

## دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية

د/ حازم بدر الخطيب

جامعة اربد الأهلية- الأردن.

### الملخص:

#### Abstract:

During the past twenty to thirty years the capital markets have been completely transformed. The emergence of Eurodollars has integrated the capital markets that were once separate from each other. Also, the computer internet technology and fast communication have reduced per unit cost of transaction to a very low level. This has facilitated the movement of large sums of money with an unprecedented speed. In order to get benefit of this huge growth in capital markets there is a need for Islamic countries to interact with the international development, and to find out rules and bases for the emergence of an integrated Islamic financial market.

The research aims at finding out differences and similarities between the mechanism of financial markets and suggested Islamic financial markets concerning the most important and newest financial instruments. The relationship between these instruments and both risks and returns was analyzed and discussed for suggested Islamic financial markets.

قد تغيرت أسواق المال الربوية بشكل جذري خلال العشرين أو الثلاثين سنة الماضية فاتجاه العالم إلى العولمة وظهور اليورو دولار قد أدى إلى ربط أسواق المال مع بعضها البعض قد أن كانت منفصلة عن بعضها في السابق، ومع تسارع ثورة الاتصالات وتطبيق تقنيات الإنترنت أدى إلى إمكانية إجراء الصفقات المالية بين المستثمرين دون الاكتراث ببعد المسافة الفاصلة بين المتعاملين وبأقل تكلفة ممكنة للصفقة الواحدة، وانعكاس ذلك على حركات كبيرة وضخمة للأموال عبر العالم. وللاستفادة من هذا النمو الهائل للأسواق المالية في العالم كان لا بد من تفاعل الدول الإسلامية ومواكبة هذا التطور العالمي عن طريق تبني أسس وقواعد تساعد في إمكانية إنشاء سوق مالي إسلامي متكامل. يهدف البحث إلى بيان أهمية العائدات والأدوات المالية في أسواق المال الربوية وأسواق المال الإسلامية المقترحة. وبشكل خاص يتناول البحث أوجه التشابه والاختلاف بين العائدات والدوات المالية في ظل أسواق المال الربوية وأسواق المال الإسلامية المقترحة، بفرض مناقشة وتحليل الأسس والقواعد التي تحكم أسواق المال، كما يتم مناقشة وتحليل واقع وآفاق تطوير أسواق مال إسلامية مقترحة.

## مقدمة البحث

من عناصر تكوين أسواق رأس المال وجود العديد من الشركات والمنظمات التي تهدف لتعظيم العائدات، وأخرى لتحقيق أهداف غير اقتصادية إلى جانب تعظيم العائدات أو تلك التي لا تهدف إلى تحقيق العائدات (Schwert, 1990). كما أن المستثمرين ذوو ميول مختلفة نحو قبول درجات مختلفة من المخاطرة أو تعظيم العائدات أو تحقيق السيطرة في عالم تسيطر عليه المنافسة والتقدم التكنولوجي وظهور الاتحادات النقدية الدولية (Shiller, 1990). إن وجود العديد من البدائل المتاحة للمستثمرين في أسواق رأس المال يؤدي إلى المزيد من التنوع في السلع والخدمات كما ونوعاً، وإلى تطوير أساليب جديدة تحكم المتعاملين في السوق المالي وتوفير المزيد من الأدوات المالية لغراض الاستثمار التقصير والمتوسط والطويل الأجل (هندي، 1997).

وإذا كانت عناصر تكوين أسواق المال الربوية منتشرة في العديد من الدول العربية والإسلامية فإن هناك من ينادي بإمكانية إنشاء أسواق مال غير ربوية تساعد على استيعاب الأموال المستثمرة وإضافة بدائل استثمارية أخرى أمام المستثمرين في أسواق المال والنقد (Umar, 1995).

تشير الدراسات السابقة إلى العديد من الدول التي ساهمت في إنشاء مصارف إسلامية جنباً إلى جنب مع البنوك الربوية (Khan, 1992). كما أن هناك القليل من الدول الإسلامية التي أقدمت على تجربة سوق مالي إسلامي (Rosly, 1995). إضافة إلى أن مفهوم الأرباح أو العائدات في الأسواق الربوية وغير الربوية مختلفة عن بعضها البعض غير أنها متشابهة فيما بينها في المضمون وخصوصاً فيما يتعلق بقبول درجات متفاوتة من المخاطرة وسلوك المستثمرين (Umar, 1995). قد يكون وميول المستثمرين نحو المخاطرة في كلا السوقين متشابهة لحد كبير، ولكن سلوكهم نحو قبول معدلات مختلفة من العائدات وقناعتهم بهذه المعدلات قد يختلف اختلافاً كبيراً. ويتوقع أن يسعى كافة المستثمرون على تعظيم العائدات من استثماراتهم بأقل درجة ممكنة من الخطر.

يعرض البحث عدداً من أشكال الاستثمارات المتاحة في أسواق المال عموماً، مع التركيز على بعض الأدوات المالية المنتشرة في أسواق المال الربوية، وتلك المقترحة لتطوير أسواق مال غير ربوية وفق قواعد الشريعة الإسلامية. كما يبين آلية عمل السوق

المالي والنقدي الربوي والسوق المالي والنقدي غير الربوي (الإسلامي) المقترح مع مقارنة الأدوات المالية والعائدات لكلا السوقيين في العالم. بهدف مناقشة وتحليل أوجه التشابه والاختلاف بينهم، مع عرض تجارب بعض الدول العربية والإسلامية بهذا الخصوص.

## 1 - أهمية البحث

تتجلى أهمية الدراسة من خلال الأهداف التالية:

1. بيان انواع العائدات في السوق المالي الربوي والسوق المالي الإسلامي المقترح، ومناقشة وتحليل ميول وسلوك المستثمرين تجاه تلك العائدات.
2. مناقشة وتحليل الأدوات المالية الإسلامية والأدوات المالية الربوية وبيان أوجه التشابه والاختلاف فيما بينهم.
3. تحليل أهمية وجود أسواق المال الإسلامية والربوية بالنسبة للمستثمرين سواء الأفراد والمنظمات والبنوك والحكومات.

4. توجيه اهتمام المفكرين في أدبيات المحاسبة والمصرفيين وغيرهم لهذا الحقل الذي تفتقر الكتابات العربية له، بهدف توسيع آفاق المستقبل بإمكانية إنشاء أسواق مالية إسلامية تكون جنبا إلى جنب، أو ربما منافسة لأسواق المال الربوية، حيث اقترحت الدراسة عددا من الاستنتاجات والتوصيات.

