4).

وبناء على ذلك فإن الحوالة كوسيلة لنقل الحق في الأصول تختلف عن التجديد بتغيير الدائن، حيث أن الحوالة تتم باتفاق البنك البادئ للتوريق والـ (SPV) دون تدخل المدين، إلى جانب انتقال الحق بكل ضماناته، بينما يترتب على التجديد انقضاء الالتزام الأصلي ونشوء التزام جديد مكانه وعدم انتقال الضمانات المقدمة من المدين لضمان الدين القديم إلا بقيود.

## 3- نقل الأصول بالمشاركة الجزئية أو الفرعية :

يستخدم هذا الأسلوب لوصف ترتيب تمويلي يتم ما بين البنك البادئ للتوريق وبنك آخر يطلق عليه إسم "البنك المشارك" أو "البنك القائد"، وهو عبارة عن بنك متخصص في شراء الذمم وتمويلها، و يمثل في صفقة التوريق SPV، وبمقتضى هذا الترتيب يقوم البنك المشارك أو SPV بشراء الذمم المدينة من البنك البادئ مقابل سندات مديونية، على أن يسترد البنك المشارك أمواله وفوائدها عندما يحين موعد الوفاء بها من المدين في هذه السندات، والذي هو في الغالب مقترض من البنك البادئ للتوريق، حيث يسلم المدين مبلغ الدين وفوائده للبنك البادئ ليقوم بدوره بالوفاء للبنك المشارك (حسين فتحي عثمان، 2009، ص.15،16).

وما تجدر الإشارة إليه، هو أن البنك المشارك لا يملك حق الرجوع على البنك البادئ للتوريق، حيث لا يكون هذا الأخير مسؤولاً عن المبلغ المتفق على إعادة الوفاء به في حالة عدم استلامه من المدين، لذلك يجب على البنك المشارك التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحمايته كحصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليه (بوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، 2009، ص ص:4-5).

## المحور الثاني: منتجات التسنيـد والتصكيك وأوجه الاختلاف بينهما

## أولاً: منتجات التسنيـد

تتمثل منتجات التسنيـد في الأوراق المالية التي تصدرها SPV، و هي تختلف باختلاف أغراضها والأصول الأساسية المسندة إليها des actifs sous-jacents ، و عليه يمكن أن تقسم هذه المنتجات إلى المجموعات التالية:

## 1- منتجات التوريق الحقيقي ( الكلاسيكي):

تتضمن هذه المجموعة الفئات التالية ( Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, ) (2011, p.9):

أ- الأوراق لمالية المضمونة بالأصول **Asset-Backed Securities (ABS)** وهي عبارة عن السندات أو الأوراق المالية المدعومة بمجموعة من الأصول المالية والتي عادة ما تولد تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها. ومن أمثلة هذه الأصول المستحقات الناشئة عن استخدام بطاقات الائتمان، قروض السيارات، القروض الاستهلاكية...الخ.

ب- الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري **Mortgage- Backed Securities(MBS)**: وهي تشمل كافة الأوراق المالية التي يتكون ضمان السداد الخاص بها من قرض مضمون أو محفظة قروض مضمونة برهن أو عدة رهونات عقارية، ويستلم المستثمرون مدفوعات الفائدة وأصل القرض من المدفوعات المستلمة عن القروض المضمونة بالرهن العقاري الضامن sous-jacent. و هي تشمل الأنواع التالية ( Standard & Poor's, p.28):

- الأوراق المالية المضمونة برهن عقار تجاري **Commercial Mortgage-Backed (CMBS) securities**: ويقصد بها الأوراق المالية المضمونة بواحدة أو أكثر من محافظ القروض العقارية التجارية، والتي قد تتضمن مجتمعات سكنية، مراكز تسوق، مجتمعات صناعية، مباني إدارية وفنادق...الخ.

- الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني **Residential Mortgage-Backed (RMBS) Securities**: تسمى أيضا بالأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية السكنية، وتتضمن هذه الأوراق المالية إصدار دين مضمون بمحظة متجانسة من قروض الرهونات المضمونة بملكيات عقارية سكنية.

ج- التزام الدين المضمون **Collateralised Debt Obligation (CDO)**: يقصد به الورقة المالية المضمونة بمحظة تشمل أنواع مختلفة من الديون، تقسم إلى فئات أو شرائح ذات مخاطر مختلفة، مما يعني أن المحفظة المالية غير متجانسة، يمكن أن تشمل سندات الشركات المتداولة في أسواق رأسا لمال، قروض

الشركات الممنوحة من مؤسسات الإقراض إضافة إلى مختلف الديون المورقة و غيرها (بن نعمون حمادو، 2009، ص.7). وهي تعتبر أوراق مالية من الدرجة الثانية، و تتضمن الأنواع التالية:

- **التزام السند المضمون (CBO) Collateralised Bond Obligations**: يقصد به الأصول المالية المضمونة بمحفظة تشمل سندات الشركة.

- **التزام القرض المضمون (CLO) Collateralised Loan Obligations**: يقصدها لورقة المالية المضمونة بمحفظة القروض التي تقترضها الشركات من قبل مؤسسات الإقراض، وعادة ما تكون من بنوك تجارية.

- **التزام الرهن المضمون (CMO) Collateralized Mortgage Obligation**: يقصد بها لورقة المالية المضمونة بمحفظة من القروض المضمونة بواحد أو مزيج من رهون العقارية وأوراق الوكالة المالية، وعادة ما تتضمن عملية إصدار التزامات الرهن المضمون فئات متعددة من الأوراقا لمالية بحيث يكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة.

- **التزام الدين المضمون المهيكّل (SF CDO) Structured Finance CDO**: يقصد بها الأوراق المالية المضمونة بمجموعة من المنتجات المهيكلة.

د - **الأوراق التجارية المضمونة بالأصول (ABC Paper) Asset-Backed Commercial Paper**: يقصد بها سندات الدين أو الأوراق التجارية المضمونة بأصول، والتي يتم الحصول على دفعات أصل قرضها أو الفائدة المستحقة عليها من التدفقات النقدية المستمدة من محفظة الأصول الأساسية، أو من خلال إعادة إصدار أوراق مالية أخرى. وفي حالة عدم إمكانية إصدار أوراق جديدة ليتم سداد ورقة تجارية حان موعد استحقاقها، يتم سحب تسهيلات سيولة الدعم لتوفير السيولة من جهة، وللسداد مستحقات المستثمرين من جهة أخرى.

## 2- منتجات التوريق الاصطناعي:

وتشمل هذه المجموعة مختلف مشتقات الائتمان، و التي يمكن توضيح أهمها فيما يلي:

أ. **مبادلة الائتمان المعيبة (CDS) Credit Default Swap**: و هي عبارة عن عقود مبادلة لتغطية خطر عدم الدفع، وتعتبر أكثر أنواع مشتقات الائتمان انتشارا، ويقصد بها العقد الذي بموجبه يحول خطر عدم الدفع المرتبط بمحفظة قروض إلى جهة أخرى تقبل ذلك تعرف ببائع التغطية أو الحماية ( Thierry Granier & Corynne Jaffeux, 2004, p.191,192). في الغالب يوافق من خلاله بائع الحماية على سداد مبلغ التسوية إلى مشتري الحماية بمجرد حدوث حالات الائتمان المحددة ومقابل هذه الحماية، يقوم المشتري بسداد قسط الحماية للبائع.

ب. الإلتزام الاصطناعي المضمون (Collateralised synthetic Obligations (CSO): وهي عبارة عن أوراق مالية، تكون الأصول الضامنة لها عبارة عن مشتقات ائتمانية ( Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, 2011, p.9

ج. التزام الدين المضمون الاصطناعي أو التركيبي (Synthetic CDO (CDOs): و هي عبارة عن أوراق مالية مضمونة بمحفظة مالية تتضمن أنواع مختلفة من الديون، ويتم نقل المخاطر المرتبطة بها من خلال استخدام إحدى مشتقات الائتمان و ذلك مقابل عملية بيع فعلية للأصول.

