



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة باتنة 1



نيابة العمادة لما بعد التدرج والبحث
العلمي والعلاقات الخارجية

كلية العلوم الإسلامية
قسم الشريعة

المشتقات المالية: "دراسة نقدية في ضوء الاقتصاد الإسلامي"

أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الإسلامية
تخصص المعاملات المالية المعاصرة

إشراف الأستاذ الدكتور:
رشيد درغال

إعداد الطالبة:
وناسة حامدي

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	مؤسسة العمل	الصفة في اللجنة
جمال بن دعاس	أستاذ	جامعة باتنة 1	رئيسا
رشيد درغال	أستاذ	جامعة باتنة 1	مقررا
سامي مباركي	أستاذ	جامعة باتنة 1	عضوا
محمد دمان ذبيح	أستاذ محاضر أ	جامعة أم البواقي	عضوا
عبد الله بلعدي	أستاذ محاضر أ	جامعة خنشلة	عضوا
سكينة بويلي	أستاذ محاضر أ	جامعة باتنة 1	عضوا

السنة الجامعية: 2021-2022 م

مقدمة

مقدمة

الحمد لله الواحد القهار الذي أنزل شريعته على نبيه المختار، وجعل مدارها على حفظ المصالح ودفع المضار، فأحل البيع وحرم الربا والغرر والقمار، ووعد المتقين من التجار بجزيل الثواب مع الأبرار، وتوعد المنحرفين منهم بشديد العذاب في النار. ثم أما بعد:

يعتبر سعي الإنسان لتحسين وضعه في مختلف مناحي الحياة غريزة طبيعية ملازمة له منذ بداية خلقه، وبما أن المال يعد من احتياجاته الأساسية وبالأخص في نشاطه الاقتصادي، فبعد أن اتسعت معاملاته المالية نتيجة التطورات والتحويلات المتسارعة على كافة الأصعدة، والتي أخذت منحا جديدا نحو محاولة تعظيم الأرباح والتقليل من المخاطر المتزايدة مع التنوع الذي عرفته الأنشطة الاقتصادية، بل وأصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة.

وللسيطرة على تلك المخاطر بذل المهندسون الماليون جهودا مكثفة لابتكار أدوات مالية تكون أقل تكلفة، وأدنى مخاطرا، وأعلى عائدا، فقدمت مراكز البحث والابتكار في الدول الغربية العديد من المنتجات المالية للتعامل بها في بورصات الأوراق المالية، والتي أطلق عليها اسم "المشتقات المالية"، إذ يشير هذا المصطلح إلى فئة واسعة من الأدوات المالية المتمثلة في العقود المستقبلية، والعقود الآجلة، وعقود الخيارات، والمبادلات، والتي يُنظر إليها على أنها أدوات هامة للتحوط ضد المخاطر المحيطة بالأنشطة الاقتصادية.

وقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقود الأخيرة، نتيجة عالمية الأسواق المالية، وإزالة القيود التي تحد من نشاطها، مستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات العالمية المتطورة، فضلا عن التنافس المحموم بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها، الأمر الذي استوجب النظر في هذه المستجدات التي أنتجتها الحياة المعاصرة وتعقيدها المختلفة، والكشف عن حقيقة هذه الأدوات وتحليل طبيعة العمل بها من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي.

الفصل الأول:
المشتقات المالية: المفهوم
والأنواع

مَهَيِّدٌ

شهد العالم في السنوات الأخيرة تطورات في مختلف مناحي الحياة، وبصفة خاصة في الجانب المالي؛ حيث أخذت هذه التطورات المالية منحى جديدا نحو محاولة تعظيم الأرباح، وتحقيق السيولة، وتقليل المخاطر من خلال ابتكارات مالية متنوعة، أطلق عليها "المشتقات المالية"، وقد شغلت حيزا كبيرا في المعاملات المالية المعاصرة، لكون قيمة هذه المشتقات المالية قائمة على أدوات مالية أخرى.

ولتسليط الضوء أكثر على هذه الأدوات المالية ومحاولة الكشف عن حقيقتها والتعرف على أهم أنواعها تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين على النحو الآتي:

❖ المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية

❖ المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية

المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية

رغم أن عقود المشتقات المالية تحتل حيزا استثماريا مهما على صعيد الأسواق العالمية، كما تحظى باهتمام المتخصصين في العلوم المالية تحديدا، إلا أنها تبقى ذلك اللغز الصعب الفهم لدى الكثير من المهتمين من الباحثين والمستثمرين ناهيك عن العامة من الناس في العالم المتقدم والمتخلف على السواء، وذلك لما تتميز به من التعقيد. ومحاولة لتحديد ماهية المشتقات المالية تحديدا دقيقا نافيا للجهالة التي تحيط بهذه المعاملات. تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب كالتالي:

المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية وخصائصها

تعتبر المشتقات المالية إحدى أهم الابتكارات المالية الحديثة الاستعمال في السوق المالي، والتي يكتنفها الكثير من الغموض، وعليه جاء هذا المطلب ليبرز حقيقة هذه الأدوات المالية من خلال التطرق إلى مفهومها وكذا أهم خصائصها.

الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية

عرفت المشتقات المالية بالعديد من التعريفات والتي حاولت إعطاء مفهوم دقيق لهذا المصطلح، نذكر منها ما يلي:

عُرِّفت المشتقات المالية بأنها: "عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية"¹.

ينتسم هذا التعريف بالإيجاز ، فلم يفصل مجملا، فقد افتقر إلى التوضيح وخلا من التبيين، واقتصر على ذكر أصل قيمة المشتقات المالية، وأغفل الكثير من الجوانب التي تمس جوهر هذه الأدوات المالية.