## 2 - المشكلة التي يتناولها البحث

على الرغم من قيام عدد من الدراسات النظرية في المجالات المالية الإسلامية إلا أن معظمها يقدم إطارا غير شامل حول أهمية ودور ادوات الإسلامية والعائدات التي تنتج عنها بهدف إنشاء سوق مالي إسلامي متكامل. كما أن الدول العربية التي قدمت تجارب حول البنوك الإسلامية تنحصر في القليل من البدائل المتاحة في إطار عقود المرابحة والمشاركة لبعض الاستثمارات دون الغوص في مناقشة وتحليل الأسس والقواعد التي تساهم في تطوير المزيد من البدائل المتاحة لتوسيع الاستثمارات على المدى الطويل ودراسة سلوك المستثمرين تجاه تلك البدائل الاستثمارية التي تقدمها المؤسسات المالية الإسلامية. يمكننا القول أن هناك عدد قليل من الدراسات النظرية أو التطبيقية التي

تطرقت إلى دور وأهمية العائدات والدوات المالية ومقارنتها بتلك التي في السوق المالي الربوي.

استجابة لهذا المطلب تأتي الدراسة الحالية لمناقشة وتحليل أنواع العائدات والدوات المالية في السوق المالي الربوي والسوق المالي الإسلامي المقترح وتحليل درجة التداخل فيما بينها لاستنتاج واقتراح بدائل استثمارية إضافية أمام المستثمرين بمختلف فئاتهم.

### 3 - الدراسة

تشير العديد من الأبحاث إلى دور وآلية عمل أسواق المال الربوية في مختلف الدول التي تتبنى أسواق المال الرأسمالية الحرة. فهناك الأسهم العادية والأسهم الممتازة وقروض السندات والوراق المالية الحكومية والأسهم والسندات القابلة للتحويل وأساليب الادخار في مكاتب البريد وفي الممتلكات العقارية وفي المعادن الثمينة والأشياء الفنية ذات القيمة وغيرها (Sinquefield, 1991).

يتميز كل مستثمر بسلوك وتوقعات خاصة به تختلف عن غيره من المستثمرين كما تختلف تلك التوقعات للمستثمر الواحد غير الزمن ومدى قبوله للعائد والخطر من خلال خياراته لبدائل الاستثمار المختلفة المتاحة له. ويساهم تنويع المستثمرين لاستثماراتهم في محفظة الأوراق المالية في السوق المالي على تحقيق أهدافهم. كما أن المستثمر غالباً ما يكون قادراً على تقييم نموذج سلوكه الخاص قبل بلوغ الغاية التي يسعى لتحقيقها. بل إنه قادر على التمييز إن كان الخطر معدوماً أو كان الخطر محايداً أو خطراً يمكن قبوله. حيث أنه يسعى لتحقيق أعلى عائد بأقل خطر ممكن، وهنا يمكن تصنيف المستثمرين كما هو مبين في الجدول رقم (1).

### الجدول (1)

سلوك المستثمرين ودرجات الخطر المتاحة في السوق المالي

السلوك	نوع الاستثمار (أمثلة)	الخطر ونوعه	ميول المستثمرين
1- توقعات بدفع أقل من الحدث المشكوك فيه.	شهادات حكومية- بوليصة تأمين على الحياة-سندات حكومية	معدوم	متجنبو الخطر
2- توقعات بدفع معادل للعائد المتوقع من الحدث المشكوك فيه.	أسهم عادية	قليل	محايدو الخطر
3- توقعات بدفع أكثر من العائد المتوقع للحدث المشكوك فيه.	أسهم عادية - سندات وأوراق مالية قابلة للتحويل	كبير	أخذو الخطر

يشير الجدول (1) إلى وجود ثلاث فئات من سلوك المستثمرين في السوق المالي الربوي يقابلها ثلاثة أنواع من المخاطرة، أما الدوات المالية فتشكل نوع الاستثمار الذي يرغب المستثمرون به في محفظة الأوراق المالية في السوق المالي الربوي، وكأن تلك الدوات المالية تعبر عن العلاقة بين المستثمرين والشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية من خلال مفاهيم السوق المالي الربوي وقواعد وأسس النظام الرأسمالي الحر.

ضمن إطار العلاقة بين الأدوات المالية والعائدات المشار إليها في الجدول (1) أعلاه تتناول الدراسة المواضيع التالية بغرض بيان أهمية ودور العائدات والأدوات المالية في كل من سوق المال الربوي والسوق المالي الإسلامي المقترح:

أ - المفهوم العام للسوق المالي الربوي ومزاياه.

ب - الدوات المالية في أسواق المال الربوية والإسلامية المقترحة.

ج- آلية عمل اسواق المال الربوية والإسلامية المقترحة.

د- دور الوسطاء الماليين في أسواق المال الربوية والإسلامية المقترحة.

ستقوم الدراسة الحالية بمناقشة وتحليل تلك المباحث المشار إليها أعلاه لهدف رئيس وهو بيان أوجه الاختلاف والتشابه بين أسواق المال الربوية وأسواق المال الإسلامية المقترحة.

#### أ. المفهوم العام للسوق المالي الربوي ومزاياه

تشمل السوق المالية كلا من سوق النقد وسوق رأس المال معا حيث يتم التعامل في سوق النقد بالتوظيفات قصيرة الأجل بينما يتم التعامل في السوق المالية بالتوظيفات طويلة الأجل. إن كلا المصطلحان يستخدمان بشكل مترادف في الحياة اليومية، كما أن مصطلحا سوق رأس المال والسوق المالية يستعملان للتعبير عن معنى واحد ( Wood, 1985).

يعرف سوق رأس المال أنه "السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات العمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود لفترات طويلة أو متوسطة (Robinson & Wrightsman, 1974). ولكن الاقتراض في الواقع ليس الصفقة الجوهرية لسوق رأس المال بل هو أحد أشكال الحصول على الموارد، ولذلك يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتعامل فيه كل من أصحاب الأموال والمستثمرين بعقود طويلة الأجل.

أما عن أهم مزايا سوق المال فهو قابلية الأدوات المالية للتحويل. حيث تقوم أسواق رأس المال بعملها من خلال بعض الأدوات المالية، كما سنرى لاحقا، التي تكون بطبيعتها قابلة للتحويل ويعني هذا المصطلح إمكانية بيع وشراء هذه الأدوات وانتقال ملكيتها وفقا لعمليات البيع والشراء هذه. كما يتم في بعض الحالات نقل الحقوق بين المتعاملين والمستثمرين من خلال التظهير للشيكات والحوالات المصرفية والشيكات السياحية والسندات الأذنية (Shillerr, 1990). كما تشمل الأوراق القابلة للتحويل السندات العادية والسندات العقارية وسندات الشركات والسندات الحكومية.

