

دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر لدى المؤسسات المالية الإسلامية

Ghifary Duyufur Rohman

Ashurov Sharofiddin

IIUM Islamic Banking and Finance

Email: ridhoghifarydr@gmail.com

ashurov@iium.edu.my

الملخص:

تطور المعاملات في المؤسسات المالية يؤدي إلى زيادة الاحتياجات في العقود الجديدة المتنوعة. وأن تطوير المعاملات تخلق مخاطر جديدة التي يجب إدارتها بأدوات جديدة أيضا، مثل المشتقات المالية. فتناقش هذه الدراسة استخدام المشتقات المالية في السوق، خاصة كأداة التحوط لإدارة المخاطر، وكيفية استخدامها في المؤسسات المالية الإسلامية. بعد استخدام المنهج التحليلي بمطالعة الكتب والأبحاث المتعلقة بالمشتقات المالية والنظر إلى تطبيقاتها المعاصرة من المنظور الإسلامي، خلصت هذه الدراسة إلى أن المعاملات المشتقة واستخداماتها في الأسواق التقليدية لا يزال لديها العديد من المشاكل الشرعية مثل الربا والغرر والميسر. وتستخدم المؤسسات المالية الإسلامية المشتقات المالية الإسلامية القائمة على العقود الإسلامية توافق الشريعة كالوعد والمواعدة والمراجحة، وتستخدمها لإدارة المخاطر وليس للمضاربة الربحية. والمشتقات المالية الإسلامية كمنتج للهندسة المالية أن يمكن أن تتطور لتفعيل استخدامها في المستقبل.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، المؤسسات المالية الإسلامية، إدارة المخاطر.

The development of transactions in financial institutions has led to many new demands in various new contracts. And the result of transaction development also creates new risks that must be managed with new instruments, such as financial derivatives. This study discusses the use of financial derivatives in the market, especially for risk management, and how Islamic financial institutions use them. After using an analytical method based on books and research related to financial derivatives and applying it to the Islamic concept, this study concludes that derivative transactions and their use in conventional markets still have many sharia issues such as riba, garar, and maysir. Therefore, Islamic financial

institutions use Islamic financial derivatives based on Islamic contracts and do not comply with Shari'a such as waad, muwaadah, and murabahah for risk management and not for profit-making speculation. Islamic financial derivatives as a product of financial engineering can still develop to maximize their use in the future.

Keywords: *Financial derivatives, Islamic financial institutions, Risk management.*

المقدمة

المخاطر أمر لازم يصعب تجنبه بالكامل خاصة في الأنشطة التجارية والاقتصادية. وما يتعين عليهم فعله في التعامل مع المخاطر وأنواعها المختلفة هو إدارة المخاطر. وكما بين سميث (1990)، فإن إدارة المخاطر هي عملية تحديد وقياس ومراقبة مالية للمخاطر المتوقعة التي تهدد أصول ودخل شركة وهذه المخاطر قد تسبب ضرراً أو خسارة في الشركة. (Maulina, 2016) فإدارة المخاطر هي طريقة لتنظيم المخاطر التي سيتم مواجهتها لاحقاً سواء كانت معروفة أو غير معروفة من خلال نقل المخاطر إلى أطراف أخرى، وتجنب المخاطر، وتقليل آثارها السلبية، واستيعاب أي جزء أو كل هذه المخاطر. ولاسيما مع تطورات في المجالات المختلفة، ظهرت في السوق منتجات جديدة ومعاملات معاصرة مع مخاطرها الحديثة الناتجة من هذه التطورات.

ومن بين أشكال تطوير هذه المعاملات ظهور المعاملات المشتقة مثل المعاملات الآجلة والمستقبلية والخيارات والمبادلة وغيرها من المعاملات التي تم إنشاؤها لأغراض مختلفة، ومن أهمها: إدارة المخاطر. وإن جميع أشكال هذه المعاملات الجديدة هي عبارة عن تطوير المعاملات الأساسية المعروفة سابقاً. وهذه التطورات هي شكل من أشكال استجابة المؤسسات المالية لاحتياجات السوق من الخدمات والأدوات المالية الجديدة، ولا سيما أدوات التي يمكن استخدامها لإدارة المخاطر. وبوجود زيادة نموذج العمل والمعاملات المعاصرة، تظهر منها أنواع مختلفة من المخاطر الجديدة بحيث يحتاج الاقتصاديون إلى تطوير منتجات مالية لإدارتها في المستقبل.

وعند مناقشة بعض الباحثين للأزمة المالية وأسبابها المختلفة، أصبحت المشتقات المالية من المحاور الرئيسية لأنها تعتبر من الأدوات المالية التي تؤدي إلى ارتفاع حجم الرافعة المالية وهي تلعب دورا كبيرا في تسريع الأزمة وانتشار الانكماش الاقتصادي. وقد أدت الأزمة إلى مواءمة عالمية لأقساط النقدية لمواجهة المخاطر، وتخفيضات في الائتمانات، و تدخل الإجراءات من جانب الحكومة والبنك المركزي. (Al Bablawey, 2008)

وفي الواقع إن استخدام المشتقات المالية مفيد للغاية خاصة لإدارة المخاطر المتنوعة. والسبب الرئيسي الاقتصادي لتوافر المشتقات المالية في السوق وكثرة التعامل بها هي قدرتها على تنويع المخاطر ونقلها وتقليلها، مما يمكن الاقتصاديين من تقليل تكلفة التمويل واستخدامها كأداة التحوط لمواجهة المخاطر المرتبطة بمعاملات معينة. ويمكن بناء المشتقات على قيمة حقيقية عند تطبيقها مستندا إلى حسن الفهم لكيفية تسهيلها للوساطة المالية خاصة في حالة تكاليف المعاملات عالية، وضعف السيولة في السوق، ووجود مشكلة الأصول المحدودة وما إلى ذلك. (Jobst & Sole, 2012)

فالمؤسسات المالية الإسلامية التي تواجه المخاطر مثل المخاطر الموجودة في التقليدية، من مخاطر الائتمان والتشغيل وما سوى لك، وتواجه أيضا مخاطر أخرى تنفرد بها المؤسسات المالية الإسلامية وهي مخاطر الشرعية. فجميع المعاملات في هذه المؤسسات لا بد أن تكون متوافقة بالشرعية الإسلامية وتهتم المؤسسات المالية الإسلامية بصيغ التمويل الإسلامي حتى لا تخالف الشرعية في جميع أنشطتها الاقتصادية بما في ذلك إدارة المخاطر المالية. فهل المشتقات المالية في السوق حاليا تستخدم أيضا في المؤسسات المالية الإسلامية كأداة مهمة لإدارة المخاطر؟ وهل هناك مشاكل شرعية في التعامل بالمشتقات المالية؟ وكيف تستخدم هذه المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية؟ لذلك، ستناقش هذه الدراسة حول المشتقات واستخدامها في المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة المخاطر المختلفة القائمة من المنظور الشرعي بإذن الله.

