

# **الأدوات المالية للتمويل العقاري**

**مصطفى محمد حسين جامعة قم / كلية الحقوق / ايران**

**الدكتور عليرضا انتظاري**

**Financial instruments for real estate finance**

**entezari.uni@gmail.com**

**l.mustafa6784@gmail.com**

إن تطور المجتمع يتطلب تنشيط الحياة الاقتصادية من خلال توفير التمويل اللازم لممارسة هذه الأنشطة، كما يتطلب من ناحية أخرى تنمية العنصر البشري وذلك من خلال توفير حد أدنى من الحياة الإنسانية الكريمة حيث المسكن اللائم للفرد وأسرته، حيث تبدو المشكلة السكانية مشكلة عميقة مرتبطة بالأمن القومي، وقد لجأت التشريعات لفكرة التمويل العقاري كأحد حلول هذه المشكلة، وكوسيلة لتنشيط الاستثمار العقاري بوجه عام ثم عرضت بعد ذلك إلى الأدوات المالية للتمويل العقاري حيث ان المشتقات المالية تعتبر أدوات مالية حديثة العهد لذلك يجب بيان طريقة التعامل بها. وتعرف المشتقات المالية بأنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم، أو السندات، أو سلع....، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة. الكلمات المفتاحية: التمويل العقاري 'التوريق' المشتقات المالية' العقود المستقبلية' عقود الاختيار.

## Abstract

Society has contributed to providing economic life by providing the necessary funding for these companies. On the other hand, it also requires the growth of humanity by providing the minimum level of human life, including adequate housing for the individual and his family. The population problem is a major problem for national security, and legal authorities have resorted to... The idea of real estate financing as one of the solutions to this problem, and as a means to stimulate real estate investment, has a general face and was then presented to financial instruments for real estate financing, as financial derivatives are considered modern financial instruments, so the method of dealing must be clarified. Financial derivatives are defined as "a type of financial contract that derives from the original value of the latest issue of the underlying asset, or such as stocks, or for that matter, or products..., and those who master it are futures contracts, futures contracts, swap contracts, and options contracts, and other financial contracts." Of similar value

Keywords: Real Estate Finance 'Securitization' Financial Derivatives' Futures' Contracts of Choice

الأدوات المالية للتمويل العقاري إذا كان اتفاق التمويل العقاري يتعلق بالعملية العقارية الأساسية (بيع - تحسين - ترميم.... الخ)، وهو ما يحدث في السوق الأساسية للتمويل العقاري، إلا أن هناك لوازماً مالية لهذا العقد تحدث فيما يسمى بالسوق الثانوية للتمويل العقاري، وهي لوازماً ذات طبيعة اقتصادية في المقام الأول، إذ أنها قد نشأت كضرورة اقتصادية فرضها تطور الأدوات المالية في أسواق المال، ومن ثم نلاحظ عدم اهتمام القوانين بمثل هذه الوسائل اهتماماً كافياً، وحتى في الأحوال التي يوجد فيها معالجة تشريعية لهذه اللوازم؛ فإنها تكون ناقصة. وسوف أعرض لهذه الأدوات في مطلبين على النحو التالي:

## المطلب الأول: التوريق.

## المطلب الثاني: المشتقات المالية الأخرى.

فالمعنى البسيط للتوريق هو "تحويل الديون إلى أوراق مالية"، وقد استعمل هذا المصطلح نص المادة ١١ من قانون التمويل العقاري المصري المرقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ والمعدلة بقرار رئيس الجمهورية بالقانون رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤، ويستعمل البعض بدلاً منه اصطلاح "تسنيدي" نسبة إلى تحويل الديون إلى سندات، أو اصطلاح تصكيك نسبة إلى الصكوك، ولكن يبدو أن هذه المصطلحات لم تلق قبولاً كبيراً لتقلها على الإذن، لذلك فإن المصطلح الأشهر هو التوريق. والتوريق عملية اقتصادية، لذلك اجتهد الاقتصاديون لوضع تعريفات مختلفة لها، في حين عرّف رجال القانون عن ذلك، ومن ثم فلكي نعرف دور التوريق في منظومة التمويل العقاري لا بد أن نعرض أولاً لماهية التوريق بوجه عام، وبعد ذلك لدور التوريق في منظومة التمويل العقاري. لذلك يقسم هذا المطلب إلى فرعين: الفرع الأول: التوريق بوجه عام. الفرع الثاني: دور التوريق في منظومة التمويل العقاري.

## الفرع الأول التوريق بوجه عام

التوريق في اللغة التوريق لغة إخراج الورق، يقال ورق الشجر (بفتح الراء)، وورق بتشديدها، إذا أخرج ورقه، وأورق الشجر توريقاً إذا ظهر ورقه، والورق الذي يحترف نسخ الكتب وتجارتها، ويدخل في حرفة الوراقة (١). تعريف التوريق في الاصطلاح الاقتصادي: تعددت التعريفات التي أدلى بها الاقتصاديون للتوريق وتوصلوا بالفعل إلى مجموعة من التعريفات تبين لنا ما هو التوريق في الاصطلاح الاقتصادي، ويرجع سبب اهتمام الاقتصاديين بتعريف التوريق إلى أنه يعتبر أداة مالية مستحدثة، كما أن كلمة التوريق هي تعريب لمصطلح إنجليزي هو "Securitization" ويمكن القول أن هذا السبب الذي لم يجعل رجال القانون يعرفون التوريق قانوناً<sup>(٢)</sup>. ومن هذه التعريفات بأنه: "جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله، صكوكاً قابلة للتداول في سوق ثانوية، وبذلك يمكن أن تجري عليه

عمليات التبادل والتداول المختلفة وينقلب إلى نقود، بعد أن كان مجرد التزام في ذمة المدين<sup>(٣)</sup>. ويمكن القول بأنه: "أداه مالية مستحدثة تقيّد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة في شكل أوراق مالية بهدف تقليل المخاطر من ضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك"<sup>(٤)</sup>. أو أنه: " تحويل القرض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة ( أسهم أو سندات ) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية، أو شخصية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين علي السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين"<sup>(٥)</sup>. وجوهر كل التعريفات السابقة يلتقي عند معنى واحد، وهو أن هناك جهة مالية لها ديون مؤجلة عند الغير، وتحتاج هذه الجهة المالية إلى سيولة نقدية حالة، فتقوم بتحويل هذه الديون المؤجلة إلى أوراق مالية تطرح للاكتتاب فتحصل على تلك السيولة النقدية المطلوبة.