وتقسم أسواق المال الربوية عمليا إلى كل من السوق الأولية والتي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة وتسهم في زيادة التكوين الرأسمالي، والسوق الثانوية والتي يجري فيها لاتعامل بالأوراق المالية بعد إصدارها واستكمال إجراءات الاكتتاب بها ضمن القوانين والأنظمة والتعليمات السائدة (AFMS, 1998). وتعد السوق النظامية والسوق الموازية كلتيهما جزء من السوق الثانوية التي يتم التعامل من خلالها بالأوراق المالية المدرج اسمها في السوق المالي، وهناك أيضا السوق الثالث المكونة من بيوت السمسة من غير أعضاء السوق المنظمة، وأخيرا السوق الرابع المكون من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وغيرهم من المستثمرين الأفراد الذين يتعاملون بتداول الأوراق المالية في أسواق المال (هندي، 1997).

#### ب- الأدوات المالية في أسواق المال الربوية والإسلامية المقترحة

كما ذكرنا أعلاه إن أسواق رأس المال الربوية تقوم من خلال وجود أدوات مالية تمكنها من تعبئة الموارد المالية واستثمارها، وإن أهم ميزة لهذه الأدوات كونها قابلة للتحويل، إلا أنه لا يشترط أن تكون كل ورقة قابلة للتحويل هي ورقة ماليّة ولمناقشة ذلك نبين أهم الدوات المالية في أسواق المال الربوية وأسواق المال الإسلامية:

أوراق المديونية (Debt-based Instruments).

أوراق الملكية (Equity Instruments).

الأوراق المالية الهجينة (Hybrid Instruments).

وثائق رؤوس الأموال غير المصرفية (None Bank funding documents).

سندات المقارضة (Muqarada Bond).

شهادات المشاركة (Participation Certificates).

شهادات الإسكان (العقارات) (Housing Certificates).

وسوف نناقش تلك الدوات المالية بالتفصيل تباعا.

#### أوراق المديونية (Debt-based Instruments)

يكون لهذه الأوراق المالية عمر محدد وتعطي عائدا ثابتا محددا، أي فائدة ربوية، حيث تعتبر السندات مثلا واضحا لهذه الأوراق المالية. وهناك نوع جديد من أوراق

المديونية يدعى التسييد (Securitization) وهو تمويل إضافي للشركة في سوق المال الربوي يعتقد على قيمة الأصول وخصائص التدفقات النقدية من الأصول المجمعة (المحاسب القانوني، 1997). إذ ليس للتسييد علاقة بحقوق الملكية وإنما يعني فصل مخاطرة الأصل عن مخاطرة الشركة مما يؤدي إلى زيادة فرص التمويل، ويعتبر التسييد من الأوراق المالية الهامة في عدد من الدول مثل بريطانيا وكندا وأستراليا وفرنسا وإسبانيا ولكنه منتشر بنجاح في أمريكا. تشمل الأصول التي يمكن تسييدها عادة العملاء التجاريون وبطاقات الائتمان أو التأجير التي يمكن التنبؤ بتدفقاتها وتعتبر تنويعاً لقاعدة الملتمزم بعملية التسييد بهدف زيادة العائدات من مصادر الأموال وذلك لم يكن متوفراً باستخدام مصادر التمويل التقليدية، ويرى الباحث أن أهم عقبة تعترض التسييد هي اضطراب الشركة أحياناً لبيع الأصول الأقل خطراً ولكن ذلك سيؤدي إلى زيادة مخاطرة الشركة ككل. ولكن من جهة أخرى هناك ميزة من وجهة نظر المستثمرين في السوق المالي الربوي وهي إمكانية الاستفادة من عزل مخاطرة الأصل عن مخاطرة الشركة المصدرة للأوراق المستندة للموجودات، وهكذا يتعرض المستثمر فقط لمخاطر السوق ومخاطر عدم الدفع. إضافة على أنه سيحصل عادة على عائد أكبر من التسييد المعزز نتيجة الفرق بين سعر الفائدة على التدفقات النقدية من الأصل نفسه وتكاليف تسييده المنخفضة حيث أن العلاقة ليست بين المقرض والمقترض كما هو الحال في السابق وإنما بين مصدر السندات والمستثمرين مباشرة.

وبما أن الفائدة محرمة وفقاً للشرعية الإسلامية فلا يمكن التعامل بها في النظام المالي الإسلامي (IAIB, 1995). والتعليل الفقهي لذلك يتنمّل في أن الدين لا يعتبر استثماراً شرعياً يعود على الدائن أو المقرض بالمال إلا إذا تم إصدار أوراق مالية خالية من الربا، أي وجود أوراق مالية بمفهوم آخر يوافق قواعد الشرعية الإسلامية ويحفظ المستثمرين الإسلاميين للتخلي عن مواردهم المالية للأهداف الاستثمارية. مثل عقود الوكالة والمعاوضات التي سنناقشها لاحقاً.



### أوراق الملكية (Equity Instruments)

تعتبر أوراق الملكية بمثابة حصة في رأس مال الشركة أو المشروع العائدة له، ويعبر عنها بصك السهم، وقد تكون هذه الأسهم إسمية أو للحامل (Mannan, 1990). وبينما تكون السندات ذات عمر محدد فإن الأسهم تعتبر شبه أبدية ويتصف العائد على هذه الأسهم بعدم الثبات إذ يتغير وفقا لتغير أرباح الشركة أو المشروع (Schwert, 1990). ويشارك حملة الأسهم العادية في توجيه أعمال الشركة من خلال التصويت لترشيح أعضاء مجلس الإدارة، بينما لا يملك حملة السندات هذه الحقوق. إن هذا النوع من الأدوات المالية يمكن تبنيها في أسواق المال الإسلامية ولكن وفق أسس قواعد الشريعة الإسلامية، وهي تشبه عقود المراجعة والمشاركة كما سنناقشها لاحقا.

### الأوراق الهجينة (Hybrid Instruments)

تعتبر الأوراق المالية الهجينة مزيجا من ميزات أوراق المدينة وأوراق الملكية (هندي، 1997). فهناك السندات ذات الفائدة المتغيرة حيث تتغير فيها الفائدة خلال عمر السند إما وفقا لتواريخ محددة أو فاصل زمني معين، حسب الاتفاق المبرم بين الشركة المصدرة للسند وحامل السند.

وتعد السندات القابلة للتحويل والسندات التي ترافقها الصكوك نوعا هجينا من الأوراق المالية، حيث يستطيع حملة السندات القابلة للتحويل استبدال هذه السندات ذات الفائدة الثابتة بأسهم صادرة عن نفس الشركة وفقا لسعر محدد يسمى سعر التحويل، والذي عادة ما يكون موجودا في شروط السند. علما بأن سعر التحويل من سوق مالي ربوي لآخر (Sinquefield, 1991). أما العائد المتمثل بالفائدة التي يدفعها مصدر الورقة الهجينة هي أقل من الفائدة على مثيلاتها، وذلك مقابل إعطاء الحق للمشتري بتملك بعض الأسهم وفقا لاختياره.