منهجية الدراسة

تتم كتابة هذه الدراسة الدراسة باستخدام المنهج الوصفي مع الاستعانة بالمنهج الاستنباطي والتحليلي، واعتمد الباحث بالبيانات المتحصلة بعد مطالعة الكتب الإقتصادية، والبحوث العلمية عن المشتقات المالية، وكذلك بجمع المعلومات من المقالات المنشورة ذات علاقة بموضوع الدراسة، وكذلك بعض المؤتمرات

والفتاوى والمواقع حتى يتحقق الغاية من هذه الدراسة وهي فهم عملية المشتقات المالية ودوره في إدارة المخاطر خاصة في المؤسسات المالية الإسلامية.

سؤالات البحث

1. كيف يتم استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر؟
2. ما هي المشاكل الشرعية الموجودة في التعامل بالمشتقات المالية؟
3. ما دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية؟

أهداف البحث

1. معرفة كيفية استخدام المشتقات المالية كأداة لإدارة المخاطر.
2. تحليل المشاكل الشرعية الموجودة في التعامل بالمشتقات المالية.
3. كشف دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية.

مفهوم المشتقات المالية

ذكر في Dictionary of Financial Terms، أن المشتقات المالية هي منتجات مالية مثل العقود الآجلة وعقود الخيارات. وعادة تعتمد المشتقات على الأوراق المالية أو السلع أو الأدوات المالية الأخرى. (V.Morris & K.Morris, 2000) فالمشتقات المالية أو ما يسمى بـ Financial Derivatives هي عبارة عن العقود المالية ترتبط ببندود خارج الميزانية ويتم ربط السعر بسعر الأصل المالي في وقت محدد (وقت التعاقد) لتجنب تقلبات الأسعار، لكن العقد لا يتطلب استثمار أصل نقدي لذلك الأصل. كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد. (Samrey, 2005) وهي ثمرة من ثمرات الهندسة المالية حيث يطلق عليها المشتقات المالية لأن قيمتها تأتي من شيء

آخر. حيث أن المشتقات المالية ليس لها قيمة سوقية في الأصل ، ولكنها عُمد على أصول ذات القيمة السوقية الأصلية حتى لديها قيمة سوقية ويمكن بيعها وتداولها في السوق. والمشتقات المالية ليست جزءاً من مشتق منه أو من منتج ما ، بل هي الالتزامات التي يقدمها الطرفان أحدهما البائع والآخر المشتري لأشياء ليس لها قيمة سوقية ويجعلها كالسلع أو الأصول المعينة، بحيث يتم تداولها كما لو كانت السلعة نفسها. (Abu Zaid, 2014)

وقد عرف IMF (International Monetary Fund) المشتقات المالية بأنها:

" المشتقات المالية هي أدوات مالية مرتبطة بأصول أو مؤشر أو سلعة مالية معينة، والتي يمكن من خلالها تداول مخاطر مالية محددة في الأسواق المالية بداتها. ويجب التعامل في المشتقات المالية على أنها معاملات منفصلة وليس كأجزاء متكاملة من قيمة الأساسية التي قد تكون مرتبطة بها " (IMF,2000)

تشير المشتقات المالية إلى العقود المالية التي تأتي قيمتها من قيمة الأصل الأساسي وهناك مجموعة متنوعة من الأصول المالية التي تم استخدامها كأساس لهذه المشتقات ، بما في ذلك مؤشرات الأسهم أو اسندات أو أدوات ذات الدخل الثابت، أو العملات الأجنبية، أو السلع أو الأوراق المالية المشتقة الأخرى. واعتماداً على النوع الأساسي، يمكن اشتقاق قيمة عقود المشتقات من سعر الأسهم ، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، وسعر السلع، واحتمال وقوع أحداث ائتمانية معينة حسب الاقتضاء. (Chui, 2012)

فمما سبق بيانه يمكن القول بأن المشتقات المالية لا تعتبر أصولاً مالية ولا أصولاً عينية ولكنها عقد بين طرفين يلتزم بعضها بعضاً لتنفيذ عملية تجارية في موعد ما بسعر ثابت وفقاً لما اتفقا به. والمشتقات المالية ليس كأدوات الدين، لأن المشتقات المالية ليس لديها أي مبلغ رئيسي ليتم سداده ولا يتراكم أي زيادة أو عائد الاستثمار. وعادة تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض بما في ذلك إدارة المخاطر والتحوط، والمضاربة في الأسواق المالية.

أسواق المشتقات المالية

فإن المشتقات المالية كأوراق مالية تتداول في الأسواق الخاصة وهي أسواق المشتقات المالية، وهذه الأسواق يمكن تقسيمها إلى قسمين:

1. الأسواق المنظمة (Organized Markets): وهي عبارة عن السوق التي تسيطر بها الحكومة أو أحد الجهة المعنية، فهي تلعب دورا هاما في العرض والطلب وتتحكم بأسعار السلع وتعيين المتعاملين. وعادة هذه السوق تسلطها الحكومة منظمة إدعاءً بأنها محتكرة طبيعياً مثل المياه والغاز والكهرباء.

وتسمى بالسوق الآجل للبورصة، وهي سوق رأس المال التي تتصف بوجود شروط التعامل والأنظمة خاصة في عقود المشتقات، كالشروط المتعمقة بالتسليم، والتسوية، والحد الأقصى للعقود المضاربة وما سوى ذلك (Maryam, 2012)

فالتعامل في هذه السوق تلتزم بالقوانين والأنظمة لتحقيق الشفافية والأمن للمتعاملين

2. الأسواق غير المنظمة (Unorganized Markets) أو ما يسمى بالسوق غير الرسمية: وهي تطلق على سوق للمعاملات خارج البورصات، ولا تخضع لأي رقابة ولا القوانين الحكومية ، وعادة ليس لهذه السوق مكان محدد لتنفيذ الصفقات، فالصفقة تنفذ بواسطة السماسرة في مكائها، و يتداول في هذه السوق الأوراق المالية والمشتقات المالية للشركات التي لا يمكن إدراجها في البورصة لعدم توفير الشروط المطلوبة، ويطلق عليها المعاملات على المنضدة (Addebyan) ولكن حقيقة الصفقات في هذه الأسواق غير منظمة بشأئها قد أدت إلى عدة مشاكل، من بينها تراكم المخاطر بسبب انعدام الشفافية حول الصفقات القائمة وغياب مجلس رقابي يمنع الخطورة المعاملات من حدوثها. (Hamadow, 2009)

مميزات المشتقات المالية

فإن للمشتقات المالية مميزات خاصة التي لا توجد في الأدوات المالية الأخرى، منها:

1. القيمة المرتبطة. فإن قيمة المشتقات المالية مرتبطة بقيمة الأصل المعين، واستخدمت المشتقات المالية عاجة لتحوط المخاطر السوق. فالمشتقات المالية تعطي إمكانية للمستثمر شراء عقد مشتق الذي قيمته معاكس لقيمة الأصول الأصلية المملوكة للمستثمر. بهذه الطريقة ، قد تكون الأرباح المتوقعة في عقد المشتقات تعوض الخسارة في الأصل الأساسي

2. تتميز المشتقات المالية بالمرونة وسهولة الاستخدام، حيث يسهل على الفاعلين الاقتصاديين شراء وبيع المشتقات بدلاً من بيع وشراء الأصول الأساسية أو الأدوات المالية، كالسلع الزراعية والمعادن والعملات ومؤشرات الأسهم.