**ويتضح مما سبق أن:** عملية التوريق تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، من خلال إصدار أوراق مالية، وبذلك فهو يجنب المؤسسات، أو الأشخاص من الاقتراض المباشر. ولضمان صحة عملية التوريق يجب تحقيق الشروط الآتية<sup>(٦)</sup>: 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 أن تكون لها فوائد ذات عائد دوري ثابت. أن تكون الأوراق المالية الصادرة على هذه الديون ذات فوائد دورية ثابتة. أن تتوافق تواريخ استحقاق الأوراق المالية وفوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها. وعليه فمن الضروري ان تكون الأوراق المالية متجانسة ومتوافقة مع الديون محل التوريق، من حيث المقدار، والآجال والضمانات.

**التعريف القانوني للتوريق:** لا يخفى أن المشرع لم يتعرض لتعريف التوريق ولم نجد في الفقه القانوني من عرف التوريق، لذلك كانت هناك عدة محاولات لوضع تعريف قانوني لعملية التوريق وبالتالي يسهل تحديد طبيعته القانونية وفهم أحكامه. لذلك فقد عرفه البعض بأنه " تسهيل الديون المضمونة طويلة الأجل في شكل صكوك (أسهم، أو سندات) قابلة للتداول في السوق الثانوي للتمويل العقاري. وهذا يعني تحويل الديون طويلة الأجل والمضمونة بضمانات قوية إلى نقود لضمان التدفق المستمر للسيولة للمؤسسات المالية التي تقوم بالتمويل العقاري"<sup>(٧)</sup>. فمن خلال قراءة وتفسير نص المادة رقم (١١) من قانون التمويل العقاري المصري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ والمعدلة بالقانون رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤، يتأكد إقرار المشرع المصري لحالة الحق كأداة قانونية لبداية التوريق، حيث من خلالها تنتقل الحقوق للممول تجاه المستثمرين في اتفاقات التمويل العقاري إلى جهات التوريق التي تقوم بعد ذلك بتحويلها إلى سندات الدين المضمون بالرهون العقاري وتطرحها للتعامل عليها في سوق رأس المال والذي سمي بالسوق الثانوي للتمويل العقاري، وذلك كله وفق أحكام الفصل الثالث من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. لذلك يمكن تعريف التوريق في إطار التنظيم القانوني له بأنه: " التصرف في حق المديونية الناتج للممول عن اتفاق التمويل العقاري - بحالة الحق - وذلك في مصر، أو بالتجديد، أو من خلال عقد الشركة، أو بغيرها من الوسائل، بحيث يترتب عليه حقوق للغير قابلة للتداول، وذلك بواسطة من اكتسب هذا الحق محل التصرف"<sup>(٨)</sup>. وبذلك يمكن القول إن التوريق يعني في القانون التعامل على حقوق الممول المترتبة له عن اتفاق التمويل العقاري وضمانته ولكن من خلال جهات التوريق في السوق الثانوي للتمويل العقاري، هذا مع ان التوريق هو نشاط مالي واقتصادي تنظمه أحكام وقواعد تختلف عن تلك المنظمة له بوصفه تعاملًا، أو تصرفًا في حق الممول تجاه المستثمر<sup>(٩)</sup>. والأساليب القانونية لنقل ملكية أصول المصدر (أساليب التوريق): أثبتت الممارسات الفعلية لعملية التوريق وجود ثلاثة أساليب قانونية لنقل ملكية الأصول (الديون)، حيث تقوم صفقات التوريق بالضرورة على أطر، أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار ضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية للتوريق التي تبنتها الممارسة الفعلية لكفالة حقوق كافة أطراف عملية التوريق، وتتمثل هذه الأساليب فيما يلي:

أولاً: نقل الديون عن طريق التجديد (الاستبدال) وتعني هذه الطريقة تحويل الديون الأصلية كلها، أو بعضها (محل التوريق) بكل حقوقها إلى ديون أخرى جديدة من خلال إصدار سندات الدين بنفس الآجال والفوائد من خلال استعانتة بجهة متخصصة للإصدار تقوم بهذه العملية مقابل رسوم تأخذها من الدائن، أو المدين، أو من كلاهما حسب الاتفاق<sup>(١٠)</sup>، أي أن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة غير أن هذه الطريقة تحتاج إلى موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض.

وقد نظم القانون المدني المصري عملية تجديد الالتزام، وشروطه والآثار المترتبة عليه وذلك في المواد ٣٥٢-٣٥٨ وقد نصت المادة ٣٥٣ مدني على أنه يتجدد الالتزام بتغيير الدين إذا اتفق الطرفان على أن يستبدلا بالالتزام الأصلي التزامًا جديدًا يختلف عنه في محله، أو في مصدره. بتغيير المدين إذا اتفق الدائن مع أجنبي على أن يكون هذا الأجنبي مدينًا مكان المدين الأصلي، وعلى أن تبرا ذمة المدين الأصلي

دون اعتبار لرضائه، أو إذا حصل المدين على رضا الدائن بشخص أجنبي قبل أن يكون هو المدين الجديد. بتغيير الدائن إذا اتفق الدائن والمدين وأجنبي على أن يكون هذا الأجنبي هو الدائن الجديد. وتطبيق أحكام هذا النص على التوريق بطريق التجديد ينبغي أن يكون الاتفاق بين المدين من جانب، وبين البنك البادئ للتوريق والمصدر من جانب آخر، على أن يصبح هذا المصدر هو الدائن الجديد، ويترتب على هذا التجديد انقضاء الالتزام الأصلي على عاتق المدين بجميع توابعه ونشوء التزام جديد مكانه بحيث إن الالتزام الجديد لا ينشأ إلا بانقضاء الالتزام الأول.