### وثائق رؤوس الأموال غير المصرفية (Non Bank Funding Documents)

هناك نوع آخر من الأوراق المالية التي تباع مباشرة للمستثمرين بدون وسطاء ماليين. فقد ظهرت مؤسسات مالية غير مصرفية أو ما يدعى بأدوات رؤوس الأموال غير

المصرفية مثل صناديق التقاعد وصناديق التعاون وشركات الاستثمار وشركات التأمين (Gastineau & Jarrow, 1991) وتعتبر هذه المؤسسات المالية الآن ذات حجم استثمارات هائلة في أسواق المال الربوية.

وفيما يتعلق بالأدوات المالية الإسلامية فإن أهم ما يميزها أنها لا تحتوي على الفائدة. فبدلاً من كون العلاقة بين الدائن والمدين علاقة مديونية نجد أن العلاقة في الأدوات المالية الإسلامية تتم بين أصحاب رؤوس الأموال والمستثمرين لهذه الأموال مباشرة. حيث أن العائد على هذه الأدوات ليس ثابتاً ولا محدداً مسبقاً (Khan, 1992). لهذا فإن هذه الأوراق لا تعبر عن علاقة مديونية وإنما تعبر عن علاقة المديونية وإنما تعبر عن علاقة مشاركة من قبل صاحب رأس المال المستثمر في بعض الأصول المنتجة، وبالتالي فإن العائد على الورقة المالية الإسلامية يتعلق بناحيتين: الأولى إنتاجية الأصل الذي تمثل هذه الورقة حصة فيه والثانية في سوق القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه هذه الورقة المالية فعلاً. ومن جهة أخرى فالعلاقة بين العائد على الورقة المالية وبين إنتاجية الأصل تتحدد من خلالها طبيعة العقد أو الاتفاق الذي يتم على أساسه إصدار الورقة المالية.

### سندات المقارضة (Muqarada Bond)

تنص الهيئة الشرعية المنبثقة عن منظمة المؤتمر الإسلامي على وجود شروط كي تصبح سندات المقارضة متوافقة مع الشريعة الإسلامية (Byukdeniz, 1995)، وهي:

1. يجب أن تمثل حصة فعلية في ملكية المشروع التي صدرت لتمويله، كما يجب أن تبقى هذه الملكية قانونياً مستمرة خلال حياة المشروع.
2. يجب أن تحتوي الصكوك أو السندات على جميع المعلومات التي يتضمنها عقد المضاربة في الشريعة الإسلامية، مثل طبيعة رأس المال ونسب توزيع الأرباح والخسائر.

3. يجب أن تكون الشهادة قابلة للتحويل إلى نقد في نهاية الفترة.

4. إن الشخص الذي يتلقى الأموال المكتتب بها في صكوك المقارضة من أجل استثمارها في المشروع المحدد يسمى المضارب، ولا يتحمل أي مسؤولية عن نتائج

أعمال الشركة إلا في الحالات التي أقرتها الشريعة الإسلامية (مثل حالة التفريط في استعمال المال).

5. لا يجوز أن يحتوي عقد الصك على ضمانات من قبل المدير المالي بإعادة المبالغ المدفوعة أو بتحديد أرباح ثابتة أو تحديد نسبة مئوية من رأس المال كعائد أو ربح. ولكن يمكن ضمان هذه الأوراق من قبل فريق ثالث ضمن قواعد محددة، كأن لا يكون هذا الفريق الثالث عميلاً لأي من الفريقين. ورغم ذلك فإن شرط الضمان هذا يكون مستقلاً عن تلك الشروط المنصوص عليها في عقد المضاربة، وعلى صعيد التطبيق العملي يعتبر الأردن أول من طرح صكوك المقارضة.

### شهادات المشاركة (Participation Certificates)

لقد صدرت شهادات المشاركة في الباكستان منذ عقد من الزمان تقريباً بهدف استبدال السندات الربوية المستخدمة في تمويل الشركات بأوراق مالية إسلامية. وتعتبر شهادات المشاركة بمثابة حصص في هذه الشركات قابلة للتداول، وتقوم على مبدأ المشاركة في العائدات أو الأرباح وتحمل جزء من الخسارة (Khan, 1992)، إن الهدف الرئيسي لإصدار مثل تلك الشهادات يأتي تلبية لمتطلبات التمويل الطويل والمتوسط الأجل وبشكل خاص في قطاع الصناعة بحيث تغدو ركيزة لهذا القطاع. لقد تطور مفهوم شهادات المشاركة لتتضمن مفهوماً أكثر أماناً للمستثمرين من حيث سلوكهم تجاه درجات المخاطرة وقبول الخسائر من خلال إصدار شهادات التمويل المشروطة التي تقوم على مبدأ الربح الهامشي بدلاً من المشاركة في الربح أو الخسارة. كما أن هناك نوع آخر من عقد المشاركة يتمثل في أن يشترك البنك مع فرد أو أكثر في إنجاز عمل من الأعمال.

تشترك المشاركة مع المضاربة في أنه لكل شريك حصة من العائدات المتحققة وعادة ما تكون الخسارة بنسبة رأس المال المستثمر ويسمى هذا النوع من المشاركة "بالمشاركة الثابتة". يختلف هذا النوع عن ما يعرف بالمشاركة "المتناقصة أو المنتهية" والتي تتمثل في تحديد نصيب كل من البنك وشريكه في الشركة في صورة أسهم تمثل مجموعة قيمة أصول الشركة، وهنا يحصل كل من البنك وشريكه على نصيبه من العائدات المتحققة ويكون للشريك الحق في شراء أي عدد من الأسهم المملوكة للبنك متى

شاء وتتناقص أو تنتهي بناء على ذلك صفة البنك كشريك. والجدير ذكره هنا أن المؤتمر الأول 1979 بدبي والمؤتمر الثاني 1993 بالكويت للبنوك الإسلامية قد حددا توصيات تتعلق بالمشاركة والمراوحة والتعليمات والإجراءات التي تضبط التعاملات المالية الإسلامية.