3. تحديد سعر الأصل الأساسي، بحيث وجد بأن المشتقات المالية أكثر استخداماً لتحديد سعر الأصل الأساسي.

4. القدرة على دعم كفاءة السوق، حيث تتمتع المشتقات المالية بالقدرة على زيادة كفاءة السوق المالية. لأن باستخدام عقود المشتقات، يمكن للمستثمرين أن يضعف العائد ويكرر الأرباح على الأصل، بدون أي إضافة في الأصل الأصلي الأساسي. لذلك فإن أسعار الأصول الأساسية والمشتقات المرتبطة بها تميل إلى أن تكون متوازنة لتجنب فرص المراجعة.

5. تعتبر المشتقات بدائل مفيدة للاحتفاظ بالسلعة الأساسية أو الأصول المالية قابلة لمخاطر الفساد أو التلف.

6. قلة التكلفة لتداول المشتقات في سوق رأس المال بالنسبة إلى مبلغ المال المحتاجة لشراء سلعة فعلية أو أصل مالي حقيقي.

4. الوصول إلى الأصول أو الأسواق غير المتوفرة بالفعل. فمثلاً باستخدام مقايضات أسعار الفائدة، يمكن للشركات الحصول على أسعار فائدة أفضل من أسعار الفائدة المتاحة من القروض المباشرة.

5. إمكانية الوصول إلى الرافعة المالية financial leverage. فمن أحد الميزات المهمة في تداول المشتقات المالية هي إمكانية استخدام الرافعة المالية التي تساعد الشركات في دخول صفقات أكبر من حجم رأس المال الأساسي لتحقيق عوائد أكبر. (Kunhibave , 2010: Rasheed, 2020)

أهداف المشتقات المالية

فإن المشتقات المالية والتعامل بها ذات أهمية كبيرة خاصة للمؤسسات المالية، بحيث قد تم استخدام هذه المشتقات المالية لتحقيق الأهداف المتنوعة التي لا يمكن تحقيقها بالأدوات المالية الأخرى بما فيها من المميزات والخصوصيات التي تم بيانها سابقاً، ومن هذه الأهداف:

- لمواجهة المخاطر الموجودة خاصة بسبب تقلب الأسعار، فالمشتقات المالية كأدوات التحوط ضد هذه المخاطر المتوقعة في الأصول: من أسعار الصرف، أو أسعار الفائدة أو أسعار السلعة نفسه.
- لغرض جني الأرباح من خلال المضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات، وكذلك استخدامها لأغراض استثمارية طويلة الأجل في الحفاظ على هذه المشتقات.
- للحصول على معلومات التسعير. في هذه الحالة، يمكن أن تستخدم المعاملات المشتقة في البحث عن معلومات حول سعر سلعة معينة في المستقبل (استكشاف السعر المستقبلي).
- بحيث يمكن أن ينعكس سعر الذهب في سنة قادمة بمطالعة عن سعر الذهب في سوق العقود الآجلة.
- لاستخدامها كأداة تأمين عن طريق تقليل المخاطر الموجودة وتحويلها إلى طرف آخر.
- لإدارة الأصول والخصوم من الموجودات والالتزامات وما تتعلق بمخاطر سعر فائدة للمصارف، واستخدامها لزيادة السيولة وتوفيرها، لأنها تعتبر نيابة عن الأصول الأصلية
- لتخفيض تكاليف التشغيلية في الأسواق من تكاليف المعاملات وتكاليف العملية الرقابية. (Bukhory,2009: Sabiyty, 2020)

أنواع المشتقات المالية

يمكن تقسيم المشتقات المالية بشكل عام إلى ثلاثة أقسام ، وهي كالتالي:

1. المشتقات القائمة على العقود الآجلة Forward ، أي عقد الدفع أو استلام مدفوعات التي تمت الموافقة عليها في فترة معينة في المستقبل. كأن يبيع التاجر 100 كيلو قهوة إلى صاحبه بسعر 10000 رينجيت. واتفقا بأن استلام القهوة بعد شهرين، والدفع عند التسليم. فيهدف هذا العقد

لتقليل مخاطر الأسعار، بحيث هناك تقلبات الأسعار في السوق، فيتعاملون العقود الآجلة Forward لتقليل تلك المخاطر.

ومن هنا عقود مستقبلية Future Contract وهي عقود بيع الآجلة التي تجري في الأسواق المالية المنظمة . هو يعتبر عقد معياري بمعنى أن هذه العقود تخضع لقوانين محددة قابلة للتطبيق، وهذا السوق كالضامن لعملية تنفيذها.(Kunhibave, 2010) من المميزات هذا العقد هو حل لمشكلة متمثلة وهي صعوبة في إيجاد الأطراف القائم ببيع مستقبلي في البضائع المرجوة، لأن المعاملات في السوق مضمونة بضمانات السوق التي تحكمه. بالإضافة إلى ذلك، فإن أسعار السلع أو الأدوات المالية المتداولة فيها قد تم تحديدها من قبل السوق وبيوت المقاصة تقوم بمراقبة هذه الأسعار هبوطا وارتفاعا. و غالبا المتعاملون في عقود مستقبلية تهدف إلى مضاربة الأسعار بدفع هامش على حسب تقلبات الأسعار عند حلول الأجل، وليس التحوط. (Abu Zaid, 2014)

2. المشتقات القائمة على الخيارات option وهي عقد يمنح مالك الحق بشرا خيار الطلب (call) أو خيار العرض (put) التي يعطي حامله حق شراء السلعة أو حق بيعها عند مستوى سعر معين (وليس بشكل الالزام) ويتم تحديد السعر حاليا في بداية العقد للتسليم في وقت معين في المستقبل.

3. المشتقات على أساس المقايضات، وهي عبارة عن عقد مالي يتفق فيه طرفان على التبادل (تبادل التدفقات النقدية، أو العملات أو أسعار الفائدة) في زمن محدود وفقاً لقواعد متفق عليها. (IMF, 1998) وهناك نوعان من المقايضات أكثر شيوعاً هما مقايضات أسعار الفائدة ومقايضات العملات.