ثانياً: نقل الديون بحوالة الحق (التنازل) حوالة الحق هي اتفاق مبرم بين أطراف عملية التوريق، يقوم بمقتضاها الدائن، أو المقرض بالتنازل عن الديون الأصلية لشخص مدين له أي طرف ثالث (شركة التوريق) مع التزامه بالتسديد في حالة عدم قيام الدائن بالسداد. 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 تجاه شركة التوريق، أو قد يكون المقصود من الحوالة مجرد تقديم ضمان من الدائن إلى شركة التوريق، فإذا لم ينفذ الدائن التزامه تجاه شركة التوريق 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<sup>(١١)</sup>. وينتشر استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول، أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة (شركة التوريق)، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

ثالثاً: نقل الديون بالمشاركة الجزئية أو الفرعية في هذه الصورة يتم الاتفاق بين البنك البادئ للتوريق وبين بنك آخر يطلق عليه البنك المشارك وبموجب هذا الاتفاق يقدم البنك المشارك إلى البنك البادئ للتوريق مقدارا من المال مقابل سندات مديونية على أن يسترد هذه الأموال وفوائدها عندما يحين موعد الوفاء بمبلغ مساو من المدين بهذه السندات. ويقوم المدين بتسليم هذا المبلغ للبنك البادئ للتوريق والذي يقوم بدوره بتسليمه إلى البنك المشارك<sup>(١٢)</sup>. وتتميز هذه الآلية بأن البنك المشارك ليس له أن يرجع على البنك البادئ للتوريق، حيث لا مسؤولية لهذا البنك الأخير عن المبلغ المتفق على إعادة الوفاء به إذا لم يتسلم هذا المبلغ من المدين.

**ويتبين من ذلك أن:** هذا الأسلوب يتضمن بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها<sup>(١٣)</sup>.

الفرع الثاني الغرض من التوريق ودوره في التمويل العقاري إن الغرض الرئيسي من عملية التوريق هو ضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية لمؤسسات التمويل العقاري، فالتمويل العقاري يعد من قبيل الائتمان طويل الأجل الذي قد يستغرق مدة طويلة جداً حتى تستطيع مؤسسات التمويل العقاري استرداد أموالها مما يجعلها تعجز عن توفير التمويل المستمر وبالتالي قد يقل نشاطها بسبب نقص السيولة، لذلك فقد دفعت هذه الحاجة القائمين على عمليات التمويل العقاري إلى اختراع وسيلة تمويلية حديثة تضمن التدفق المستمر للسيولة النقدية، وذلك عن طريق حوالة حقوق مؤسسات التمويل العقاري لدى الغير إلى شركات متخصصة في هذا التحويل، حيث تقوم هذه الشركات بتحويل هذه الديون المؤجلة والمضمونة إلى أوراق مالية، أو سندات، أو أسهم يتم تداولها في أسواق المال، وتكون هذه الأوراق مضمونة بالضمانات الضامنة لحقوق مؤسسات التمويل العقاري والتي قد تكون رهن عقاري، أو الاتفاق على ضمان قيمة هذه الأوراق بالتأمين عليها لدى شركات التأمين الكبرى<sup>(١٤)</sup>. لذلك فإن التوريق العقاري يعد من أهم الأساليب المستخدمة في الأسواق العالمية لأنه يقوم بتوفير السيولة اللازمة لمؤسسات التمويل العقاري، وليس للأفراد الراغبين في الحصول على مسكن بنظام التمويل العقاري، من خلال تحويل الديون العقارية العادية الناشئة عن الاقتراض بغرض تمويل شراء، أو بناء، أو ترميم وحدة عقارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول تصدر من الجهات المتخصصة في التوريق، حيث يساعد هذه البنوك شركات الإقراض من استرداد أموالها نتيجة لبيع هذه الأوراق بالبورصة بحيث يتم استخدامها في منح قروض جديدة<sup>(١٥)</sup>، وبالتالي تنشيط منظومة التمويل العقاري والتي بدورها تؤدي إلى تنشيط سوق العقارات والتقليل من مشكلات الإسكان. ولكن على الرغم من إن التوريق يعد وسيلة فعالة بالنسبة للقروض طويلة الأجل والمضمونة بضمانات قوية إلا أنه في نفس الوقت أداة من الأدوات المالية الخطيرة التي يمكن أن تؤدي إلى أزمات مالية عنيفة لو لم يتم الاحتياط في استخدامها، مثل الأزمة التي حصلت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ٢٠٠٨ والتي اهتز لها الاقتصاد العالمي وسبب هذه الأزمة المالية والتي بدأت بعجز المتعاملين مع مؤسسات الائتمان

العقاري؛ حيث عجزوا عن رد ما عليهم من قروض نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة مما اضطر مؤسسات التمويل إلى اللجوء إلى الرهون العقارية للحصول على حقوقها، فعند عرض العقارات المرهونة للبيع لم تجد السيولة الكافية لتمويل شراء هذه العقارات وبالتالي توقفت مؤسسات التمويل العقاري عن تحصيل الحقوق التي تم تحويلها إلى أوراق مالية لصالح مؤسسات التوريق وأصحاب هذه الأوراق فعجزت مؤسسات التوريق عن سداد قيمة السندات، أو الأسهم فلجأت إلى شركات التأمين والبنوك فلم تجد لديهم السيولة الكافية وهكذا انفجرت ما تسمى بـ "الفقاعة العقارية" في وجه القائمين عليها<sup>(١٦)</sup>. ومن الجدير بالذكر إن المشرع لم ينظم أحكام التوريق وإنما ترك الأمر للقواعد العامة، لكنه أشار إليها في المادة (١١) من قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ والمعدلة بالقانون رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤، والتي تنص على أنه: "يجوز للممول إن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل سواء على سبيل التملك أو الرهن إلى الشركة أو إحدى الجهات المرخص لها بمباشرة نشاط التوريق على أن ترهن الاتفاقات الضامنة رهنا حيازيا وذلك كله طبقا للقواعد التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون". وبخصوص كون التوريق تصرفاً قانونياً فإنه ولعدم وجود تنظيم خاص متكامل يحكم التوريق فإنه يخضع للأحكام العامة المنظمة للالتزام في القانون مالم يوجد نص خاص بشأن تنظيم أحكامه. لذلك سوف أوجز القول في شأن الأحكام المنظمة للتوريق في شقين الأول: أتناول فيه تنظيم شركات التوريق والثاني أتكم فيه عن الأركان اللازمة لعملية التوريق.

أولاً: تنظيم شركات التوريق و وفقاً لما جاء في المادة رقم (٤١) مكرر من قانون سوق رأس المال إن شركة التوريق هي التي تزاوّل نشاط إصدار سندات تكون قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع وبنفس الضمانات المقررة لها، وتعد شركة التوريق في تطبيقها لهذه الأحكام من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية<sup>(١٧)</sup>. والحقوق المالية والمستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها والتي تقوم شركات التوريق بتحويلها إلى سندات قابلة للتداول بعد إحالتها إليها تسمى "بمحفظة التوريق" ويكون غرض هذه الشركة مقتصرًا على مزاوله هذا النشاط دون غيره من النشاطات، ولا يجوز بغير ترخيص من مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار وهيئة شؤون التمويل العقاري إن يحال إلى الشركة أكثر من محفظة توريق واحدة، أو أن تقوم بأكثر من إصدار واحد للسندات وذلك طبقاً للقواعد والإجراءات التي يصدر فيها قرار من مجلس الإدارة<sup>(١٨)</sup>.