كما تُعرف أيضا الأدوات المالية المشتقة على أنها: "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو

¹- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003، ص:151.

السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة¹.
يكشف هذا التعريف عن وجود أنواع متعددة لعقود المشتقات المالية، وهو ما يسفر عن وجود صعوبة في وضع تعريف واضح للمشتقات، شامل لجميع أنواعها.
وفي تعريف آخر للمشتقات المالية ذكر بأنها: "عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية"².

التعريف المتقدم كسابقه، اقتصر على ذكر أغراض استخدام المشتقات المالية، وأشار إلى أنها أدوات تنسم بقدر كبير من المخاطرة، ومع ذلك فهناك غموض عام في فهم وتقدير هذه الأدوات المعقدة إلى حد ما.
ويرى البعض الآخر أن المشتقات المالية: "عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيم واحد، أو أكثر من الموجودات، أو الأدوات، أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"³.
هذا التعريف كأول يتسم بالإيجاز فلا يفيد بالغرض، غير أنه أشار إلى أن عقود المشتقات المالية لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي أو على الأغلب يكون تدفقا ضئيلا نسبيا مقارنة بالأدوات المالية الأصلية التي تدرج في صلب الميزانية.
أما التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي (FMI)* وهو تعريف بنك التسويات الدولية التابع له، إذ عرّفها بأنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول.

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005م، ص:66.

² شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، دار المسيرة، عمان، ط1، 2015م، ص:165.

³ هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011م، ص:65.

* _ صندوق النقد الدولي (FMI): Fonds Monétaire International وهو منظمة دولية أعلن عنها عام 1944 في مؤتمر بروتون وودز وتأسست رسميا عام 1945 بعضوية 29 بلد، للعمل على تعزيز سلامة الاقتصاد العالمي.

وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرًا غير ضروري¹.

الناظر في هذا التعريف يرى أنه وإن لم يكن جامعًا إلا أنه كان أكثر إفصاحًا من سابقه في وصف وتحديد مفهوم المشتقات المالية من جوانب عدة إلا أنه أغفل جوانب أخرى كأغراض استخدامها ومكان تداولها.

وعرفت المجموعة الاستشارية "النظم المحاسبية القومية" بالتالي: "المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدّمًا ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض؛ وتشمل إدارة المخاطر، أو التحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق، وأخيرًا المضاربة"².

تعريف المجموعة الاستشارية كما نرى تصدى بقدر أكبر من التفصيل لمفهوم المشتقات وما تتطوي عليه من أغراض على سبيل الحصر، حيث يكشف التعريف عن مسألة في غاية الأهمية، وهي عمليات المراجعة والتي تعتبر من الاستراتيجيات الجاذبة للاستثمار.

إن الناظر في التعريفات السابقة التي سيقف لبيان حقيقة المشتقات المالية يجد أنها وإن تميز بعضها بالإيجاز والبعض الآخر بالإسهاب، فهي تتفق جميعها في المضمون، وبناء عليها يمكن صياغة تعريف أو مفهوم يجمع بين كافة التعريفات المتقدمة في نسق جامع مانع وهو كالتالي:

¹ - عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2017م، ص: 58-59.

² - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها (دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية)، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005م، ص: 60.

المشتقات المالية عبارة عن عقود تستخدم لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة، ويتم تداولها في الأسواق المالية، ومن أبرز أنواعها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة، وعقود الخيارات، تتعلق هذه العقود ببند خارج الميزانية وترتبط قيمتها بقيمة الأصول التي تمثل موضوع العقد (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... وغيرها)، وهذه العقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية

تتمتع بالعديد من الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى، وأهم تلك الخصائص يمكن حوصلتها في النقاط التالية:

أولاً. الغموض: نظراً لكون معظم عقود المشتقات يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وهل يمكنها تحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة منها أم لا؟، ومن ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة للمخاطر نتيجة صعوبة فهم تلك العقود أو إتمام العمليات الحسابية وعمليات المراجعة الخاصة بها كما هو الحال في العمليات التقليدية¹.

ثانياً. طبيعة العمليات خارج الميزانية: لقد جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها².

ثالثاً. السيولة: تتميز بعض عقود المشتقات بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن تسويقها بسهولة إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحياناً

¹ - محمد خميسي بن رجم، المشتقات المالية وتغطية المخاطر، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2017م، ص:157.

² - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص:167.

تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها¹.

رابعاً. نقل المخاطر: الميزة الرئيسية للمشتقات هي كونها تنقل المخاطر من مستثمر إلى آخر، والواقع أن المخاطر الكامنة في الأسواق المالية عموماً لا يتم توزيعها وفقاً لتوقعات المشاركين. فمثلاً المستثمر حين يرغب في حماية محفظته ضد انخفاض الأسعار، يقوم بتحويل هذه المخاطر إلى مستثمر آخر لن يتردد في اتخاذ مخاطر إضافية، لزيادة فرصته في الفوز إذا كان السوق يتحرك وفقاً لتوقعاته.

خامساً. الرفع: يقوم الرفع على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محدودة ويرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطاً وثيقاً حيث يمكن لمستخدم المشتقات المالية أن يحقق أرباحاً عالية مقابل استخدام مبالغ محدودة، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن هناك جانباً سلبياً للرفع، والذي يتمثل في إمكانية حدوث خسائر كبيرة نتيجة حدوث تغيرات طفيفة في أسعار الأصول التي تشتق منها عقود المشتقات².

سادساً. عدم وضوح القواعد المحاسبية: حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها³.

¹ - حليمة بزاز، المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، الجزائر، 2016/2015م، ص: 150.

² - عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، مرجع سابق، ص: 53-63.

³ - محمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص: 157.

المطلب الثاني: ظروف نشأة المشتقات المالية وتطورها

في ظل الاحتياجات اللامتناهية للإنسان، والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة ظهرت المشتقات المالية لتلبية هذه الاحتياجات، فكلما تطورت حياة الإنسان استلزم معها تطور هذه الأدوات لملائمة المستجدات. وهذا ما سنحاول التطرق له من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: ظروف نشأة المشتقات المالية

أدركت العديد من المؤسسات المالية بأن الأساليب القديمة في التعامل لم تعد مربحة، كما أن بعض المنتجات لم تعد تلقى قبولا لدى المستثمرين، فضلا عن تدني كفاءة الوسطاء الماليين في تعبئة الإدخارات بالأدوات المالية التقليدية، مما دفع بالمهندسين الماليين نحو اللجوء إلى ابتكار أدوات مالية تقلل من المخاطر وتعظم الأرباح فكانت المشتقات المالية بأنواعها إحدى أهم هذه الابتكارات التي شهدت نموا كبيرا ومتسارعا سواء على مستوى حجم تجارة هذه الأدوات، أم على مستوى تنوعها، وكذلك على مستوى توسيع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات المالية. والمتتبع للتطورات التي شهدتها الأسواق المالية يجد أن العوامل الأساسية التي ساهمت في ثورة المشتقات المالية في هذه الأسواق قد تمثلت فيما يلي:

أولاً: العولمة وما أدت إليه من الاتجاه العالمي المتزايد نحو إلغاء القيود المالية والاستثمارية أو الحد منها، الذي أدى بدوره إلى تسهيل تدفق الأموال بين الأسواق المالية والاستثمارية وتحسين مستوى الخدمات المالية والمصرفية المقدمة إلى الزبائن.

ثانياً: الثورة المعلوماتية والإلكترونية التي أدت إلى تسهيل وتوسيع عمليات الاتصال بين مختلف المتعاملين في أنحاء مختلفة من العالم والتوسع في التجارة الإلكترونية وإيجاد البرمجيات الجاهزة للحاسوب، والتي يتم استخدامها في العديد من المجالات المالية والمصرفية ومنها استخدامات أدوات الهندسة المالية.¹

¹ - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008م، ص:60.

ثالثاً: تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة من الزبائن ولاسيما فيما يتعلق بالمنتجات المالية التي تقدم فرصاً أوسع لتحقيق الإيرادات وإدارة المخاطر.

رابعاً: المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارات الذي جعلها تفكر في توسيع نشاطاتها وتقديم المنتجات المالية الجديدة وبصورة مستمرة للزبائن.

خامساً: زيادة سرعة التغير في البيئة المالية والتقلب الشديد في أسعار الفائدة والعملات والسلع الأخرى بصورة عامة.

سادساً: التشريعات المالية الجديدة وإزالة القيود الخاصة باستخدام أدوات الهندسة المالية في بلدان عديدة، والتي سمحت بتوسيع التعامل بهذه الأدوات.

سابعاً: المساهمة الأكاديمية للكتاب والباحثين في حقل الإدارة المالية التي سهلت من عملية الفهم الصحيح لهذه الأدوات وكيفية استخدامها بفاعلية.¹

الفرع الثاني: التطور التاريخي للمشتقات المالية

أشارت الدراسات إلى أن أول استخدام للمشتقات المالية كان من طرف ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان، وذلك في شكل عقود آجلة يتم تداولها في أسواق غير منظمة، حيث طوروا أسلوباً يسمح بموجبه تداول إيصالات إنتاجهم من الأرز وفق مواعيد مستقبلية، وذلك لمساعدة السماسرة الذين كانوا يلعبون دور الوسيط بين المتعاملين. غير أن الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم كان في الولايات المتحدة عام 1865م، حيث تمت صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاربيين والمستهلكين.²

ومنذ ذلك الوقت وحتى ستينات القرن العشرين شكلت المواد الأولية الزراعية وحدها موضوع الصفقات لأجل على مستوى مختلف البورصات في شيكاغو، نيويورك ولندن، ومع بداية السبعينات ظهرت منتجات جديدة عُرفت بعمليات الصرف الآجل، غير أنها لم

¹ _ هاشم فوزي دباس العبادي، المرجع السابق، ص:60.

² - سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011م- 2012م، ص:16.

تتطور لاصطدامها بمخاطر القروض وغياب السيولة التي ميزت الأسواق غير المنظمة التي تُداول فيها، ولذلك وُجدت عُرف المقاصة لتنظيمها.

بعدها ظهرت منتجات جديدة عُرفت بالعقود الآجلة والعقود المستقبلية، وهي عقود نموذجية يتم تداولها في الأسواق المنظمة، تم إدراجها أول مرة في سوق شيكاغو سنة 1972م، وقد ظهرت نتيجة للتقلبات الحادة التي عرفت كلاً من معدلات الفائدة ومعدلات الصرف منذ سنة 1965م، ثم ظهرت فيما بعد منتجات أخرى تتمثل في عقود المبادلة وأخيراً عقود الخيارات وذلك عام 1973م هذا عند افتتاح أول سوق للخيارات في شيكاغو، ثم شهدت توسعاً في الولايات المتحدة الأمريكية، لتنتشر بعدها في أوروبا وآسيا مع بداية الثمانينات؛ هذا الانتشار مرده عمل ذلك السوق منذ افتتاحه على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق. ومن أهم هذه التعديلات شروط التعاقد التي تتضمن تنميط الكميات وتواريخ التنفيذ وقيمة الهوامش المبدئية، وكذلك دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش. والتي كانت من أهم العوامل التي ساعدت على إدخال عنصرين أساسيين كانا يفتقران سوق المشتقات هما السيولة والأمان.¹