- مقايضات أسعار الفائدة (Interest Rate Swap): تحققت مقايضة أسعار الفائدة بتبادل مدفوعات الفائدة ذات طبع مختلف (عادة ما بين سعر الفائدة الثابت وسعر الفائدة المتغير، وسعران متغيران مختلفان ، وسعر ثابت في إحدى العملات ، وسعر فائدة متغير بعملة أخرى، وما إلى ذلك). على سبيل المثال هناك طرفان يتفقان على تبادل أسعار الفائدة من خلال دفع فائدة لبعضهما البعض بناءً على أصل دين معين . وعادة تهدف العقد إلى التساوي بين فائدة الدين وبين عائد الاستثمار للشركة، (IMF, 1998)

فمثلا كان للشركة "أ" دين (بإصدار السندات) بمعدل فائدة ثابت 5٪، ولديها ذمم مدينة بفائدة غير ثابت. وفي نفس الوقت، على الشركة "ب" دين بفائدة غير ثابت بسعر ليور + 1٪ وذمم مدينة بفائدة

ثابتة. فهذا تواجه الشركتان مخاطر الفائدة. فإدارة هذه المخاطر اتفق الشرتان على مقايضة الفوائد. ومن خلال المقايضة، تحصل الشركة "أ" على عائد بفائدة ثابت من الشركة "ب" بنسبة $5\% + 0.5\%$ (لمطابقة الديون ذات فائدة ثابتة تبلغ 5%)

ومن ناحية أخرى، تحصل الشركة "ب" على دفعات مالية من الشركة "أ" على شكل فائدة غير ثابت بقيمة ليبرور 0.5% ، وهذا توافق لإلتزامات الشركة من الديون ذات فائدة غير ثابت.



- **مقايضة العملات الأجنبية (Foreign exchange swap):** تتضمن مقايضة العملات تبادل مبلغ محدد بعملتين مختلفتين ومدفوعات لاحقة تعكس رأس المال و / أو الفائدة. فهو عقد بين طرفين يقوم بتحويل مبلغ معين من العملات الأجنبية إلى عدد من العملات الأخرى. فهو عبارة عن تبادل بين مبلغ معين من العملات المختلفة بناءً على السعر الفوري الحالي (Spot Exchange Rates). وسيقوم كلا الطرفين برد المبلغ الأصلي الذي تم استبداله في تاريخ لاحق متفق عليه، بسعر الصرف الآجل المحدد. (IMF, 1998)

التعامل بالمشتقات المالية من منظور الشريعة الإسلامية:

وفقاً لمنظور الاقتصاد الإسلامي، فإن السبب الرئيسي للأزمة المالية والمشكلات الاقتصادية المختلفة هو الثلاث الشيطاني (Satanic Trinity): لربا والميسر والغرار. وقد أوضح Agustianto في كتاباته في ندوة وطنية إندونيسية عام 2007 في UIN Syarif Hidayatullah Jakarta،

وأن حجم المعاملات في سوق المال العالمي (currency speculation and derivative market) تبلغ 1.5 تريليون دولار في يوم واحد، في حين أن حجم المعاملات في التجارة العالمية في القطاع الحقيقي لا يتجاوز 6 تريليون دولار أمريكي في السنة، وبالتالي وفقاً للحسابات، فإن معاملات في القطاع الحقيقي لا تتجاوز 1%. علاوة من ذلك، تبين بأن نسبة المعاملات في السوق الفورية فقط 45 % ، والباقي هي من معاملات آجلة (forward) وعقود مستقبلية (futures) وخيارات (swap) التي كلها تشكل جزءاً من المشتقات المالية. (Agustianto, 2013)

وحاليا لا شك أن Satanic Trinity تسيطر على الأنظمة الاقتصادية والأسواق المالية وأسواق رأس المال التقليدية خاصة في أمريكا، وهذه الثلاثة موجودة أيضاً في معاملات المشتقات المالية:

- الفائدة (الربا) : حيث ظهرت ممارسة الربا في المعاملات المشتقة في أسواق المال و أسواق رأس المال خاصة في الولايات المتحدة .، وقد قال تعالى : (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا) البقرة 275 و تطبيق الربا موجودة بكثرة بشكل واضح بين من خلال:

1) ممارسة صرف النقود وتبادل العملات بغير تقابض. مع أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "الذَّهَبُ بِالذَّهَبِ وَالْفِضَّةُ بِالْفِضَّةِ وَالْبُرُّ بِالْبُرِّ وَالشَّعِيرُ بِالشَّعِيرِ وَالتَّمْرُ بِالتَّمْرِ وَالمِلْحُ بِالمِلْحِ مثلاً بِمِثْلِ سَوَاءٍ بِسَوَاءٍ يَدًا يَدًا فَإِذَا اخْتَلَفَتْ هَذِهِ الْأَصْنَافُ فَبِيعُوا كَيْفَ شِئْتُمْ إِذَا كَانَ يَدًا يَدًا" (Muslim, no 1587) .

وقد تكلم العلماء بهذا الحديث كلاماً طويلاً، وقالوا بأن هذا الحديث يبين أن معاملات الذهب بالذهب والفضة بالفضة لا بد أن تكون بالتساوي في مجلس واحد (سواء بسواء يدا بيد). واختفوا في العلة، وقال بعضهم بأن العلة هي النقد والتمن. ثم قاس العلماء النقود الورقية على الذهب والفضة، فقالوا بأن النقود الورقية لها حكم الذهب والفضة وتحل محلها وتنطبق عليها أحكامها. فالعملة الورقية قد أصبحت ثمناً وقامت مقام الذهب والفضة في التعامل بما لما فيها من أوجه الشبه. لذلك اشتروا التقابض في الصرافة، فالتعامل بصرف العملات دون التقابض من اربا نسيئة، كما هو الحال في التعامل بالذهب والفضة. (Assalou, 2008)

2) التعامل بفائدة الربوية في الأدوات التقليدية. وقد تكلم الفقهاء أن التعامل بفائدة ربوية حرام، كما قال ابن قدامة في المغني: كل قرض شرط فيه أن يزيده، فهو حرام، بغير خلاف (Ibn

(Qudamah, 1968)، فاتفق الفقهاء بأن كل قرض جر نفعا فهو ربا فلا يجوز التعامل بفائدة ربوية وهناك قاعدة: كل ما أدى إلى حرام، فهو حرام، فكل عمليات التي تؤدي إلى الربا فهي محرمة، وقد قال الله تعالى { وما آتيتم من ربا ليربو في أموال الناس فلا يربو عند الله }

(3) عملية الاستثمار في القطاعات غير متوافقة بالشريعة من أسهم الشركات التقليدية والسندات الربوية. وقد حدد النصوص الشرعية شروطا لعملية الاستثمار، من أهمها: (1) أن يكون للعمل تأثير اقتصادي حقيقي وليس مجرد المضاربة، (2) وأن تكون له مساهمة إيجابية في العالم، (3) أن لا يكون الإستثمار في المخاللات تخالف الشريعة كبيع الخنزير والخمر. (4) وأن لا يتعامل بالمعاملات والعقود محرمة شرعا من الربا والغرر والميسر وما سوى ذلك. فلا يجوز الاستثمار في الشركات المحرمة كشركة الخمر وتوباكو وما إلى ذلك، وكذلك في الشركات المختلطة التي يختلط فيها الحلال بالحرام كأن يكون أعمال الشركة مباحا و رأس مالها مباح إلا أنها قد تقتض بالقرروض الربوية أو تمارس في العقود المحممة شرعا خاصة إذا إذا كانت نسبة الحرام في هذه الشركات أكثر من الحلال. فقد تكلم الفقهاء والمتخصصين في المعاملات المالية المعاصرة في هذا المجال كلاما دقيقا، وهناك معايير وأنظمة وضوابط الاستثمار من قبل المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية العالمية لا بد من مراعاتها (Annasa'I, 2001)