ثانياً: أركان التوريق حتى يتحقق التوريق في مفهومه القانوني يجب أن تتوافر فيه فروض معينة (الأركان اللازمة لقيام العقد) وهي كالأتي: وجود محفظة توريق (توافر المستحقات آجلة الدفع): لكي يقوم التوريق يجب أن تتوافر الحقوق والمستحقات آجلة الدفع "محفظة التوريق" أي إنه لا بد أن تتوافر علاقة دائنية أصلية بين الدائن والمدين كالعلاقة بين البنك المقرض وبين الفرد، أو الشركة، أو الحكومة المقترضة<sup>(١٩)</sup>. ففي البداية لا بد وأن يوجد اتفاق تمويل عقاري في السوق الأولي وأن يوجد ممول (أي شركة تمويل عقاري، أو بنك مرخص له، أو شخص اعتباري يدخل التمويل العقاري ضمن نشاطه) له حقوق وضمانات ناتجة عن اتفاق التمويل العقاري التي ستكون محلاً لمحفظة التوريق، بالإضافة إلي الحقوق الأخرى المترتبة عن علاقات اتفاقات التمويل العقاري، لذلك فإن الأساس في قيام محفظة التوريق، أو الحقوق والمستحقات المالية آجلة الدفع هو وجود اتفاق التمويل، حيث يحق للممول أن يحيل تلك الحقوق لجهات تمارس نشاط التوريق، سبق تجميع كافة ما يترتب له من حقوق عن كافة اتفاقات التمويل العقاري التي يبرمها في حزمة واحدة تسمى بمحفظة التوريق ويحيلها لشركة التوريق<sup>(٢٠)</sup>. وجود أداة التوريق (توافر الأداة القانونية لنقل المستحقات آجلة الدفع): لكي يقوم التوريق بصورة صحيحة يجب بداية أن يقوم الممول بتحويل حقوقه تجاه المستثمر إلى الجهة المختصة بعملية التوريق، ولكي يتم هذا التحويل بصورة صحيحة يجب أن تتوافر الأداة القانونية والتي يقرها المشرع والتي من خلالها يستطيع الممول أن يمنح الجهة المختصة بعملية التوريق الحق في التصرف بما له من حقوق ومستحقات مالية آجلة الدفع تجاه المستثمر "المدين" وهذه الأداة غالباً تكون حوالة الحق، وهذا ما نص عليه المشرع صراحة في نص المادة رقم (١١) من قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ والمعدلة بقرار رئيس الجمهورية بالقانون رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤، وبذلك فإن المشرع المصري يكون قد حصر الأداة القانونية لنقل الحقوق والمستحقات آجلة الدفع المترتبة للممول عن اتفاق التمويل العقاري في حوالة الحق دون غيرها إلى جهات التوريق، ويؤكد ذلك إنه تطلب أن تكون حوالة الحق وفق النموذج الحوالة المقرر من قبل الهيئة العامة لشؤون التمويل العقاري، وهذا وقد أوجب المشرع أن تكون هذه الحوالة نافذة ناجزه، ومن ثم فلا يجوز أن تكون تلك الحوالة مؤجلة، أو معلقة على شرط، ويجب أن تكون هذه الحوالة ناقلة لجميع الحقوق والمستحقات والضمانات الناشئة للممول عن اتفاق التمويل العقاري إلى شركة التوريق، ومن ثم فلا يجوز أن تتضمن تلك الحوالة نقل جزء من هذه الحقوق، أو المستحقات، أو الضمانات<sup>(٢١)</sup>. توافر إمكانية انتقال الملكية إلى شركة التوريق:

يعبر هذا عن قيام شركة التوريق بإصدار أوراق مالية قابلة بقيمتها للتداول في أسواق الأوراق المالية، أي قيام شركة التوريق بتحويل الحقوق المحالة إليها إلى أوراق مالية سندات، أو أسهم، وهذا لا يكون إلا من خلال تقرير سلطة، أو إمكانية ترتيب حقوق للغير على الحقوق المنقولة من الممول لجهة التوريق، وذلك من خلال إصدار سندات التمويل المضمونة بالرهون العقارية، أو أسهم وهذا يعتبر جوهر عملية التوريق من الناحية الاقتصادية ويعبر ذلك عن سلطة التصرف في الحقوق المحالة من الناحية القانونية<sup>(٢٢)</sup>، وهذا يبين سلطة التصرف في الحقوق المحالة قانوناً ومن ثم لا بد أن تنتقل ملكية محفظة التوريق إلى شركة التوريق لكي تتمكن من التصرف.

من ذلك يتبين: حقيقة الطبيعة القانونية للتوريق بأنة عبارة عن علاقة قرض بين شركة التوريق ومن حصل على السندات الناتجة عن هذا التوريق وبالتالي تسري أحكام عقد القرض، وعقد الشركة في حالة ما إذا كانت الأوراق المالية الناتجة عن التوريق أسهما، حيث مشاركة المستثمرين في السوق الثانوي للتمويل العقاري لشركة التوريق في الحقوق المحالة إليها من الممول<sup>(٢٣)</sup>. توافر ضمانات ذات تدفق نقدي متوقع للأوراق المالية المصدرة عن التوريق: وهذا يعني وجوب استناد الأوراق المالية المصدرة (الأسهم والسندات) إلى ضمانات عينية، أو شخصية بشرط أن تكون ذات تدفق نقدي متوقع، وهذه الضمانات غالباً ما تكون هي نفس الضمانات التي تضمن حق الممول تجاه المستثمر، ولكن إذا لم يكن الحق محملاً بضمانات وهذا غير وارد في الواقع العملي فإن شركة التوريق حينها تصدر سندات يضمنها الممول، أو الغير وذلك عن طريق شرط يدرج في اتفاق حواله الحق وعليه فإن التزام الممول بتحصيل الحقوق المالية يعد في حد ذاته ضمانه للتوريق<sup>(٢٤)</sup>. توافر المتعاملين علي الأوراق المالية الناتجة عن التوريق: ولما كانت الفكرة الأساسية من التوريق هي إكساب الغير حقاً على الحقوق المحالة من الممول إلى شركة التوريق، وعلى ذلك لا بد من وجود المتعاملين (المستثمرين) في سوق التمويل العقاري الثانوي. ويتبين من ذلك إن العلاقة فيما بين الممول (البنك، أو شركة التمويل العقاري) وبين شركة التوريق تكون خاضعة للقواعد العامة المنظمة لحالة الحق، وفقاً لما نص عليه المشرع المصري في المادة رقم (١١) من قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ والمعدلة بالقانون رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤، أما علاقة شركة التوريق بالمتعاملين على الأوراق التي تصدرها شركة التوريق فهي في الغالب تكون علاقة المقترض بالمقرض، ومن ثم تخضع لأحكام عقد القرض. وعلى ذلك يمكن القول في شأن التوريق بوصفه فكرة قانونية بأنه: عبارة عن عملية قانونية مركبة من عدة معاملات قانونية ترتبط وتتكامل معاً لتحقيق غرض معين وهي حوالة الحق وعقد القرض، أو عقد الشركة وذلك بغرض توفير المواد اللازمة لتمويل معاملات السوق الأولى في التمويل العقاري وعلى ذلك فإن التوريق يعد من أحدث وأكثر طرق التمويل عامة والتمويل العقاري خاصة<sup>(٢٥)</sup>.