ولقد توسع استعمال أدوات المشتقات المالية بصورة انفجارية إذ تشير إحصائيات التسويات الدولية إلى أن حجم التداول بهذه الأدوات على اختلاف أنواعها قد شهد نمواً مطرداً خلال نهاية القرن الماضي، حيث ارتفع حجم تداولها ما بين (1.1 و 2.6 ترليون دولار) خلال المدة (1986م - 1988م) إلى (45 ترليون دولار في نهاية 1994م)؛ أي بنحو أربعين ضعفاً خلال تسع سنوات فقط، وعليه يمكن القول: إن نمو سوق المشتقات العالمية غير محدود نتيجة فرص الإيرادات والأرباح التي توفرها تجارة هذه الأدوات الجديدة، وكذلك تبعاً لقدرة هذه الأدوات على تنويع وتقليل التعرض لأنواع المخاطر التي يتضمنها نشاط تلك الأدوات الجديدة، هذا ناهيك عن الإقبال المتزايد للمؤسسات المالية على تنوعها للاستثمار في هذا السوق والتداول في العقود المالية، وفي هذا الإطار تشير إحصائيات البنك المركزي البريطاني إلى أن تجارة المشتقات تشكل نحو

¹ - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها...، مرجع سابق، ص، ص: 65، 63.

ثلثي حجم التجارة العالمية بالسلع والأدوات المالية على حد سواء، وأن هذه الحصة أخذت في الزيادة عاما بعد عام.¹

المطلب الثالث: أهمية المشتقات المالية واستخداماتها

حظيت عقود المشتقات المالية بقبول واسع وأصبحت من أهم المجالات الاستثمارية في العقدين الأخيرين من القرن العشرين، وذلك لما توفره من حماية للمستثمر في الأوراق المالية، ولكونها أدوات تستخدم لأكثر من غرض؛ فمن جانب يمكن استخدامها لغرض التحوط من تقلبات الأسعار، ومن جانب آخر يمكن استخدامها لجني العوائد من خلال المضاربة والمراجحة، وتفصيل ذلك فيما يلي:

الفرع الأول: أهمية المشتقات المالية

لم يكن ظهور عقود المشتقات المالية وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة، فهذه المنتجات لها أهمية اقتصادية تكمن فيما يلي: أولا. تقديم خدمة التحوط:

يُقصد بالتحوط فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال إزالة الآثار السلبية المصاحبة لأسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو قيم الأصول المالية، أو الحد منها². ومن الواضح أن الشركات تواجه مجموعة من المخاطر ذات الطبيعة المتباينة والتي من شأنها أن تؤثر على النتائج المالية، فعقود المشتقات المالية التي صُممت وتم تطويرها لتلبية الحاجة إلى إدارة المخاطر³؛ تعتبر أداة جيدة للتغطية ضد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة مايلي:

◀ مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

◀ مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.

◀ مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، المرجع السابق، ص:66.

² عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 2006م، ص:81.

³ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيمها - أنواعها، استخداماتها في إدارة المخاطر، المحاسبة عنها)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2010م، ص:262.

◀ مخاطر تقلب أسعار السلع.

وذلك عبر نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد¹. فهي وسيلة لإدارة المخاطر؛ حيث تستبدل مخاطر ما بأخرى، أو تقلل المخاطر إلى مستوى أدنى وفي بعض الأحيان تقضي على المخاطر تماما².

ثانياً. أداة لاستكشاف السعر المتوقع في البورصة الحاضرة:

تعد أسواق العقود الآجلة والعقود المستقبلية وسيلة مهمة للحصول على المعلومات حول أسعار الأصول محل التعاقد، حيث تزود عقود المشتقات المالية المتعاملين بمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في البورصة الحاضرة في تاريخ تنفيذ العقد، أي عند موعد الاستلام والتسليم للأصل محل العقد، أو إجراء التسوية المالية، ويعتقد الكثير من غير المحترفين أو الممارسين أن أسعار العقود الآجلة أو المستقبلية، والأسعار المتوقع لها أن تسود السوق الحاضرة في وقت لاحق، أنها شيئاً واحداً؛ أي أنها نفس الأسعار. ورغم أن هذه القضية خلافية إلا أن الإجماع منعقد على أن الأسعار الآجلة والمستقبلية تتطوي على بيانات قيمة عن التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر، وبالرغم من أن تكلفة الحصول على تلك المعلومات ليست زهيدة، إلا أن أسواق العقود الآجلة والمستقبلية تبادر بتقديم هذه الخدمة مجاناً للجمهور وهو ما يجعل السوق تكون عند مستوى عال من الكفاءة حينما تُتاح المعلومات بتكلفة صفرية³.

ثالثاً. تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسها فيه. وهذا الانخفاض له أثره على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل. وأيضاً يساهم التعامل بعقود المشتقات المالية في تنشيط سوق الأصل

¹ خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة

تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006م، ص: 131.

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيمها، أنواعها، استخداماتها في إدارة المخاطر، المحاسبة عنها)،

الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2010م، ص: 262.

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص: 70.

المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر¹.

رابعاً. إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

تتميز عقود المشتقات المالية، بكون تكلفة الاستثمار فيها منخفضة جداً ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها، وهذا يتيح للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية².

خامساً. سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

نظراً لمرونة عقود المشتقات المالية بالإضافة إلى سيولتها المتميزة والجيدة، وهما ميزتان تجعلانها أكثر جاذبية في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية؛ فمثلاً لو أن مستثمراً ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جديدة التنوع، يمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقتاً طويلاً، كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات، غير أن هناك بديل آخر يخلص المستثمر من تلك المشكلات وهو الاستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي³.