- الغرر: حيث يسمى المشتقات المالية التي لا تقوم على أي أصل معروف أو معاملة واضحة باسم الغرر، لأن الأصل الحقيقي الذي تستند إليها المشتقات غير واضحة. فالغرر مقنعة على أنها منتجات هجينة ومشتقات مغلفة بألية تأمين أو ضمان؛ وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر، وعن بيع الحصاة¹ فالنهي يقتضي التحريم، وذهب جمهور الفقهاء إلى أن النهي عن عقد يقتضي فساده، فلا يترتب على العقود مع الغرر شيء ولا أثر. (Al Amadiy, 1402H)

- الميسر: وقد قال تعالى: { يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْحُمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ - إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْحُمْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَن ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ } (سورة المائدة: 90-91). وفي الواقع تستند

العديد من المعاملات بالمشترقات المالية إلى ممارسات المضاربة أو الصدفية (ميسير وقمار) ولا تستند أيضاً إلى معاملات حقيقية. (Agustianto, 2013).

على سبيل المثال في عقد مبادلة التخلف عن سداد الائتمان التقليدي (CDS) وهي مشتق أو عقد مالي الذي يعطي للمستثمر حق المقايضة أو تعويض مخاطر الائتمان إذا كان المقرض أو مصدر السندات لا يسدد إلتزامته وسوف يتخلف عن سداد الدين، فيمكن للمقرض استخدام CDS لتعويض تلك المخاطر. فلمواجهة مخاطرة التخلف عن السداد، سيشتري المقرض منتج CDS بسعر ما من البائع التي سيسدد إلتزاماته في حالة تخلف المقرض عن السداد.

وقال بعض الباحثين بأن عقود CDS مثل القمار، بحيث سيحصل مشتري CDS مبلغاً ما مقابل مدفوعات صغيرة للبائع. ومن ناحية أخرى، يتمنى البائع ألا يكون مضطراً بدفع هذه خسائر للمشتري CDS، فأخذ الربح مقابل احتمالية الخسارة مضاربة، وهو كالقمار تماماً. (Mousavi).

وهناك مشاكل شرعية أخرى في المشتقات المالية، كتأجيل الثمن مع تأجيل تسليم المبيعات بحيث قد نهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ، والفقهاء قالوا بتحريم تأجيل البدلين. وقد قال النووي: لا يجوز بيع نسيئة بنسيئة بأن يقول: بعني ثوبا في ذمتي بصفة كذا إلى شهر كذا بدينار مؤجل إلى وقت كذا. فيقول: قبلت. وهذا فاسد بلا خلاف. (Annawawiy) وكذلك التعامل بالمؤشرات المالية والنسب الفائدة التي ليس لها قيمة ذاتية، مع أن الفقهاء اشترطوا في المبيعات أن يكون مالا ذو قيمة ومتقوما، لا سيما بانظر إلى المعاملات المحرمة المنشأة من التعامل بها من الربا ومضاربة الأسعار، وقد ذكر في مجمع الفقه الإسلامي الدولي بتحريم المعاملات بالمؤشرات المالية لأنها من بيع الخيالي لا يمكن وجودها (Majma' Alfiqh Alislamiy)

ولكن الأصل في المعاملات الإباحة، حتى دل دليل على تحريمها. فالمشتقات المالية من المعاملات الجديدة، فمن الممكن صناعة هياكل المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من خلال تحقيق بعض النقاط المهمة فيها، ومن أهمها:

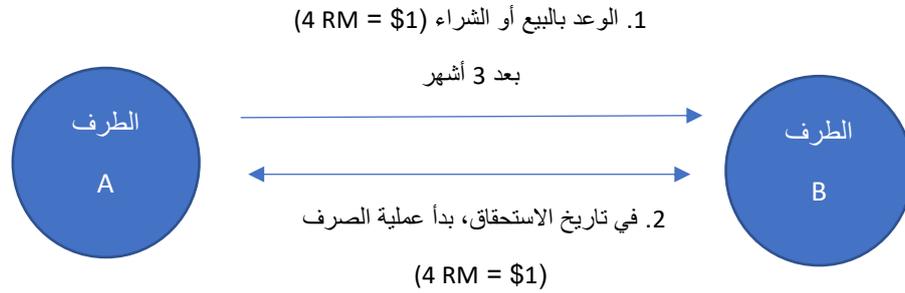
- سلامة الأدوات المستخدمة بتجنب جميع الأنشطة المحرمة، من التعامل بالربا والمنتجات التي تشبه بالميسر وعملية الاستثمار على الأساس المضاربة بوجود الغرر وما إلى ذلك.
- تحقيق المبادئ الإسلامية من العدالة والمصلحة العامة باستخدام العقود المسماة من الإجارة والمشاركة والمضاربة والوعد.
- وجود نظام التحوط الحقيقي المرتبط بالملكية الفعلية (بعد القبض) في أصول حقيقية موجودة.
- ضمان التأكد من التزامات الناشئة عن المطالبات الطارئة على الأصول ذات الخصائص واضحة.
- رفض تأجيل الالتزامات التعاقدية من التحويل الفعلي والمباشر للأصل كهدف لمعاملة غير مشروطة، تجنباً من الربا النسيئة إلا باستثناء الحالات الضرورية، أو يمكن استخدام المشتقات المالية بناء على عقد السلم.
- تحتوي المشتقات على مدفوعات مضمونة حماية من المخاطر، واستبعاد عن العقود التي تهدف إلى تحقيق أرباح من تقلبات أسعار الأصل الأساسي لأحد الطرفين دون غيره، بل القيام بالمشاركة بين الأطراف في توزيع الأرباح والمخاطر حتى يتحقق العدل. (Jobst & Sole, 2012)

المعاملات المشتقة في المؤسسات المالية الإسلامية

المشتقات المالية هي تعتبر من أحد المنتجات المهيكلة. والإتيان بتعريف المنتجات المهيكلة صعباً للغاية لما فيها من استخدامات هياكل مختلفة غير محدودة. وقد قام الباحثون والاقتصاديون وكذلك مدارء المؤسسات المالية الإسلامية المنتجات المهيكلة على نطاق واسع لكثرة الطلب وارتفاع الحاجة بهذه المنتجات المهيكلة لما فيها من الخصائص والمميزات، إلا أن المؤسسات المالية الإسلامية ليس لهم الإمكانية في استخدام المشتقات المالية التقليدية في السوق اليوم، بسبب العديد من مشاكل الشريعة مثل الربا والغرر، والمضاربة وما سوى ذلك.