ومن الجدير بالذكر أن: التوريق بالصورة المذكورة اعلاه، غير جائز شرعاً، لأنه يعد من قبيل بيع الدين بالدين لغير من عليه الدين، وقد اشترط الفقهاء لجوازه شروطاً متعددة، حتى يكون خالياً من شبهة الربا، واكل أموال الناس بالباطل وهذه الشروط لا تتوافر في التوريق بصورته الحالية، وعليه فإن التمويل العقاري بهذه الطريقة غير جائز لذلك لكي يكون للتوريق دور في التمويل العقاري فإنه يجب أن يتم في ضوء الشروط والضوابط الفقهية التي ذكرها الفقهاء لجواز بيع الدين لغير المدين<sup>(٢٦)</sup>.

### المطلب الثاني المشتقات المالية

أصبح السوق المالي حديثاً يستخدم مشتقات مالية ك (الخيارات، المستقبليات، المبادلات) وهذا يعتبر تطوراً كبيراً للأسواق المالية، حيث أصبحت في غضون الثلاثين سنة الفائتة المشتقات أدوات حقيقة يتم التعامل بها في الأسواق والمؤسسات المالية وأصبحت في كل النظام المالي الدولي وليست فقط مجرد تصورات. فبدأ العالم يُولي اهتمامه لتلك المشتقات منذ الربع الأخير من القرن العشرين. وفي عام ١٩٧٣ في الولايات المتحدة الأمريكية أنشئت بورصة مستقلة تتعامل في المشتقات أنشأها الاتحاد الوطني لوسطاء الأوراق المالية<sup>(٢٧)</sup>.

الفرع الأول ماهية المشتقات المالية

والمشتقات تعتبر أدوات مالية حديثة العهد لذلك يجب بيان طريقة التعامل بها. وتعرف المشتقات المالية بأنها " نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم، أو السندات، أو سلع...، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة<sup>(٢٨)</sup> وقد عرفها بنك التسويات الدولية على أنها: " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار أصل مالي في هذه الأصول، كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار والعوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرًا غير ضروري<sup>(٢٩)</sup> كما تم تعريفها على أنها: "عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار، أو المضاربة، ويكون تقلب قيمتها اشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها، وهي تتعلق بعمليات والتزامات خارج الميزانية"<sup>(٣٠)</sup>.

ويتبين من خلال هذه التعريفات أنه: يمكن استخلاص مفهوم شامل للمشتقات المالية وهو عبارة عن عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي ولا تتطلب استشارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود. وتشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد ولذلك سميت بالمشتقات<sup>(٣١)</sup>. وتتمثل الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلات والعقود الناتجة عن عملية التوريق.

الفرع الثاني أنواع المشتقات المالية

مع تعدد أنواع المشتقات المالية فإن أهم أنواعها:

أولاً: العقود المستقبلية تعرف العقود المستقبلية بأنها: " اتفاقية لشراء، أو بيع سلعة، أو أدوات مالية على أن تسلم في المستقبل وخلافاً للعقد الأجل الذي يتم التفاوض عليه بشكل خاص والذي يشمل شروطاً موضوعية، فإن العقد المستقبلي اتفاقية موحدة قياسياً لا يتغير فيها سوى السعر وشهر التسوية<sup>(٣٢)</sup> وفي تعريف آخر يعتبر العقد المستقبلي: " اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، ويحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، والتاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل وتعرف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية، أو الأصل المعني، أما تاريخ التبادل فيسمى تاريخ الاستلام، والسعر الذي وافقت عليه الأطراف يسمى السعر المستقبلي المتعاقد عليه، أو سعر المستقبلات، أما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك للعقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز القصير<sup>(٣٣)</sup>. وهناك من يرى أن العقود المستقبلية بأنها: " تعد من الأدوات المالية الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، وتمثل هذه الأدوات تعاقد بين الطرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه<sup>(٣٤)</sup>. وبالرغم من تعدد تلك التعريفات؛ إلا أن علماء الاقتصاد قاموا بتعريفها بتعريفات متشابهة أهمها أنها: (عقود نمطية على شراء، أو بيع أصول " مادية كالسلع، أو أدوات مالية كالأسهم والسندات، أو مؤشرات غير ذلك " قابلة للتداول في السوق الرسمية، ومؤجل تسليمها وتسليم ثمنها المحدد إلي اجل محدد، وتخضع للتسويات اليومية، ويقبل المستثمرون عليها لا بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد ولكن بغرض المضاربة، أو الربح، أو نقل المخاطرة، أو لمجرد المراهنه علي محض اتجاه السعر)<sup>(٣٥)</sup>.