سادساً. تحقيق سمة الكمال للسوق:

يتحقق الكمال للسوق لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطر. وعلى الرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه، فإنّه بفضل عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات (تشكيلات) من عقود المشتقات المالية وأوراق

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2014م، ص:92.

² خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص:132.

³ حاكم محسن الربيعي، ميثاق هاتف الفتلاوي، حيدر خيضر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011م، ص:338.

مالية متداولة في السوق الحاضرة، في ظلها تتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر، لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضرة¹.

الفرع الثاني: استخدامات المشتقات المالية

تمت الإشارة فيما سبق إلى أن المشتقات المالية تستخدم لأغراض عدة أهمها؛ إدارة المخاطر أو التحوط، المضاربة، والمراجحة. نستعرضها في هذا الفرع بشيء من التفصيل كما يلي:

أولاً. استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر:

يرجع مفهوم إدارة المخاطر إلى العملية الإجمالية التي تتبّعها المؤسسات المالية لتعريف استراتيجية العمل، ولتحديد المخاطر التي ستعرض لها، وإعطاء قيم لهذه المخاطر، وفهم طبيعة المخاطر التي تواجهها والسيطرة عليها. فالخطر ينشأ عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة².

توفر أسواق المشتقات فرصة للمستثمرين الذين يرغبون في تقليل أو إلغاء المخاطر التي يتعرضون لها عن طريق نقلها أو توزيعها على المضاربين الذين يرغبون في زيادة درجة المخاطر التي يتعرضون لها طمعاً في تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح، فيما أن قيمة المشتقات تعتمد أساساً على قيمة الأصول المختلفة محل التعاقد في السوق الفوري (الحاضر)، فإن المشتقات تستخدم لتقليل المخاطر الناتجة عن التقلبات في أسعار الاستثمار في الأصول محل التعاقد في السوق الحاضر.

فمثلاً شراء أصل ما من السوق الحاضر وبيع عقد مستقبلي أو شراء (خيار الشراء) يقلل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، فإذا انخفضت أسعار هذه الأصول فإن سعر العقد المستقبلي أو عقد الخيار سوف ينخفض تلقائياً، فعندها يتمكن المستثمر من شراء الأصل محل التعاقد بسعر منخفض ويحقق المستثمر أرباحاً تعوضه عن الخسائر الناتجة عن شراء الأصل من السوق الحاضر، وهذا النوع من

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي، زينب متعب عباس العباسي، علي عبودي نعمة الجبوري، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري وتطبيقي متكامل)، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2015م، ص:32.

² - طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، مراجعة: رضا سعد الله، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003م، ص:30.

المعاملات يدعى بالتحفظ (التغطية)؛ وهي من الوظائف المهمة التي تمتاز بها المشتقات المالية¹.

ثانياً. استخدام المشتقات المالية في المضاربة:

المضاربة بصورة عامة هي شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر. أما المضاربة في البورصة فقد وُجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كريح رأسمالي. ومن المعلوم أن هدفهم هذا يتوقف على أمرين:

الأول: وجود فروق الأسعار بين البيع والشراء.

والثاني: زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل عليها².

ولذلك فقد عرّف الاقتصاديون المضاربة بتعريفات عدة نذكر منها ما يلي:

- المضاربة: عملية بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار، ولكن بهدف الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الاسمية والدفترية (الحقيقية) من ناحية أخرى.

- أما "كينز" فقد لخص المضاربة على أنها: "عملية التنبؤ بنفسية السوق".

- وعرّف "آدم سميث" المضاربة بأنها: "الحصول على أرباح غير عادية عن طريق إنشاء صناعة جديدة، أو إدخال وسائل حديثة في الزراعة"³.

المضاربة بيع أو شراء بغرض الاستفادة من تقلبات الأسعار التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية صعوداً وهبوطاً في الأجل القصير وليس بغرض الاستثمار؛ أي

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012م، ص:32.

² شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، دمشق، ط1، 2002م، ص:169.

³ - المرجع نفسه، ص، ص:170-171.

أن المضارب لا يهدف إلى الحصول على الربح الحقيقي من الورقة وهو مقابل ما تمثله في أصول الشركة وإنما يهدف إلى الحصول على الربح الناتج من الصعود غير العادي في قيمة الورقة كما أنه لا يسعى إلى امتلاك الورقة المالية ولا مجرد حتى استلامها وإنما الترح من حركة الأسعار معتمدا في ذلك على قدرته على التنبؤ وانتهاز فرص الكسب وتجنب الخسائر¹.

وعلى هذا فإن المستثمر عند امتلاكه أحد أدوات المشتقات المالية وليكن خيار الشراء، لا يكون غرضه تملك الأوراق المالية، أو العملات التي اشترى خيار حق شرائها، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك، عن طريق اقتناص فرصة سنحت له، معتمدا على توقعاته لما ستكون عليه أحوال السوق والأسعار في المستقبل، فيشتري اليوم حق الحصول على أسهم بسعر محدد ليبيعهها غدا عندما ترتفع أسعارها².

ثالثا. استخدام المشتقات المالية في المراجعة:

المراجعة هي أحد صور المعاملات التي يسعى من خلالها المستثمر للربح عندما تباع سلعة واحدة بسعرين مختلفين، وهنا يحرص المراجحون على الاستفادة من تغاير الأسعار، فهم يشترون السلعة منخفضة السعر في أحد الأسواق ويسارعون إلى بيعها بالسعر الأعلى في السوق الآخر. ومن المعروف أن الشراء يساعد على ارتفاع الأسعار، وأن البيع يعمل على انخفاضها، ومن هنا سميت العملية بالموازنة، أو المراجعة؛ لأن من شأنها أن تميل بالأسعار إلى المساواة³.