### شهادات الإسكان (العقارات) (Housing Certificates)

تم استخدامها في تركيا كوسيلة من قبل الإسكان الجماهيري وإدارة الاكتتاب العام بهدف تأمين مصادر نمو في قطاع الإسكان، بحيث لا تحمل هذه الشهادات أي فائدة أو عائد مالي، وكل شهادة من هذه الشهادات تمثل مترا مربعا واحدا في شقة لأي مشروع إسكان (Byukdeniz, 1995). من ميزات هذه الشهادات أنها للحامل وقابلة للتداول في السوق الثانيتز ويتم إعادة تقييم هذه الورقة بشكل شهري، ويجري قبض قيمتها فورا بتقديمها لبعض المصارف المرخص لها وفق السعر المصرح به من قبل إدارة الإسكان.

### ج- آلية عمل أسواق المال الربوية والإسلامية المقترحة

يتكون سوق رأس المال الربوي من ثلاثة عناصر رئيسية وهي: الجهات المصدرة للأوراق المالية والوسطاء الماليين والمستثمرين (Umar, 1990). فالجهات المصدرة للأوراق المالية قد تكون المصارف المركزية والوكالات الحكومية وشركات الأعمال والمصارف العادية، وتضم فئة الوسطاء الماليين بيوت السمسرة وشركات الأوراق المالية والمصارف الدولية ومصارف الاستثمار، حيث أن مهمتهم الأساسية هي مقابلة احتياجات التمويل لدى الشركات المصدرة للأوراق الجديدة مع الأموال المدخرة لدى المستثمرين مقابل رسوم لقاء هذه الخدمات، إضافة إلى تسهيل التعامل بالأوراق المتداولة في السوق المالي (Mannan, 1993). أما المستثمرين فينقوت سلوكهم وميولهم نحو مدى قبول درجات المخاطرة والعائد حيث يهدفون إلى تعظيم العائدات من استثماراتهم في السوق المالي بأقل درجة ممكنة من الخطر.

تخضع جميع الأدوات المالية في السوق الربوية لخطر تقلبات سعر الفائدة الذي قد يتغير إما بفعل عوامل السوق ذاتها أو نتيجة لسياسات حكومية معينة. وتستند نظرية المحفظة المالية في أسواق المال الربوية على مبدئين أساسيين: إذا كان هناك ورقتان

ماليتان لهما نفس المخاطرة فإننا نختار الورقة ذات العائد الأعلى، وعلى العكس إذا كان هناك ورقتان لهما نفس العائد نختار الورقة ذات المخاطرة الأقل.

وفيما يتعلق بآلية عمل السوق المالي الإسلامي فقد تمت الدعوة لأسلمة الأسواق المالية في البلدان الإسلامية من قبل العديد من المسلمين، حيث أن معظم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية الربوية تستند على الفائدة والتي هي محرمة أصلاً في الشريعة الإسلامية (Hassan, 1993).

إن تطوير أدوات مالية لا تتعارض في شروطها وصيغتها مع الشريعة الإسلامية يعد الخطوة الأولى نحو إنشاء سوق مالي إسلامي. أما الخطوة الثانية فتتمثل في ضرورة إخضاع عمليات التداول بهذه الأوراق المالية لكل من القانون الإسلامي وقواعد التعامل الأخلاقي في الإسلام، حيث يتطلب الأمر إجراء تقييم من وجهة نظر الفقه الإسلامي لمختلف طرق التعامل في السوق المالي بهدف تحديد الطرق المقبولة والطرق غير المقبولة شرعاً. أما الخطوة الثالثة فهي تتمثل في ضرورة إنشاء مؤسسات مالية إسلامية تقوم بتفعيل هذا السوق المالي. علماً بأنه لا بد من الإزالة أن الإسلام لا يمانع من وجود الوسطاء الماليين بشكل مطلق.

في الواقع، ومهما كان نوع النظام الاقتصادي السائد فإنه لا بد من أن تتواجد في المجتمع فئات ذات فائض مالي وفئات أخرى ذات عجز مالي وذلك تبعاً لعوامل الحصول على الأموال (Saleh, 1992). استناداً لذلك يتم تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية عبر التعاون بين الفئات أو الوحدات ذات الفائض المالي والأخرى التي تعاني من العجز وهذا ما يدعى بالمضاربة التي هي عقد بين طرفين يقدم أحدهما المال ويقدم الآخر العمل (المحاسب القانوني، 1996). وهنا يؤمن عقد المضاربة في الشريعة الإسلامية تحقيق هذا النوع من التعاون، ويتم توزيع الربح بين كل من المستثمر أو صاحب المال والشركة التي تستثمر الأموال أو المضارب وفقاً لنسب يتفق عليها، علماً بأن حسابات الاستثمار في المصارف الإسلامية تقوم حالياً على أساس هذا المبدأ.

كما أن هناك أنواع متعددة من المضاربات كالمضاربات المؤقتة والمضاربات المستمرة والمضاربات الفردية والمضاربات الجماعية. وتوصي الدراسة باستخدام

تطبيقات جديدة لمبدأ عقد المضاربة على غرار ما هو سائد حالياً في كل من بيت التمويل الكويتي في مضاربة للاستثمار في ناقلة البترول ومجموعة البركة التي تقوم بتأسيس مضاربات عقارية وتجارية منها صندوق إعمار الكويت ولبنان، وغير ذلك من المضاربات التي يجريها بنك فيصل الإسلامي بتأسيس مضاربات لتأجير طائرات لحكومتها ماليزيا وأندونيسيا.

ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هنا هو: هل عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية جائز بالشريعة الإسلامية؟

برأي علماء الفقه الإسلامي أن الشريعة الإسلامية لا تمنع من إعادة تنظيم الحقوق المالية، لذا فإنه يمكن تداول هذه الأوراق المالية الإسلامية ولكن وفق شروط معينة أهمها: 1. إذا كانت المواد المصنعة في الشركة أو التي تقوم الشركة بتسويقها وبيعها أو التي تستخدمها الشركة في عملية الإنتاج محرمة من من قبل الشريعة الإسلامية فلا يجوز الاستثمار في هذه الشركة.

2. يجب أن تكون العقود التجارية التي تبرم على أساسها الصفقات منسجمة مع شروط العقد الإسلامي وأحكام الفقه الإسلامي.

3. يكون العقد قانونياً وملزماً في حال تحقيقه لعناصر خمسة هي: البائع- المشتري- السلعة المحددة- السعر المحدد- صيغة العقد.

4. يجب أن لا تحتوي العقود على غموض كبير من حيث طبيعة السلعة ووقت ومكان التسليم وتوزيع المنافع بين كل من البائع والمشتري. حيث هناك بعض الصفقات في السوق المالي الربوي والتي لا تحقق منفعة اقتصادية أو اجتماعية تكون غطاء لسلسلة من المضاربات السوقية هي أقرب ما تكون إلى القمار، الذي هو محرم في الإسلام، وإن العائدات الناجمة عن مثل هذه المضاربات السوقية ليست حلالاً وفق آلية عمل السوق المالي الإسلامي المقترح.