**وتوضيحاً لما سبق:** فإن تعريفها علي أنها: "عقود نمطية" لسببين الأول: لتوضيح الفرق بينها وبين العقود الآجلة، والثاني: لأنه يتم تحديدها عن طريق إدارة السوق بحيث لا يسمح لأحد أطراف العقد بوضع شروط من عنده فعلى سبيل المثال يتم تحديد الشيء المبيع بالوزن، أو الكيل إذا كانت مما يحدد بذلك، أو بالعدد فيما يباع بالعدد كالأسهم والعملات. وحين قال أنها " قابلة للتداول " ذلك لأن كونها تقبل التداول فذلك يحرر المتعاقدين من التزامهم بتسليم، أو تسلم المعقود عليه لأن أصلها عقود ملزمة للطرفين. أما القول بأنها " تخضع للتسوية اليومية " فلأنها تعتبر تأمين للمتعاقدين وضمان وفاء أطراف التعاقد بالتزاماتهم لأن غرفة المقاصة تعتمد علي التأمين الابتدائي المودع فيها؛ ممن يريد التعامل في العقود المستقبلية. فإذا كانت الأسعار في صالح العميل ففرق السعر يضاف إلي حسابه. أما إن لم تكن الأسعار في صالحه فيخصم الفرق من حسابه علي أنه قد يطلب من العميل إيداع تأمين إضافي محافظاً علي رصيد التأمين. وبالنسبة للقول بأن: " المستثمرون يقبلون عليها لا بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد ولكن لأغراض أخرى " وذلك لأن من يريد أصل محل التعاقد فإذا كانت حاجته مؤجلة فيلجأ إلي السوق غير الرسمية. لما في هذه السوق من إلزام للبائع بتسليم المعقود عليه للمشتري والتزام المشتري بتسليم الثمن المقابل للأصل محل التعاقد.

أنواع العقود المستقبلية:تتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد ومن أهم أنواعها ما يلي<sup>(٣٦)</sup>:العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: ويكون موضوع التعامل فيها هو معدل الفائدة على الودائع، السندات، قروض معينة... الخ، واغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عليها في البداية ونجد ضمن هذه العقود<sup>(٣٧)</sup>، عقوداً مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل مثل العقود المستقبلية على الودائع، أو عقوداً مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة طويلة الأجل، مثل العقود المستقبلية على سندات الخزانة.العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: وفيها يتم تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق وغالباً ما تتم تسوية هذه العقود نقداً لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد.العقود المستقبلية على العملات الأجنبية: وفيها يتم تداول العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية.العقود المستقبلية على السلع: وهي عقود يتم إبرامها على سلع معينة<sup>(٣٨)</sup>.

ثانياً: عقود الاختيار، أو الخيار المقصود بعقود الاختيار العقود الأجلة التي يتم التعامل بها من خلال البورصة. وهي تتميز بوجود شرط الخيار للمتعاقدين في الشراء، أو البيع، أو في الإمضاء، أو الفسخ، أو في زيادة الكمية المباعة فاختلفت في عقود الخيار لذلك فهي تطور للمعاملات الأجلة<sup>(٣٩)</sup>. ويمكن تعريفها بأنها: (عقود نمطية علي حق مجرد " هو حق الخيار بين إتمام الصفقة، أو الرجوع فيها " قابلة للتداول في السوق الرسمية ويلتزم فيها بائع الخيار ببيع، أو شراء أصول "مادية كالسلع، أو أدوات مالية كالأسهم والسندات، أو مؤشرات، أو غير ذلك " بثمن معين في المستقبل عندما يقرر ذلك مشتري الخيار، ويلتزم مشتري الخيار بدفع ثمن الخيار وقت التعاقد ويقبل المستثمرون عليها لا بغرض الحصول علي الأصل محل التعاقد ولكن بغرض المضاربة، أو الربح، أو نقل المخاطرة، أو لمجرد المراهنه علي محض اتجاه الأسعار)<sup>(٤٠)</sup>. ونجد في هذا التعريف أنها: عقود نمطية لما يتشابه بينها وبين العقود المستقبلية في هذا الشأن، وأن ألزم بائع الخيار ببيع، أو شراء الأصل محل التعاقد بثمن معين في المستقبل عندما يقرر ذلك مشتري الخيار ولكن في الواقع العملي فنادر ما يحدث ذلك حيث مشتري الخيار يهدف للمضاربة والربح لأنه لا يمارس حق البيع، أو شراء الأصل طول مدة الخيار لوجود مدة باقية دائماً في الخيار فهناك محل لزيادة القيمة السوقية للأصل وعلي سبيل المثال إذا كان الخيار بالشراء ويتوقع المستثمر ارتفاع قيمة الأصل فلو انخفضت أسعار الأصل تصفي الصفقة ولا يخسر المشتري سوي ثمن الخيار لأنه لم يدفع أصلاً سعر الأصل ولكن لو ارتفعت أسعار الأصل فلا يمارس البيع، أو الشراء علي الأصل ولكن يؤخذ الفرق من البائع بين القيمة السوقية والسعر المتفق عليه في العقد. أما ثمن الخيار فهو ذلك المبلغ الذي يدفعه المشتري لمحضره مقابل حق الاختيار وهذا الثمن لا يرد.

ثالثاً: الفرق بين العقود المستقبلية وعقود الاختيار، أو الخيار<sup>(٤١)</sup>

(أ) أوجه التشابه بينهما:

- ١- عقود نمطية علي شراء، أو بيع أصول.
- ٢- تقبل التداول في السوق الرسمية.
- ٣- يقبل المستثمرون عليها لا بغرض الحصول علي الأصل ولكن بغرض المضاربة، أو الربح، أو لمجرد المراهنه علي محض اتجاه الأسعار.
- ٤ الثمن مؤجل.

(ب) أوجه الاختلاف بينهما:

- ١- في العقود المستقبلية المعقود عليه هو شراء، أو بيع أصل محل التعاقد أما في عقد الخيار فالمعقود عليه هو حق الخيار نفسه.
- ٢- في العقود المستقبلية الثمن هو الأصل أما في عقود الخيار فالثمن يختلف عن ثمن الأصل.
- ٣- العقود المستقبلية ملزمة للجانبين أما عقود الاختيار فهي تلزم البائع دون المشتري لحق الخيار.