د. CDO of CDO (CDO<sup>2</sup>): و هي نوع من التزامات الدين المضمونة، المحفظة المالية الضامنة لها تشمل شرائح من مختلف التزامات الدين المضمونة الأخرى.

و في الأخير تجدر الإشارة إلى أن كل هذه الأنواع التي تم ذكرها ما هي إلا جزء من أنواع منتجات التوريق، فهناك عدد كبير منها مما يجعل من الصعب الإلمام بها.

#### ثانياً: منتجات التصكيك الإسلامي

منتجات التصكيك الإسلامي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصبح الأصول المبنية عليها مملوكة لحملة الصكوك، وتتعدد هذه الصكوك تبعاً لآليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، و بناء عليها يمكن تصنيفها على النحو التالي:

#### 1- صكوك الإجارة : وهي تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ، وتنقسم إلى :

أ. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: وهي وثائق يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها.

ب. صكوك ملكية المنافع: وتنقسم إلى:

ب-1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة : وهي وثائق يصدرها مالك عين موجودة (مستأجر) بنفسه، أو عن طريق وسيط مالي ، بغرض إجارة منافعها أو بغرض إعادة إجارتها، واستيفاء أجزائها من حصيلة الاكتتاب فيها.

ب-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة : وهي وثائق يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها.

ج- صكوك ملكية الخدمات: وهي نوعان :

ج-1- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين : هي وثائق يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها.

ج-2- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة : و هي وثائق يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

- 2- صكوك السلم : وهي وثائق يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.
- 3- صكوك الاستصناع: وهي وثائق يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة.
- 4- صكوك المرابحة: وهي وثائق يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة.
- 5- صكوك المشاركة : وهي وثائق يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تطوير مشروع قائم ، أو تمويل نشاط ، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم ، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- 6- صكوك المضاربة : وهي وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.
- 7- صكوك المزارعة : وهي وثائق يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.
- 8- صكوك المساقاة : وهي وثائق يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد.
- 9- صكوك المغارسة : وهي وثائق يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.
- 10 - صكوك الوكالة: وهي وثائق القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

### ثالثا: أوجه الاختلاف بين التسنيدي و التصكيك

بالرغم من أن الهدف الأساسي من عملية التسنيدي أو التصكيك هو الحصول على السيولة النقدية وتوفير وسائل استثمارية وكلاهما يتم بنفس الخطوات، إلا أنه من خلال إجراء مقارنة بينهما نجد مجموعة من الاختلافات يمكن توضيح أهمها في النقاط التالية:

## الجدول رقم (01): أوجه الاختلاف بين التسنيـد و التصكيك

التصكيك	التسنيـد	العملية الاختلاف
تسمى العملية تصكيكاً لأن ما يصدر عنها يسمى صكوكاً .	تسمى العملية توريقاً أو تسنيـداً لأن ما يصدر عنها أوراقاً مالية في صورة سندات بفائدة.	التسمية
- من حيث نوعها : هي أعيان أو منافع أوهما معا . - من حيث هيكل الموجودات القابلة للتسنيـد : يتعدد بتعدد بنود التمويل والاستثمار من إجارة ومشاركة ومضاربة.	- من حيث نوعها : هي ديون . - من حيث هيكل الموجودات القابلة للتوريق : يتكون من بند واحد وهو الديون.	الأصول محل التسنيـد أو التصكيك
- هي وثائق بحق في ملكية . - العائد:يمثل أجرة في حالة الإجارة وربحاً في حالة المشاركات والمضاربات. - مخاطر التشغيل (الخسائر): يتحمل حملة السندات الخسائر في حالة تحقيق المشاركة أو المضاربة لخسائر وكذا في الأجرة في حالة الإجارة إن لم يوجد ضامن لها .	- تمثل ديناً على المصدر . - العائد: فائدة ربوية محرمة شرعاً . - مخاطر التشغيل (الخسائر): لا يتحمل حملة السندات أية مخاطر من عدم قدرة المصدر على تحصيل الديون .	حقوق حملة الصكوك
هي عملية بيع دين مقابل أعيان.	هي عملية بيع دين لغير من هو عليه بالتقـد تحت مسمى حوالة الحق أو التجديد	عملية نقل الموجودات لشركة التوريق ومنها لحملة السندات والصكوك
يتم تداول الصكوك إن كانت تمثل ملكية أعيان أو منافع أما الصكوك التي تصدر عن نـم ببيع آجلة فلا يجوز تداولها شرعاً .	يتم تداول السندات في السوق الثانوية.	تداول الأوراق المالية
تتـرعى الضوابط الشرعية في جميع جوانب العملية.	لا تتـرعى الضوابط الشرعية نهائياً.	الضوابط الشرعية

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على: محمد عبد الحليم عمر، مرجع سبق ذكره، ص ص-20

## الخاتمة

- لقد تم من خلال هذه الورقة البحثية التطرق لمفهوم عملية التسنيـد وعملية التصكيك، مع تبيان أهم منتجاتهما، وكذا الفروق الجوهرية ما بين عملية التصكيك والتسنيـد، وقد تم من خلال ما سبق الخلاص إلى مجموعة من النتائج الأساسية، التي يمكن إيجازها في العناصر الآتية:
- يعد التوريق من أهم منتجات الهندسة المالية التقليدية، وهو أداة لتحويل القروض والديون الربوية إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق الثانوي وهذا من أجل حل مشكلة السيولة.
  - عملية التصكيك هي الأخرى من أهم ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية، وهي تسمح بتحويل أصول أو منافع إلى سندات أو صكوك إسلامية قابلة للتداول.
  - تسمح عملية التسنيـد والصكيك بالتغلب على مشكلة مهمة تواجه البنوك والمؤسسات المالية على حد سواء والمتمثلة في مشكلة السيولة.
  - تسمح عملية التصكيك والتسنيـد بالحصول على عديد المنتجات المالية، وهو ما يتيح عديد الخيارات أمام البنوك، المؤسسات المالية والمستثمرين.
  - هناك فروق جوهرية عديدة ما بين عملية التوريق وعملية التصكيك، فالتصكيك مرتبط بأصول حقيقية أو منافع كما أنه موافق للضوابط الشرعية، على عكس التوريق، فهو مرتبط بتحويل الديون إلى أوراق مالية بعائد ربيوي تتمثل في أسعار الفائدة.
  - المنتجات المنبثقة عن عملية التصكيك والتسنيـد يتم تداولها في السوق المالية الثانوية، وهو ما يضمن سيولتها العالية ويزيد أهمية هذه العملية.

## قائمة المراجع

- (1) بن نعمون حمادو، دور تقنية التوريق و صناديق التحوط في أزمة 2008، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، بكلية التسيير والاقتصاد، جامعة قسنطينة، 2009، ص.7.
- (2) شيماء إبراهيم محمد نواره، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية في ضوء معايير المحاسبة الدولية (دراسة ميدانية)، رسالة مقدمة للحصول علي درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة قناة السويس، 2007، ص.ص.23-27.
- (3) صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق و أثره في وقوع الأزمة المالية في ضوء الفكر الإسلامي، مداخلة من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية" لكلية الحقوق - جامعة المنصورة- في الفترة مابين 1-2 أبريل 2009، ص.ص.6،7.
- (4) علي محي الدين القرّة داغي، دراسة حول الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها و تداولها، في الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009، ص.6. من الموقع الإلكتروني: [www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/)، يوم: 2017/08/20.