وعليه عُرِّفت المراجعة على أنها فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة، ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح⁴.

¹ - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص، ص: 77-78.

² - عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015م، ص: 188.

³ - هاشم السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 89.

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص: 95.

وقد عُرِّفت أيضا بأنها: "اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما، في سوقين مختلفين، وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض، وبيعها في نفس الوقت على المكشوف في السوق الآخر، الذي تباع فيه الورقة بسعر مرتفع وتحقيق الأرباح من وراء ذلك"¹.

إن المراجعة ليست نفسها المضاربة، كون هذه الأخيرة عبارة عن السعي لكسب الأرباح من خلال توقعات الأسعار في المستقبل وذلك أمر محفوف بالمخاطر، أما المراجعة فهي انتزاع أرباح نشأت من فروق الأسعار بين الأسواق، وبالتالي فهو استثمار بدون مخاطرة. ولذلك فالمشتقات المالية تهدف من خلال استراتيجية المراجعة لجذب الاستثمار في مختلف الأسواق وكسب الأرباح بدون مجازفة؛ ذلك أن آلافا من البشر في المجتمعات الغربية على وجه الخصوص يكرسون وقتهم في البحث عن فرص التربح من عمليات المراجعة، غير أن هذه الفرص لا تستمر طويلا؛ لأن أسعار السوق سرعان ما تصل إلى التوازن من جديد نتيجة لتصرفات المراجحين، وبذلك فالفرصة تختفي بمجرد التوازن².

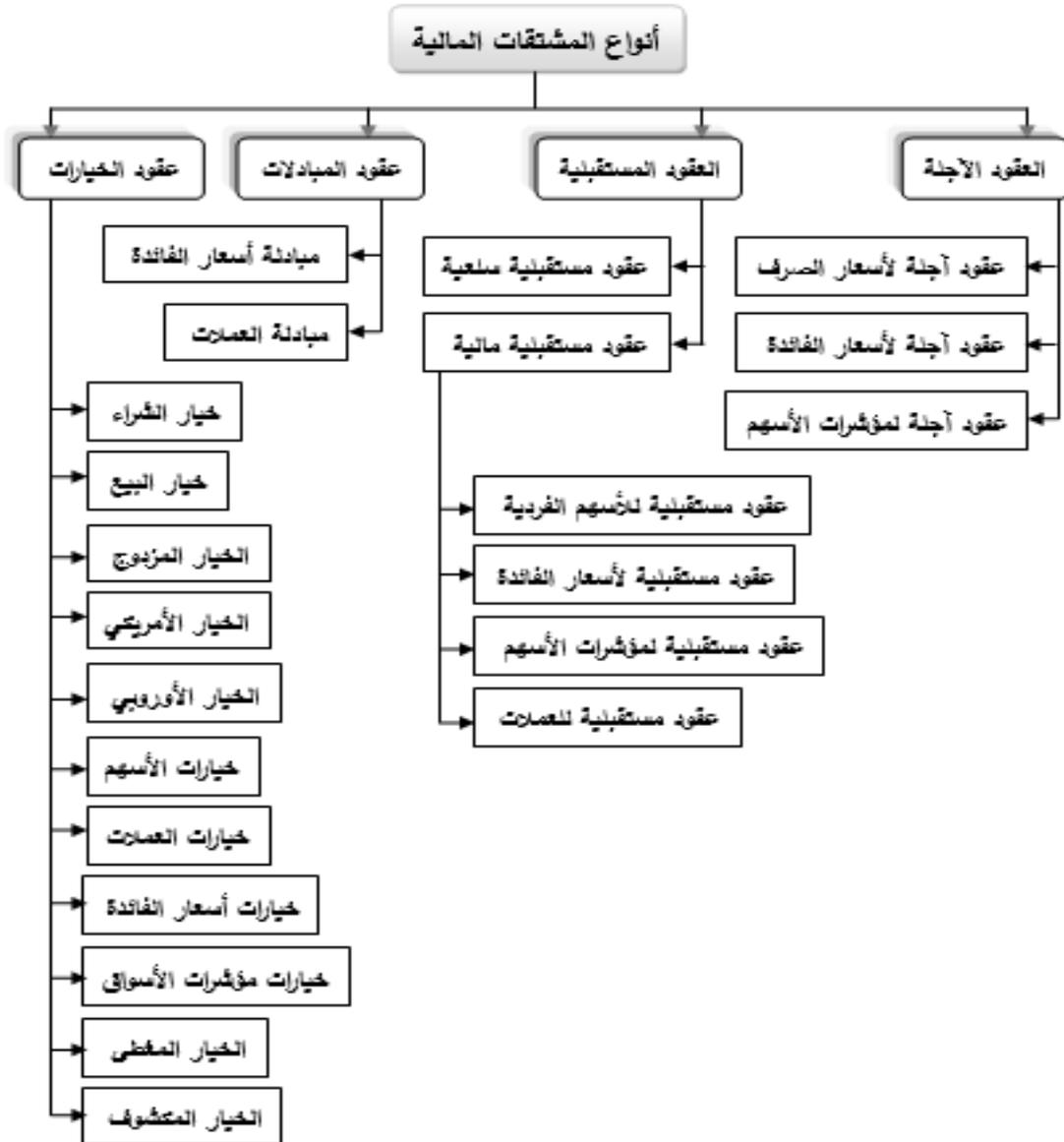
¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، د.ط، 1993م، ص: 160.

² - عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة...، مرجع سابق، ص، ص: 308-309.

المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية

تتطور أدوات المشتقات المالية بشكل مستمر، ومن ثم فإن هذه الأدوات تزداد يوماً بعد يوم، غير أنه سيتم التطرق من خلال هذا المبحث إلى أهم أنواع المشتقات المالية المتعامل بها في الأسواق المالية والأكثر شيوعاً في العالم والتي تدور حول العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وأخيراً عقود المبادلات، والشكل الآتي يوضح هذه الأنواع.

الشكل رقم (01): أنواع المشتقات المالية



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على ما سيأتي من معلومات

المطلب الأول: العقود الآجلة

من أجل الإحاطة بكل الجوانب المتعلقة بهذا النوع من العقود، يتعين بداية تقديم حوصلة مختصرة عن مفهومها وكذا أنواعها كما يلي:

الفرع الأول: تعريف العقود الآجلة

ل للوصول إلى مفهوم العقود الآجلة في الاصطلاح الاقتصادي فإنه لا بد أولاً من بيان معنى المفردات المكونة لهذا المصطلح

أولاً: العقود الآجلة في الاصطلاح اللغوي

العقد في اللغة: العَقْدُ: نَقِيضُ الحَلِّ، و العَقْدُ: العَهْدُ، والجمع عُقُودٌ، وهي أَوْكَدُ العُهُودِ، ويُقال: عَهَدْتُ إلى فُلَانٍ في كَذَا وكَذَا، وتَأْوِيلُهُ أَلْزَمْتُهُ ذَلِكَ، فإذا قُلْتَ: عَاقَدْتُهُ أو عَقَدْتُ عَلَيْهِ فَتَأْوِيلُهُ أَنَّكَ أَلْزَمْتَهُ ذَلِكَ بِاسْتِثْنَاءِ. والمُعَاقَدَةُ: المُعَاهَدَةُ، وعَاقَدَهُ: عَاهَدَهُ، وتَعَاقَدَ القَوْمُ: تَعَاهَدُوا، وقوله تعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [سورة المائدة: الآية: 01] قيل: هي العُهُودُ، وقيل: هي الفَرَائِضُ التي أَلْزَمَهَا؛ قال الزَّجَّاجُ: ﴿أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ خاطب الله المؤمنين بالوفاء بالعقود التي عقدها الله تعالى عليهم، والعقود التي يعقدها بعضهم على بعض، على ما يوجبه الدين¹.

الأجل في اللغة: يطلق ويراد به أحد معنيين؛ فقد يطلق على المدة من أولها لآخرها، وقد يأتي بمعنى حلول الوقت أي غايته وهو ما سنوضحه فيما يلي:

جاء في معجم لسان العرب الأَجَلُ: غَايَةُ الوَقْتِ في المَوْتِ وحُلُولِ الدِّينِ وَنَحْوِهِ. وَالْأَجَلُ: مُدَّةُ الشَّيْءِ. وَالجَمْعُ آجَالٌ. وَالتَّأْجِيلُ: تَحْدِيدُ الأَجَلِ. وَأَجَلَ الشَّيْءُ يُأَجَلُ فَهُوَ آجِلٌ وَأَجِيلٌ: تَأَخَّرَ، وَهُوَ نَقِيضُ العَاجِلِ. وَالْأَجِيلُ: المَوْجَلُّ إِلَى وَفْتٍ².

¹ - محمد بن مكرم بن علي بن منظور، لسان العرب، تحقيق: عبد الله علي الكبير، ومحمد أحمد حسب الله، وهاشم محمد الشاذلي، دار المعارف، د. ط، د. ب، 1119م، المجلد: 04، ص: 3030.

² - ابن منظور، المرجع نفسه، المجلد: 01، ص: 32.

كما جاء في معجم مقاييس اللغة: الأجل غاية الوقت في محلّ الدين وغيره. والاسم الأجل نقيض العاجل. والأجل المُرْجأ، أي المؤخَّر إلى وقتٍ. وقولهم "أجلٌ" في الجواب، هو من هذا الباب، كأنه يريد انتهى وبلغ الغاية¹.

ثانياً: العقود الآجلة في الاصطلاح الفقهي

تعددت تعريفات العلماء لمصطلح العقد الآجل فالمتقدمين منهم إذا نسبوا كلمة آجل إلى عقد من العقود فقد أرادوا به العقد الذي تأجل فيه دفع الثمن، فيقال: البيع الآجل هو أن تكون السلعة حاضرة والثمن مؤجلاً. أما المعاصرون فقد اختلفت استعمالاتهم لهذا المصطلح فمنهم من بقي على عرف الأوائل ومنهم من تناول العقد الآجل على أنه يشمل العقود جميعاً التي تأجل فيها العوض، سواء كان التأجيل في الثمن أم المثلن، فيقال: يجوز البيع الآجل سواء كان الثمن مؤجلاً (البيع بالتقسيط)، أم كان المبيع مؤجلاً (السلف)².

وعرّفته الموسوعة الفقهية بأنه: "المدة المستقبلية التي يضاف إليها أمر من الأمور سواء كانت هذه بالإضافة أجلاً للوفاء بالتزام، أو أجلاً لانتهاء التزام، وسواء كانت هذه المدة مقررة بالشرع أو بالقضاء أو بإرادة الملتزم فرداً أو أكثر"³.

وعلى ضوء ما تقدم وحتى لا يحصل اللبس بين البيع الآجل والعقود الآجلة يمكن القول: إن صورة العقود الآجلة مختلفة تماماً عن صورة البيع الآجل؛ إذ أن هذا الأخير يتم فيه قبض السلعة مقدماً، والاتفاق على تأجيل الثمن لوقت لاحق، شريطة أن يكون ذلك الثمن محدداً والأجل معلوماً، بينما في العقود الآجلة يتم تأجيل تسليم الثمن والمثلن إلى وقت لاحق يتم الاتفاق عليه مسبقاً حين إنشاء العقد.