## النتائج

١. يعد التمويل العقاري نشاطاً اقتصادياً يُعنى بتدبير السيولة النقدية من قِبل المؤسسات المالية المرخصة لتغطية نفقات تملك أو بناء أو ترميم عقار، بصورة قرض نقدي طويل الأجل بضمان العقار، وما عقد التمويل العقاري إلا الأداة القانونية لتحقيق ذلك.
  ٢. لم ينظم المشرع العراقي عقد التمويل العقاري في قانون خاص وإنما كان لكل جهة تمويل الأشخاص بالقرض لشراء أو بناء عقار قانونها الخاص، بخلاف المشرعين المصري والفرنسي الذين وضعوا قوانين نظمت هذا النشاط.
  ٣. يعد عقد التمويل العقاري عقد انتمان بصورة قرض مبلغ من النقود بهدف تمويل عقد آخر وارد على شراء أو بناء عقار أو ترميمه أو تحسينه، مع التزام طالب التمويل برده على شكل أقساط شهرية لمدة طويلة، مع تقديم التأمينات الضامنة لمبلغ التمويل.
  ٤. لم يضع المشرع العراقي النصوص القانونية لحماية الطرف الضعيف المستهلك في عقد التمويل العقاري مما اضطرنا إلى العودة إلى القواعد العامة لتقرير ما يمكن تقريره من هذه الحماية، بخلاف المشرع المصري والفرنسي الذي قرر حماية فعالة للمستهلك ابتداءً من مرحلة تكوين العقد إلى مرحلة نفاذه، إلى قيام الترابط بين عقد التمويل العقاري والعقد الرئيس.
- الإخلال بعقود التمويل العقاري من جانب طالب التمويل يترتب عليه التنفيذ الجبري على العقار الضامن وفق القانونين المصري والعراقي، لذا فإن المشرع المصري قد نظم التنفيذ الجبري بقواعد خاصة ضمن قانون التمويل العقاري بخلاف القانون العراقي الذي يستند إلى القواعد العامة،

٥- لم يسمح القانونان المدنيان المصري والعراقي برهن الأموال المستقبلية كؤن رهن الأموال المستقبلية باطلً بموجب القواعد العامة، بخلاف المشرع الفرنسي الذي أجاز بنص صريح رهن العقار تحت التشييد في القانون المدني.

٦- لم ينص القانونيين الفرنسي والعراقي على حق الامتياز كضمان باعتبار عقد التمويل العقاري هو عقد ثنائي الأطراف بين الممول وطالب التمويل.

٧- لم ينص القانونيان المصري العراقي على حماية الكفيل الشخصي في عقد التمويل العقاري، بخلاف القانون الفرنسي الذي ضمن له حماية فعّالة له ابتداءً في مرحلة تكوين عقد التمويل وحتى سريانه.

## التوصيات

إن الحاجة التشريعية لوضع قانون يسمى بقانون التمويل العقاري يسري على كل الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين العامين والخاصين يتضمن المبادئ التالية:

١. مفهوم قانوني محدد لمعنى التمويل العقاري كمنشأ اقتصادي، وإنشاء هيئة عامة للتمويل العقاري تُعنى بضبط هذا النشاط ومنح التراخيص لمزاولته وإصدار نماذج العقود، ويجب أن يراعي المشرع العراقي عند تشريعه قانون التمويل العقاري فلسفة السعي نحو توفير المساكن وتمويلها لأفراد المجتمع من الطبقة الوسطى ومحدودي وعديمي الدخل، مما يعني انه يجب أن يتسم النظام القانوني للتمويل العقاري بالطابع الواقعي لظروف المجتمع العراقي لكي يتم التركيز على أهمية و أولية حل مشكلة السكن في العراق بوصفة هدفاً تشريعياً.
٢. إلزام طالب التمويل قانوناً برهن العقار الضامن، و إذا رفض ذلك فإنه يمكن أن يقوم الممول بذلك بموجب وكالة يتم منحها أثناء التعاقد. وكذلك إجازة رهن العقارات تحت التشييد، وتقييد حق التصرف بالعقار الضامن بموافقة الممول المكتوبة على أن يخطر قبل التصرف، وعدم السماح للممول أن يشترط حوالة الحق في أجرة العقار ضماناً للوفاء بمستحققاته، وإذا وقع على العقار نقص فإنه يجب أن يكون مخللاً ويجب لإثباته حكم قضائي بات.
٣. إلزام طالب التمويل بالتأمين ضد خطر وفاته أو عجزه الكلي أو الجزئي بالنسبة التي تؤثر على حصوله على دخل يمكنه من دفع القسط.
٤. منح الممول حق تحويل حقوقه إلى مؤسسة التوريق كضمانة لحقوقه ولكي تمكنه من الاستمرار في نشاط التمويل العقاري.

## هوامش البحث

- ١- راجع مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، القاهرة، عام ٢٠٠١ ص ٦٦٥.
- ٢- سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية وإبعاده ومحدداته، بحث مقدم بندوة التورق والتوريق، البحث منشور ضمن أوراق ندوة التورق والتوريق بين الشريعة الإسلامية والتطبيق المالي المعاصر، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة، عام ٢٠٠٧ ص ٣٤ وما بعدها.
- ٣- نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد، دار العلم دمشق، بدون سنة نشر، ص ٢١٤.
- ٤- سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، مرجع سابق، ص ٣٥.
- ٥- عبيد علي الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠١ ص ١٠.
- ٦- علي محي الدين القره داغي، دراسة حول الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها وتداولها، في الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي [www.kantakji.com/fiqh/files/markets](http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets) الإسلامي في الشارقة يوم ٢٦-٣٠ ابريل، عام ٢٠٠٩ ص ٦، من الموقع الالكتروني/
- ٧- أنبيل إبراهيم سعد، التمويل العقاري، دراسة في القانون المدني، دار الجامعة الجديدة، عام ٢٠١٢، ص ٥٥.
- ٨- الصغير محمد مهدي، النظام القانوني للتمويل العقاري، دراسة مقارنة في القانون المدني، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، وقد تم طبعتها لدى دار الجامعة الجديدة، عام ٢٠١٢ ص ٤٩.
- ٩- المرجع نفسه، ص ٤٩-٥٠.
- ١٠- علي محيي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص ١٥.