فبكرة الطلب من قبل المؤسسات المالية الإسلامية لهذه المنتجات المهيكلة كأداة للتحوط وإدارة المخاطر توافق الشريعة، تم إصدار المنتجات المهيكلة الإسلامية ما يسمى بتأمين محفظة النسب الثابتة (CPPI) وهو عملية تأمين المحفظة من خلال تحديد المستثمرين حدًا أدنى للقيمة لمحفظتهم، ثم القيام بتخصيص الأصول حول هذا القرار، (Kagan, 2020) بحيث يتم حماية رأس المال الأساسي من خلال الاستثمار في العقود الشرعية ذات الدخل الثابت (مثل عقد مراهجة ذو عائد ثابت) واستثمار الباقي في الأدوات والأوراق المالية الأخرى. ومن العقود المستخدمة لهذا الهيكل الثاني هو عقد الوعد، والمواعدة، والعربون لتقوم مقام عقد الخيارات التقليدية (options) في سوق المشتقات المالية.

فعلى سبيل المثال استخدام الوعد عند إنشاء أدوات الفوركس الآجلة (Fx Forward) كأداة للتحوط، وهي معاملة صرف العملات الأجنبية (فوركس) المستندة إلى وعد شراء أو بيع عملة أجنبية. فهنا اتفقا الطرفان على بيع أو شراء عملة ما على سعر المتفق عليه في أول العقد، وتكون البيع أو الشراء في المستقبل، ففي أول العقد مجرد الوعد بالبيع أو بالشراء، وأما عملية التنفيذ تكون في المستقبل بأجل معلوم يدا بيد.

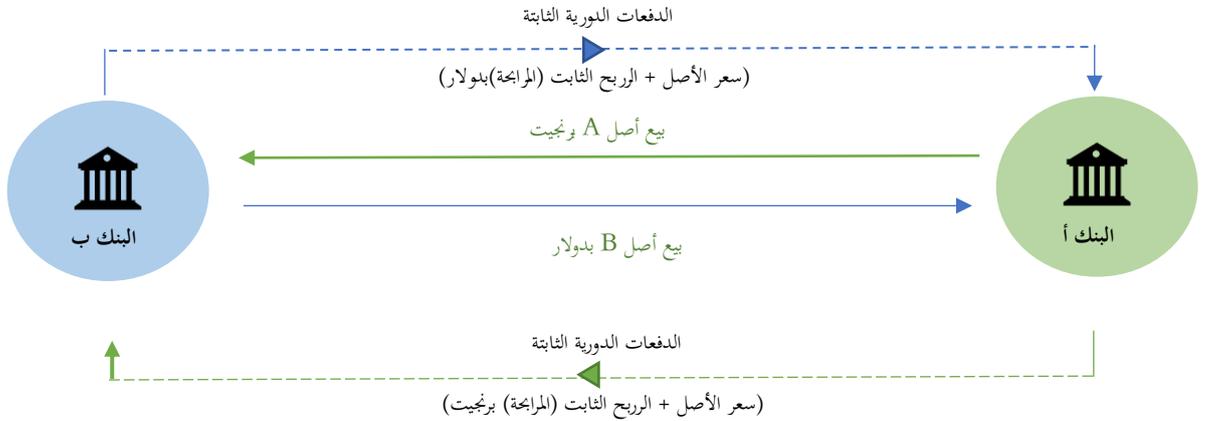


فمثلا في المؤسسات المالية الإندونيسية يمكن عملية التحوط بعقد التحوط المركب (كما ذكر في فتوى مجلس العلماء الإندونيسي: DSN MUI NO: 96 / DSN-MUI / IV / 2015 عن معاملات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على أسعار الصرف) وهي عملية تحوط بسلسلة المعاملات الفورية والاتفاقيات الآجلة Forward Agreement ثم تليها المعاملات الفورية عند تاريخ الاستحقاق بتسليم العملات في عقد واحد لتحقيق التناوب. فيقوم الأطراف بالمواعدة، تتوعد بعضهم بعضا بإجراء عملية الصرف أو عدة معاملات في وقت واحد على أساس فوري في المستقبل. ويجب أن يكون المواعدة بينا واضحا (في بداية العقد) بالاتفاق على المبلغ الاسمي وسعر الصرف وتاريخ الاستحقاق.

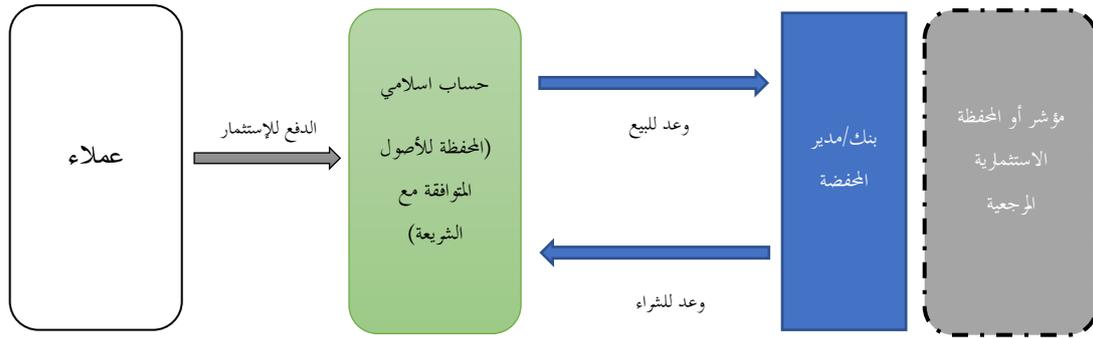
وعند تاريخ الاستحقاق، سيتم الصرق كالمعاملات الفورية بين الأطراف (بالإيجاب والقبول) وفقاً للسعر المتفق عليه في البداية. (Suryani&Fathoni, 2017)

وقد تكون تنفيذ عملية التحوط في سوق السلع بعملية بيع وشراء سلعة ما بالعملات المختلفة عند تاريخ الاستحقاق. فهي عبارة عن عملية التحوط من خلال البورصة الإسلامية بمخطط سلسلة من معاملات (بيع وشراء سلعة / أصل) متتالية بعملة الروبية وتليها إجراء عملية تجارية بالعملات الأجنبية بتقايض العملة عند تاريخ الاستحقاق؛ (Fatwa Dewan Syariah Nasional) ولكن حالياً لا تزال الشركات الإندونيسية لا ترغب في استخدام أدوات التحوط لعدة أسباب، من أهمها: (1) وجود تكاليف إنتاجية لعملية التحوط، فعلى الشركات دفع تكاليف إضافية (رسوم التحوط) التي تؤدي إلى انخفاض الأرباح وانخفاض قيمة الشركة للمساهمين؛ (2) استخدام التحوط يؤدي إلى أخذ الجزء من حد الائتمان للحفاظ على السيولة. (Suryani&Fathoni, 2017)

أما في ماليزيا استخدمت المؤسسات المالية الإسلامية معاملات المقايضة الإسلامية على أساس بيع المراجعة Murabaha-based Cross-Currency Swap كأداة التحوط. فهذه المشتقة المالية أصدرها Bank Muamalat Malaysia عام 2006. فهذه المعاملة تقوم ببيع بنك أ أصلاً معيناً إلى بنك ب مراجعة بسعر 4000 رنجيت مثلاً، ثم قام بنك ب ببيع أصل آخر إلى بنك أ بسعر 1000 دولار. فسيُدفع البنك ب مبلغ 4000 رنجيت تقسيماً، والبنك أ سيدفع مبلغ 1000 دولار إلى بنك أ.