تأسيساً على ذلك يرى الباحث أن أسواق المال الإسلامية المقترحة تأخذ بالاعتبار عدد من العوامل الاجتماعية كالعادات الاجتماعية إضافة إلى العائدات الاقتصادية السائدة في أسواق المال الربوية. بل تعتبر المفاهيم الاجتماعية للعائدات في أسواق المال

الإسلامية المقترحة أساساً للتعاملات المالية. من هذه المفاهيم: المشاركة لا القرض كهدف للحصول على العائدات والزيادة في الاستثمارات، والأجر أو العمولة مقابل العمل أو الخدمة. وهذا دليل على أن مفهوم الربحية أو تحقيق العائدات في أسواق المال الإسلامية المقترحة يجمع بين المفهوم الاقتصادي (المادي) والمفهوم الاجتماعي. كما أن الأخذ بمقياس العائدات الاجتماعية من قبل المؤسسات المالية الإسلامية يعني تطبيق مبادئ محاسبية تتلاءم وهذا المفهوم جنباً إلى جنب مع تطبيق مفاهيم القياس المحاسبي التاريخي وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً (GAAP) التي يجري العمل فيها في أسواق المال الربوية. فمثلاً غن مبدأً تحقق الإيراد ومقابلة المصاريف بالإيرادات هما من المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً في كل من أسواق المال الربوية وأسواق المال الإسلامية المقترحة على حد سواء. ونظراً لأن لأسواق المال الإسلامية المقترحة خصوصية تتعلق بأحكام الشريعة الإسلامية الأمر الذي يستدعي إعادة النظر في طرق قياس العائدات والتقييم المحاسبي وبشكل خاص ما يتعلق بعائدات المشاركات والمراجحات وغيرها من العمليات المستجدة على الفكر المحاسبي السائد في أسواق المال الربوية.

يقترح الباحث ثلاثة مبادئ تتلاءم وآلية عمل أسواق المال الإسلامية المقترحة

وهي:

1. مبدأ الرزق الحلال.
  2. مبدأ تشغيل وتنمية رأس المالز
  3. مبدأ الفعل المادي في التعامل مع الغير.
- إن تلك المبادئ المذكورة أعلاه تتلاءم والمفاهيم الاجتماعية للعائدات في التعاملات المالية لأسواق المال الإسلامية المقترحة، فمبدأ الروق الحلال وما يتفرع عنه من فرض الزكاة لفئة معينة من المجتمع، لها الحق بذلك، يساهم في قياس الأداء الاجتماعي للشركات والمؤسسات المالية ضمن إطار التعاملات في السوق المالي الإسلامي المقترح. ومبدأ تشغيل وتنمية رأس المال يعني اعتبار رأس المال أساساً للتبادلات التجارية وتداول الثروة بين الفئات المختلفة للمجتمع إضافة إلى العقلانية والكفاءة في استخدام الموارد المتاحة أو ما يعرف اليوم بالكفاءة (Efficiency). وفيما يتعلق بمبدأ

الفعل المادي في التعاملات المالية مع الغير فيتمثل في تقديم سلعة معينة أو خدمة معينة كأساس للتعامل.

إن المبدأ الثالث المقترح أعلاه يثير التساؤل المتعلق بدور الوسطاء كونهم بشكل غير مباشر يقدمون خدمات للغير من خلال تطابق رغبات البائعين والمشتريين في أسواق المال، وهو ما سنناقشه في المبحث التالي.

#### د- دور الوسطاء الماليين في السوق المالي الربوي والإسلامي المقترح

ذكرنا سابقاً دور الوسطاء الماليين في السوق المالي الربوي عند الحديث عن آلية عمل هذا السوق. نركز هنا المناقشة والتحليل على دور الوسطاء الماليين في السوق المالي الإسلامي المقترح، من الواضح أن الإسلام يسمح بوجود الوسطاء الماليين لأن الحاجة لهم تتأكد من خلال وجود عدد كبير من المدخرين الذين يستثمرون أموالهم في سوق المال. كما أن التبرير الفقهي لوجود الوسطاء الماليين يتمثل في وجود عقد الوكالة حيث تعتبر المؤسسة أو الشركة المصدرة للأوراق المالية بمثابة الموكل ويعتبر الوسيط المالي الوكيل الذي يقوم بتنفيذ أوامر موكله، وهذا إشارة إلى أن المصارف الإسلامية هي الوكيل أو الوسيط المناسب في مثل هذه العمليات حيث تتولى عملية توزيع هذه الإصدارات من خلال الخبرات التي تملكها حول وضع السوق وحاجاته. من هنا نشأ ما يدعى بمصارف الاستثمار التي لها دور الوسيط في السوق المالي الإسلامي المقترح (Jaferey, 1995). بل تطور دورها كوسيط لتلعب دوراً إضافياً يتمثل بالمتاجرة بالإصدارات للأوراق المالية الإسلامية وتحقيق ربح أو خسارة من جراء ذلك وفق الشريعة الإسلامية، ومن الأمثلة على مثل هؤلاء الوسطاء الماليين مصرف فيصل الإسلامي في البحرين الذي يقوم بتنظيم عمليات التمويل المربحة، ومصرف الكويت الوطني الذي يقوم بالإضافة إلى عمليات تقوم على المربحة بتطوير عدد من الأدوات الجديدة للاستثمار الإسلامي بعد موافقة علماء الشريعة الإسلامية، مثل عقود استثمار الملكية وعقود تأجير السفن وبرنامج تبادل العملات.

علاوة على ما سبق، فقد جرت تجارب عديدة لبعض الدول العربية في مجال إنشاء صناديق استثمار إسلامية يتم إدارتها من قبل مصارف إسلامية تهدف إلى استثمار



أموال عملائها بالطرق التي تتفق مع الشريعة الإسلامية للحصول على الرزق الحلال (Mannan, 1995). إضافة على أن مثل هذه الصناديق تقوم بتنويع الأوراق المالية (diversification) الموجودة في محافظها المالية، وبالتالي يؤدي إلى توزيع المخاطر على عدد أكبر من الأوراق وتخفيض الخطر على المحفظة المالية إلى أدنى حد ممكن. ومن الأمثلة على تلك الدول العربية: صندوق المستثمر الدولي في لندن بدعم من الحكومة الكويتية، وشركة التوفيق للاستثمار وشركة الأمين للأوراق المالية في البحرين من خلال مجموعة البركة الإسلامية، والمصرف السعودي البريطاني الذي أنشأ صندوق التضامن للاستثمار في تجارة السلع والأحجار الكريمة وفقا لعقد المراجعة، من خلال شراء السلع نقدا ثم إعادة بيعها بالتقسيط للراغبين بالشراء، وجرى مؤخرا الموافقة على إنشاء صندوق الصفاء للاستثمار بمساهمات من عدة دول إسلامية، مقره لندن ويبدأ أعماله اعتبارا من شهر نيسان 1999 وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية كمنع التعامل بالمواد التي يحرمها الإسلام مثل التبغ والكحول والمواد الضارة وما شابه.