- ١٠- (١١) حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، ص ٧، بحث منشور بموقع الدليل الإلكتروني للقانون العربي: [www.arablowinfo.com](http://www.arablowinfo.com)
- ١١- (١٢) المرجع نفسه، ص ١٧.
- ١٢- (١٣) في تفاصيل هذه الأساليب انظر: عبيد علي الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، مرجع سابق، ص ٢٣ وما بعدها.
- ١٣- (١٤) نبيل ابراهيم سعد، التمويل العقاري، مرجع سابق، ص ٥٦.
- ١٤- (١٥) د. هشام محمد القاضي، التمويل العقاري (دراسة فقهية قانونية اقتصادية مقارنة)، مرجع سابق، ص ٢٦٨.
- ١٥- (١٦) نبيل ابراهيم سعد، التمويل العقاري، مرجع سابق، ص ٥٧-٥٨.
- ١٦- (١٧) الصغير محمد مهدي، النظام القانوني للتمويل العقاري، مرجع سابق، ص ٥٠.
- ١٧- (١٨) نبيل ابراهيم سعد، التمويل العقاري، مرجع سابق، ص ٥٩.
- ١٨- (١٩) عبيد علي احمد الحجازي، مرجع سابق، ص ١١.
- ١٩- (٢٠) عبيد علي احمد الحجازي، المرجع نفسه، ص ٣٨، كذلك انظر هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة (التوريق)، دار الفكر الجامعي، عام ٢٠٠٤، ص ١٧.
- ٢٠- (٢١) الصغير محمد مهدي، النظام القانوني للتمويل العقاري، مرجع سابق، ص ٥٢؛ كذلك راجع في ذلك نص المادة رقم (٤١) مكرر (١) من قانون سوق رأس المال، وكذلك راجع نص المادة رقم (١١) من قانون التمويل العقاري والمعدلة بالقانون رقم ٥٥ لسنة ٢٠١٤.
- ٢١- (٢٢) المرجع نفسه، ص ٥٣.
- ٢٢- (٢٣) المرجع نفسه، ص ٥٤.
- ٢٣- (٢٤) المرجع نفسه، ص ٥٤.
- ٢٤- (٢٥) الصغير محمد مهدي، النظام القانوني للتمويل العقاري، مرجع سابق، ص ٥٥.
- ٢٥- (٢٦) انظر في تفاصيل وبيان هذه الشروط، هشام محمد القاضي، التمويل العقاري، مرجع سابق، ص ٢٧٠.
- ٢٦- (٢٧) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، عام ٢٠٠٢، ص ٥٨.
- ٢٧- (٢٨) احمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الإسكندرية، الدار الجامعية، عام ٢٠٠٣، ص ٧-٨.
- ٢٨- (٢٩) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، عام ٢٠٠٥، ص ٥٩-٦٠.
- ٢٩- (٣٠) هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عام ٢٠٠٨، ص ٢٣.
- ٣٠- (٣١) طارق عبد العال حمادة، المشتقات المالية (مفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة) عين شمس، الدار الجامعية، عام ٢٠٠١، ص ٧.
- ٣١- (٣٢) طارق عبد العال حمادة، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص ١٦.
- ٣٢- (٣٣) د. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار المسيرة للنشر والطباعة، الطبعة الأولى، عام ٢٠٠٨، ص ٢٨٩.
- ٣٣- (٣٤) د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الإسكندرية، دار الجامعة، عام ٢٠٠١، ص ٤١٣.
- ٣٤- (٣٥) في هذا التعريف منير هندي، مرجع سابق، ص ١١١.
- ٣٥- (٣٦) انظر في تفاصيل أكثر خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، مرجع سابق، ص ٣٠٠.
- ٣٦- (٣٧) خالد وهيب الراوي، المرجع نفسه، ص ٣٠٣-٣٠٤.
- ٣٧- (٣٨) احمد صالح عطية، مرجع سابق، ص ٣٣٥.
- ٣٨- (٣٩) جمال ناجي، ادارة محفظة الاوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، عام ١٩٩٨، ص ١٥٦.
- ٣٩- (٤٠) دكتور منير هندي، المرجع السابق، ص ١٢٧.
- ٤٠- (٤١) جمال ناجي، مرجع سابق، ص ١٦٧.

١. إبراهيم دسوقي أبو الليل، البيع بالتقسيط والبيع الائتمانية الأخرى، مطبوعات جامعة الكويت عام ١٩٨٥.
٢. أحمد سلامة، الرهن الطليق للمنقول، جامعة عين شمس، عام ١٩٦٨.
٣. ادوار عيد، أثر انخفاض قيمة العملة على الالتزامات المدنية (نظرية الحوادث الطارئة)، بدون مكان النشر، عام ١٩٩٠.
٤. إسماعيل غانم، النظرية العامة للالتزام، الجزء الأول، مصادر الالتزام، عام ١٩٦٨.
٥. أنور سلطان، مصادر الالتزام، دار المطبوعات الجامعية، جامعة الإسكندرية، عام ١٩٨٨.
٦. احمد أبو الوفا، إجراءات التنفيذ في المواد المدنية والتجارية، مكتبة الوفاء القانونية، عام ٢٠١٥.
٧. احمد شرف الدين، الجوانب القانونية للتمويل العقاري (التجربة المصرية)، كلية الحقوق جامعة عين شمس، عام ٢٠٠٧.
٨. احمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الإسكندرية، الدار الجامعية، عام ٢٠٠٣.
٩. احمد عبد الرحمن الملحم، د. محمود احمد الكندري، عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، مجلس النشر العالمي، جامعة الكويت، عام ٢٠٠٤.
١٠. أنور طلبة، شرح قانون التمويل العقاري، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، عام ٢٠٠٤.
١١. أيمن سعد سليم، مشكلات اتفاق التمويل العقاري، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٥.
١٢. ثروت عبد الحميد، اتفاق التمويل العقاري، دار الجامعة الجديدة، عام ٢٠٠٧.
١٣. جمال ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، عام ١٩٩٨.
١٤. حسام عبد الغني الصغير، الإيجار التمويلي، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٤.
١٥. حسين جمعة، الرهن والتمويل العقاري، مكتب الدراسات والاستشارات الهندسية، جمعية الحفاظ على الثروة العقارية والتنمية المعمارية، القاهرة، عام ٢٠٠٩.
١٦. —، الموسوعة العقارية، مكتب الدراسات والاستشارات الهندسية، القاهرة، عام ٢٠٠٨.
١٧. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار المسيرة للنشر والطباعة، الطبعة الأولى، عام ٢٠٠٨.
١٨. رمزي سيف، تنفيذ الأحكام والمحرمات الرسمية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٦٧.
١٩. سميحة القليوبي، المراكز القانونية لأطراف عقد القرض العقاري والتوريق، القاهرة، دار النهضة العربية، دون مكان وسنة نشر.
٢٠. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، عام ٢٠٠٥.
٢١. طارق عبد العال حمادة، المشتقات المالية (مفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة) عين شمس، الدار الجامعية، عام ٢٠٠١.
٢٢. مصطفى أحمد إبراهيم نصر، التمويل العقاري في النظامين المصري والسعودي، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠١١.
٢٣. مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، الإسكندرية، دار المعرفة الجديدة، عام ١٩٩٦.
٢٤. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، عام ٢٠٠٢.
٢٥. هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الأجلة (التوريق)، دار الفكر الجامعي، عام ٢٠٠٤.
- هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عام ٢٠٠٨.