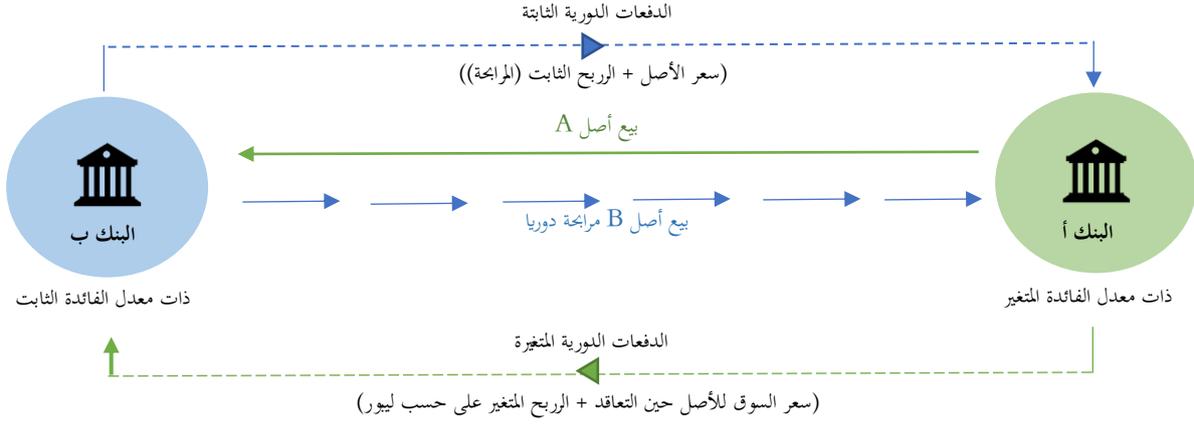


ويمكن أيضاً استخدام مقايضات إجمالي العائد الإسلامي (ITRS) من خلال تبادل العائد من المحفظة للأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بمؤشر أو المحفظة الاستثمارية المرجعية (reference investment portfolio)، وهذه المحفظة قد تحتوي على أصول تقليدية تخالف الشريعة. ولا تزال في هذه المسألة خلافاً بين الباحثين، كما قال بعضهم: إن في الممارسة العملية لهذه الهيكلة مشاكل شرعية، بحيث أن أرباح المحفظة البديلة لا تأتي من أنشطة مقبولة شرعاً. (Jobst & Sole, 2012)



وقد قامت ماليزيا عام 2005 بإجراء مقايضة معدل الربح الإسلامي (IPRS). فعلى سبيل المثال، البنك الإسلامي "أ" (صاحب معدل الفائدة المتغير) ، يريد تحويل عدد من المدفوعات من معدل متغير إلى معدل ثابت لمواجهة المخاطر. فقام البنك أ ببيع أصل A عن طريق عقد المراجحة إلى البنك الإسلامي "ب" مقابل المدفوعات الثابتة على حسب اتفاق لفترة زمنية محددة.

ثم يقوم البنك الإسلامي "ب" ببيع أصلا آخر (أصل B) مراجحة بشكل دوري مقابل أقساط مالية مستقبلية بقيمة السوق بالإضافة إلى حصة من ربح معدل الفائدة المتغير كالتكلفة الإضافية والذي يختلف وفقاً للتغيرات في المعدلات المتفق عليها (ليبور). فيشتري البنك الإسلامي "أ" السلعة B تدرجا (بسرعة السوق + ربح تابع ليبور) . فبهذا حصل كلا الجهتان على المدفوعات المرجوة لتقليل المخاطر. (Jobst & Sole, 2012)



فبوجود هذه المنتجات الإسلامية من المشتقات المالية على أساس العقود المباحة، يمكن القول بأن المشتقات المالية هي نتيجة من الهندسة المالية التي تهدف إلى إدارة المخاطر المالية، و هي من المنتجات المهيكلة قابلة للتطورات والتحسين في المستقبل. فالمعاملات المالية الأخرى، فإن العملية بالمشتقات المالية تحتاج إلى التطور والتكيف الشرعي حتى لا تخالف القواعد الإسلامية التي وضعها الله ورسوله، بحيث أن مخالفة الشريعة تسبب الضرر في الدنيا والآخرة. وكما تدعم التعاليم الإسلامية روح التحوط بشكل عام في أحد مقاصد الشريعة الإسلامية: حفظ المال، فالإسلام ألزم أمته على حفظ ممتلكاته من التلف والهلاك. وأمر النبي صلى الله عليه وسلم على درء المفساد في قوله (لا ضرر ولا ضرار) يعزز أهمية إدارة المخاطر المتوقعة، إلا أن عملية التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية تتطلب الحرية من المضاربة والمقامرة والربا وغيرها من الأشياء المحرمة لا توافق الشريعة الإسلامية.

الخلاصة

- وقد تم الدراسة بمحمد الله فمما سبق حديثه يمكن الاستنتاج من هذه الدراسة النتائج المهمة وهي:
1. المشتقات المالية هي منتجات مالية تعتمد على الأوراق المالية أو السلع أو الأدوات المالية الأخرى. وعادة تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض بما في ذلك إدارة المخاطر والتحوط، والمضاربة في الأسواق.
 2. تتداول المشتقات المالية في الأسواق الخاصة وهي أسواق المشتقات المالية، وهذه الأسواق يمكن تقسيمها إلى قسمين: الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

3. للمشتقات المالية مميزات، منها: قيمتها المرتبطة بأصل معين، تتصف بالمرونة وسهولة الاستخدام، قدرتها على تحديد سعر الأصل الأساسي، تعتبر بدائل مفيدة للاحتفاظ بالسلعة الأساسية، تكلفتها المنخفضة، ولها إمكانية الوصول إلى الرافعة المالية.

4. إن في استخدام المشتقات المالية أهداف كثيرة، من أهمها: لمواجهة المخاطر وللحصول الأرباح من خلال المضاربة، وللحصول على معلومات التسعير، ولإستخدامها كأداة تأمين، و التخفيض تكاليف التشغيلية في السوق.

5. قسمت المشتقات المالية إلى ثلاثة أقسام: المشتقات القائمة على العقود الآجلة Forward، المشتقات على أساس المقايضات و المشتقات القائمة على الخيارات

6. إن في معاملات المشتقات التقليدية هناك عديد من التحديات والمشاكل الشرعية: (1) وجود الربا في ممارسة صرف النقود وتبادل العملات بغير تقابض و عملية الاستثمار في القطاعات غير متوافقة بالشرعية التعامل بفائدة الربوية في الأدوات التقليدية (2) الغرر لعدم قيام بعض المشتقات على الأصل الحقيقي (3) و ممارسات المضاربة في المشتقات وهي كمي سير وقمار.