ومن المحاولات الجادة لإنشاء سوق مالي إسلامي المحاولة التي قام بها السودان. يعتبر السودان أول دول عربية تقوم بإنشاء سوق مالية للأسهم في عام 1995، وسميت هذه السوق بسوق الخرطوم للأسهم، وتتم فيها المعاملات وفق أحكام الشريعة الإسلامية حيث يتم التعامل بها بالأسهم والصكوك وعقود التأجير والأوراق المالية والتجارية التي تعتبر عائداتها مقبولة إسلاميا أي خالية من الربا (Ahmed, 1990). ويخضع التعامل في هذه السوق لأحكام المعاولات الإسلامية التي يشترط فيها مبدأ الحلول أي التسليم الفوري ودفع كامل المبلغ في الحالات التي نصت عليها هذه الأحكام، حيث لن تتعامل هذه السوق بالعقود المستقبلية للحيلولة دون الانغماس في المضاربات المحرمة في سوق رأس المال الإسلامي.

إن ما سبق يقدم أدلة على أهمية البحث والتطوير لمزيد من الأدوات المالية الإسلامية لتلعب دورها الهام في إنشاء السوق المالي الإسلامي المقترح.

## 5- الاستنتاجات والتوصيات

إن الجهود لا تزال تبذل لتطوير عناصر سوق مالي إسلامي للأوراق المالية ومؤسسات الوساطة الإسلامية ومدى قبول العائدات من وجهة نظر الفقه والشريعة الإسلامية، وبما أن السوق المالي يمثل منظومة تتداخل فيها وظائف مختلف العناصر المكونة للسوق، وتتم بينها علاقات متداخلة، فعندما تحقق هذه الشروط تصبح هذه السوق فعالة ومثمرة.

تشير المناقشات السابقة إلى الجهود التي بذلت من قبل العديد من الدول العربية والإسلامية لأهمية إمكانية قيام سوق مالي إسلامي فعال حتى ولو لم يتم صهرها معا بعد. ولعرض استنتاجات وتوصيات البحث حول دور وأهمية العائدات والأدوات المالية في السوق المالي الربوي والسوق المالي الإسلامي المقترح نورد النقاط التالية:

1. تتجه جهود معظم المصرفيين والاقتصاديين وخبراء المال من أجل تطوير سوق مالي إسلامي نحو تطوير أدوات وأوراق مالية محددة ذات صبغة إسلامية. وشاهدنا أمثلة على ذلك من خلال عقود المرابحة والمشاركة والمضاربة والوكالة، إن معظم تلك الجهود والاقتراحات لا يزال نظريا ويحتاج إلى الاختبار الحقيقي في السوق سواء في الدول العربية أو الدول الإسلامية.

2. بالرغم من صعوبة تحديد كون نية المستثمر الحقيقية هي القيام سائتمار حقيقي أو أن شراء الأوراق المالية هو لمجرد تحقيق عائدات من جراء المضاربات فإنه لا بد من حماية السوق المالي المقترح من أهواء المضاربات السوقية التي تحمل في طياتها نوعا من القمار. هنا يمكن أن تقترح الدراسة إمكانية فرض معدلات ضريبية مرتفعة على العائدات الرأسمالية سريعة التحقق مع فرض قيود صارمة على التغيرات في الأسعار وذلك لمنع حصول تقلبات شديدة في أسعار السوق.

3. الاستفادة من نظرية الوكالة على غرار ما هو مطبق في السوق المالي الربوي ولكن وفق قواعد الشريعة الإسلامية. فمثلا يقوم المودعون بتوكيل الشركة أو المصرف باستثمار أموالهم بشكل مطلق مع فرض شروط كسحب كامل المبلغ المودع مرة واحدة كل ستة أشهر وعرض بدائل قبول العقود بالمشاركة مع المدخرين أو عقود المضاربة

الإسلامية، إن تجربة مصرف المشاركة الماليزي بهذا الصدد يعد أكثر ميلا للسوق المالي الربوي من قواعد الشريعة الإسلامية، إذ يقوم على منح المدخرين (المودعين) زيادة على مدخراتهم تعادل معدل التضخم النقدي في الاقتصاد وذلك للمحافظة على القيمة الحقيقية للنقود المدخرة، قد يكون ذلك متفقا مع الموقف الاقتصادي السائد ولكنه لا يتفق مع أسس الشريعة الإسلامية التي تنص على ضرورة تحقيق تماثل بين المبلغ المقرض والمبلغ المقترض بغض النظر عن الفترة الفاصلة بين المبلغين.

4. إن وجود مؤسسات مالية أولية أو للوساطة وفق الشريعة الإسلامية يعتبر أمرا ضروريا لتطوير كفاءة سوق رأس المال الإسلامي المقترح لأنها العصب الحقيقي لهذا السوق المالي. علاوة على ذلك يمكن اقتراح آلية عمل لتطوير سوق النقد الإسلامي من خلال المقترحات التالية:

أ. تأمين حسابات جارية وحسابات توفير للمودعين تقوم على أساس عقد الوديعة في الإسلام أي بدون توزيع أرباح، إضافة إلى حسابات استثمار تقوم على أساس عقد المضاربة وبالتالي يعتبر المصرف بمثابة المضارب ويتم توزيع ربح استثمار متفق عليه وخاضع للمناقشة بين الطرفين، وفي حالة الخسارة يتحمل العميل وحده كامل الخسارة، ولكن بحالة الربح يأخذ العميل القسم الأعظم من الأرباح، كما يقوم المصرف بتمويل المشاريع على أساس عقد المضاربة أو البيع الآجل أو بالإجارة (التمويل التأجيري) أو بالقرض الحسن (الخالي من الفائدة). ولتحقيق ذلك يصدر المصرف خطابات الاعتماد والضمان على أساس عقود الوكالة والمرابحة والمشاركة إضافة إلى الأعمال المصرفية الأخرى المأجورة.

ب. ليس الهدف من تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية استبدال النظام المصرفي الربوي بالنظام المصرفي الإسلامي كليا، وإنما إنشاء هذا النظام إلى جانب النظام الربوي بهدف تمكين المستثمرين والعملاء من اختيار أوسع لنوع الخدمات المصرفية التي يريدونها بحرية وإتاحة الفرصة لمزيد من المنافسة ليس مع المصارف الإسلامية المختلفة فحسب بل مع المصارف الربوية أيضا، وبالتالي تعتبر المنطلق الأساس للتطوير نحو إقامة سوق نقدي إسلامي واسع.