7. تم استخدام المشتقات المالية الإسلامية التي توافق الشريعة في المؤسسات المالية الإسلامية، ومن المشتقات الإسلامية أكثرها شيوعاً:

- استخدام الوعد عند إنشاء أدوات الفوركس الآجلة

- عملية التحوط بعقد التحوط المركب

- عملية التحوط في سوق السلع بعملية بيع وشراء سلعة ما بالعملات المختلفة

- معاملات المقايضة الإسلامية على أساس بيع المراجحة - Murabaha-based Cross-Currency Swap

- مقايضات إجمالي العائد الإسلامي (ITRS)

- مقايضة معدل الربح الإسلامي (IPRS).

8. المشتقات المالية هي نتيجة من الهندسة المالية التي تهدف إلى إدارة المخاطر المالية، وهي من المنتجات المهيكلة قابلة للتطورات والتحسين في المستقبل. فالعملية بالمشتقات المالية في السوق مازالت تحتاج إلى التطور والتكيف الشرعي حتى لا تخالف القواعد الإسلامية.

المراجع

- Abu Zaid, Abdul Adhim. 2014. Attahlil Al Fiqhey Wa AlMaqaoshidiy Lil Mushtaqqaat Almaliyyah. Majallat Jaamia Almulk Abd Alazez: Allqtisod Al Islamy, Mujallad 2 A'dad 3
- Addebyan, debyan. Kitab Almuamalat Almaliyya Asolat wa Muasirat. Al Maktabah Asshamila Alhadetsa. (3/51)
- Al Amadiy, Ali bin Abi Ali bin Muhammad. 1402H. Al Ihkam Lil amady. Al Maktab Alislamy Beirut. (2/255)
- Al Bablawey, Adduktur Hazim. 2008. Simaat Alazemat Almaliyya Alhaaliya wa 'Alaqtuha bilazemaat Assabiqah Al Matsilah. Nadwa Al Azimat Almaliyya Addauliyya wa 'Inikasatiha ala Aswaq Almal Wal Iqtishad Al Arabey.
- Andreas A. Jobst and Juan Solé. Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory . IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department .March 2012 .
- Annasa'I, Ahmad bin Shuayb. 2001. Muasat Arrisalat Beirut. Thab'ah Alula (6/27) Hadets Raqam 6064
- Annawawiy, Abu Zakaria Muhyuddin bin Syaraf. Almajmu'. Maktabat Al Irshad, Jeddah. (9/399-400)
- Assalous, Ali Ahmad. 2008. Mausua Alqadoya Alfiqhiyya AlMua'ashira. Muassat Arrayyan Beirut. Wa Maktabat Attirmidzy, Cairo. Tho 11 P 370
- Bukhory, Imam. 2009. Transaksi Derivatif dalam Perspektif Hukum Islam, Al-Qānūn, Vol. 12, No. 2, Desember 2009
- Chui, Michael. 2012. Derivatives markets, products and participants: an overview A chapter in Proceedings of the workshop "Data requirements for monitoring derivative transactions", organised by the People's Bank of China and the Irving Fisher Committee, Zhengzhou, 27-29 September 2010, 2012, vol. 35, pp 3-11 from Bank for International Settlements
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor 96/DSN-MUI/IV/2015 Tentang Transaksi Lindung Nilai Syariah (Al-Tahawwuth Al-Islami / Islamic Hedging) Atas Nilai Tukar

- Hamadow, bin Nu'mun. 2009. Thabiat Alislahat Almaaliyya Ka AlMasrafiyyah fii A'qab Alazimat Almaliyya 2008. Mudakhola min Almultaqo Addawliy Hawal AlazematAlmaliyya Aliqtisodiyya Addaliyya wa Alhukumah Al Alamiyyah. Jamiah Satif. 20-21 Oct 2009 (17)
- Ibn Qudamah, Abdullah bin Ahmad. 1968. Almuḡniy. Maktabat AlQahira (4/204)
- IMF. 1998. BOPCOM98/1/20 Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics Washington, D.C., October 21–23, 1998. Point 404
- Jobst , Andreas A. and Solé, Juan. 2012. Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory . IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department .March 2012 . P 2
- Kunhibave, Sherin, “Derivatives in Islamic Finance”, p.3, research paper No 7/2010, Publications of International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).
- Kunhibave, Sherin, 2010. “Derivatives in Islamic Finance”, p.3, research paper No 7/2010, Publications of International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).
- Majma' Alfiqh Alislamiy. Qarar Majma' Alfiqh Al Islamy Aduwaliy, Raqm 36 (7/1) Bisha'ni Al Aswa Al Maliyyat.
- Maryam, Samamah. 2012. Daur Almushtaqat Almaliyya Wa taqniyat Attawriq fii Azimati 2008. Jamia Montorio Qostantiniyya
- Maulina, Mitty. 2016. Manajemen Resiko. Universitas Padjadjaran
- Morris, Virginia B. Morris, Kenneth M. Morris.2000. Dictionary of Financial Terms .Lightbulb Press. P 55
- Mousavi, Seyed Muhammad Mahdi And Agha Mahdavi, Asqar. Islamic Justification of Credit Default Swap for Managing Credit Risk in Islamic Banking
- Muslim, Muslim bin Alhajjaj Annaysabury. Shahih Muslim no 1587. Daar Ihya Atturats Alarabey-Beirut.
- Sabiyty, Hauro'. 2020. Dawr Almushtaqat Al Maliyya fii Idarat Makhotir Assuq Dirasat Tahliyiyat lilfatra 2009-2013Majallat Al Jenan Raqm 11 2020
- Samrey, Abd Alhamied. Ridwan, Hasan. 2005 Al Mushtaqat Almaliyya Wa dauruha fii Idarat Almakhatir wa Dawr Alhandasa Almaliyyah fii Sinna'ati Adawatiha. Thaba Al-Ula. Daar Annashr Lil Jameat, Cairo.
- Suryani, Muhammad Anwar Fathoni Lindung Nilai (Hedging) Perspektif Islam: Komparasi Indonesia dan Malaysia INFERENSI, Jurnal Penelitian Sosial Keagamaan36 4

Agustianto, 2013. <http://www.iaei-pusat.org/article/ekonomi-syariah/transaksi-derivatif-dalam-perspektif-syariah--1?language=en>

IMF Official Page, 2000.

<https://www.imf.org/external/np/sta/fd/index.htm>

Kagan, Julia. 2020 Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)

Updated Sep 28, 2020

<https://www.investopedia.com/terms/c/cppi.asp>

Rasheed, Rukan. 2020. Maa hiya Al Mushtaqat Al Maliyyat Arraiysiyat.

<https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/trading-instruments/share7-anwa3-almoshtaqat-almaliya>