ج. تحقيق المزيد من التعاون بين المصارف الإسلامية في البلد الواحد أو البلدان الأخرى من خلال مجالات توظيف الأموال والمتاجرة (بيعا وشراء) للأوراق المالية الإسلامية واتباع نظام المقاصة للشيكات.

5. رغم أن نظاما متكاملا لسوق مالي إسلامي يجب أن يتم إنشاؤه في كل دولة إسلامية فإن بعض الأقطار قد أجرت تجارب-ولو أنها ليست شاملة ومتكاملة- من خلال إصدار بعض الأوراق المالية نذكر منها الأردن-البحرين-الكويت-السعودية-السودان-الباكستان-وماليزيا. إن المناقشة والتحليل لهذه الدراسة قد تلفت نظر الباحثين لمزيد من الأبحاث في المستقبل نحو التوصل على سوق مالي إسلامي متكامل.

6. فيما يتعلق بعقود المرابحة كطريقة في التمويل تساعد في تأمين درجة من السيولة تجاري تلك في الأسواق المالية الربوية، إلا أن العائدات على هذه الاستثمارات لا يزال غير مقنع. وتقترح الدراسة مزيدا من الأبحاث في المستقبل حول ابتكار أوراق مالية أخرى للاستثمار تحقق عائدا أكبر من المرابحة، إضافة إلى دراسات تقييم شاملة لهذه الأوراق.

7. اقترحت الدراسة ثلاثة مبادئ تتلاءم والمفاهيم الاجتماعية للعائدات في أسواق المال الإسلامية المقترحة وهي:

أ. مبدأ الرزق الحلال وما ينفرع عنه من فرض الزكاة لفئة من المجتمع لها الحق بذلك.

ب. مبدأ تشغيل وتنمية رأس المال الذي يعتبر أساس التبادل وتداول الثروة مع التركيز على العقلانية والكفاية في استخدام الموارد المتاحة.

ج. مبدأ الفعل المادي في التعامل مع الغير من خلال تقديم سلعة معينة أو خدمة معينة. وقدمت الدراسة مناقشة حول إمكانية وجود وسطاء ماليين في أسواق المال الإسلامية المقترحة ولكن ضمن أحكام الشريعة الإسلامية.

### المراجع العربية

1. هندي، منير غبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف بالاسكندرية، 1997.
2. الحلبي، نبيل، "تحو أسواق المال الإسلامية-واقع وآفاق"، مقالة ضمن منشورات جامعة اليرموك-الأردن، الأردن، إربد، العدد الثاني والتسون، 1999.
3. المحاسب القانوني (عدة إصدارات للأعوام 1995-1998).

### المراجع الأجنبية

1. ahmed, O. B., "Contribution of Islamic Banking to Economic Development: The Case of Sudan", Ph. D. Dissertation, University of Durham, UK. 1990.
2. Byukdeniz, A, "Housing Certificates as Interest Free Financing Instrument: The Turkish Case", In Mahdi Mahmoud Ahmad (ed.). "Islamic Banking Modes For House Building Financing", Jeddah: Islamic Research & Training Institute, 1995.
3. Elgari, M. A., "Towards an Islamic Stock Market", Islamic economic Studies, Vol. 1, No. 1 Dec. 1993.
4. Federal Reserve Bank, "Changing Capital Market: Implications for Monetary Policy", Proceeding of a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of The Kansas City, Kansas: Federal Reserve Bank, 1993.
5. Gastineau, G., and Jarrow, R., "Large-Trader Impact and Market Regulation", Financial Analysts Journal, 47, July-Aug, 1991.
6. Hassan, H. H., "Financial Intermedation in the Islamic Framework", Islamic Economic Studies, Vol. 1, No. 1 Dec. 1993.
7. Institute of Policy Studies, "Elimination of riba from the Economy", Islamabad: Institute of Policy Studies, 1994.
8. Jarrow, r., "Derivation Security Markets, Market Manipulation, and Option Pricing Theory", cornel University, 1990a.
9. Jaferey, N. A. "What is riba? -comment", Journal of Islamic Banking & finance, Vol. 12, No. 1, January-March, 1995.
10. Khan, M. f., "A Case Study of Application of Profit sharing Contract in the Banking Sector of Pakistan", in Al Bait foundation, Investment Strategy in Islamic Banking, Amman: The Royal Academy for Islamic civilization Research, 1992.

11. Umar, M. H., "Shari'ah, Economic & Accounting Framework of Bay Salan in the Light of contemporary Applications", Jedda: Islamic research & Training Institute, 1995.
12. Mannan, M. H., "Understanding Islamic finance: A Study of Securities Market in Islamic Framework", Jedda: Islamic Research & Training Institute, 1993.
13. Mannan, M. H., " An Appraisal of Existing financial Instruments & Market Operations from An Islamic Perspective", in Ariff, M & Mannan, M. A., Developing a System of Islamic financial Instruments, Jeddah: Islamic Research & Training institute, 1990.
14. Robinson, r., and Wrightsman, d., "Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth", N. Y. McGraw-Hall, 1974.
15. Rosly, s. A., "Islam & Investemant in the stock Market", daily Sun, Kuala Lampur, August 19, 1995.
16. Sadiq, c. M., "Islamic Insurance: Concepts & Practices", Encyclopedia of Islamic Banking in Insurance, London: Institute of Islamic banking, 1994.
17. schwert, w., "Stock Return and Real Activity: A Century of Evidence", Journal of finance, 45, 1990b.
18. Shiller, r., "Market Volatility and Investor Behaviour", American Economic Review, 80, 1990.
19. sinquefield, r., "Are Small-Stock Returns Achievable?" financial Analysts Journal, 47, 1991.
20. Zaidi, N. A., "Eliminating Interest from Banks in Pakistan, Karachi: The Royal Book company, 1988.
21. Saleh, N. a., "Unlawful Gain & Legitimate Profit in Islamic Law, Graham & Trotman, 1992.
22. Wood, J., and Wood, N., "financial Markets", Harcourt Brace, 1985.
23. directory of Islamic Banks, Jedda: International Association of Islamic Banks, 1995.
24. "Amman financial Market", Monthly Statistical bulletin, No. 72, Dec. 1998, Research & Study Department, 1998.
25. Resolution No.5 concerning Muqaradah Bonds & Investment Certificates Approved by the Council of the Islmic figh Academy during its fourth Session held at Jeddah, Saudia Arabia, 8-2, 1988.
26. The Daily Arab News, Jeddah, Saudia Arabia, 1994-1998.
27. The New Horizons, London (different issues), 1993-1998.