¹ - أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، تحقيق: عبد السلام محمد هارون، دار الفكر، بيروت، د.ط، 1979م، ج:01، ص:64.

² - أسامة يوسف الجزار، العقود الآجلة في الاقتصاد الإسلامي البديل، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009م، ص:08.

³ - أسماء مصطفى أحمد شاويش، الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، الأردن، 2007م، ص:21.

ثالثاً: العقود الآجلة في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر

عرّفت العقود الآجلة بأنها: "اتفاق تعاقدى بين البائع والمشتري لشراء وبيع موجود أساسي في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر محدد يتم الاتفاق عليه وقت إبرام العقد أو هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع على تسليم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتم الاتفاق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ (Price Exercise)¹."

وعرّفها سمير رضوان بأنها: اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع، لشراء أو بيع سلعة في تاريخ مستقبلي لاحق، وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد².

كما عرّفها صندوق النقد الدولي: بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقوداً مالية شرطية لأنها تتطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين³.

إن المتأمل في التعريفات السابقة يجد أن العقود الآجلة عبارة عن اتفاقيات على قيمة التبادل وبسعر يحدد وقت إبرام العقد وبالشروط التي تتلاءم والظروف الشخصية للمتعاقدين، لذلك فهي تختلف من عقد لآخر حسب رغبات المتعاقدين. وعموماً فهي عقود ليس الغرض منها استلام السلعة محل التعاقد، إنما الغرض منها اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية لتحقيق الأرباح. وأهم ما يميز هذه العقود ما يلي:

❖ العقود الآجلة عقود شخصية غير نمطية؛ يتفاوض فيها المتعاقدان على شروطها بما يتناسب مع وضعية كل واحد منهما، وعليه فإن نمة كلا المتعاقدين تشغل ابتداءً من إبرام العقد، فتشغل إحداهما بالثمن والأخرى بالثمن الموصوف.

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 49.

² - سمير رضوان، المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 207.

³ - محمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص: 183.

❖ العقود الآجلة ليست عقوداً قابلة للتداول، ولا يوجد لها سوق ثانوية يتم فيه شراء أو بيع حق العقد فيها.

❖ العقود الآجلة عرضة لمخاطر الائتمان وهذه المخاطر تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته، فالعقد لن ينفذ كما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن تدبير القيمة النقدية التي يحتاجها لشراء الأصل أو إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد.

❖ تنفيذ العقود الآجلة في حالة حدوث تغيير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق كسب لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماماً؛ فالربح والخسارة في العقود الآجلة يحددان من خلال المقارنة بين سعر التنفيذ المحدد في العقد وبين سعر السوق عند حلول أجل العقد، فإذا كان سعر السوق أعلى من سعر تنفيذ العقد الآجل فإن الربح سيكون من حظ المشتري والخسارة من نصيب البائع؛ لأن الأصل محل التعاقد والذي يمكن أن يكون: (سلعة أو ورقة مالية أو عملة أجنبية أو أحد مؤشرات الأسهم) سيباع بأقل من قيمته السوقية، أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ فإن الربح سيكون للبائع والخسارة يتحملها المشتري؛ لأن الأصل سوف يباع بسعر أعلى من قيمته السوقية¹.

الفرع الثاني: أنواع العقود الآجلة في الاقتصاد المعاصر

توجد أنواع مختلفة من العقود الآجلة ولكن أشهرها ما يلي:

أولاً: العقود الآجلة لأسعار الصرف

وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية محددة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل _ عادة ما يكون من شهر إلى اثني عشر شهراً _ وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ؛ ففي حالة شراء العقد الآجل للعملة يتمكن المتحوظون من حماية أنفسهم ضد الزيادة أو الارتفاع في قيمة العملة، وفي

¹ - محمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص، ص: 184 - 185.

حالة بيع العقد الآجل يتمكن المتحوطون من حماية أنفسهم ضد الانخفاض في قيمة العملة، وأهم العملات التي يتم التعامل بها في هذه العقود هي: الدولار الأمريكي، اليورو، والين الياباني، والجنيه الإسترليني، والفرنك السويسري¹. ورغم أن هذه العقود تُستخدم للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية إلا أنه يُؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلاً نظراً للالتزام بسعر تم تحديده مسبقاً².

ثانياً: العقود الآجلة لأسعار الفائدة

وتسمى أحياناً بـ: "اتفاقيات الأسعار الآجلة"؛ وهي عبارة عن اتفاقية تعقد بين طرفين في وقت محدد في المستقبل لتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه بتاريخ العقد وسعر الفائدة السائد في السوق بتاريخ التسوية، وتتضمن هذه الاتفاقية سعر الفائدة، والمبلغ، والمدة، والعملة، والغرض من الدخول في اتفاقيات الأسعار الآجلة هو حماية الزبون (المقترض) من مخاطر تقلب أسعار الفائدة، فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة وبمعدل ثابت محدد مسبقاً، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة في العقد، وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة³.

ثالثاً: العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم

التعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو يوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه، وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء، والمؤشر هو رقم يشير إلى حركة أسعار الأسهم في السوق، يتم استخلاصه من أسعار مجموعة الأسهم التي يُعتقد أنها عينة تمثل الأسهم المتداولة في السوق، وتوجد هناك

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 88.

² - محمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص: 189.

³ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، المرجع نفسه، ص: 91.

العديد من مؤشرات الأسهم العالمية التي يتم التداول بها، حيث تعمل هذه المؤشرات على أساس قياس التغيرات في محفظة الأسهم التي تمثل جزءا من السوق ككل، وهذا يشجع المستثمرين للسعي إلى تحقيق الأرباح عن طريق شراء عقود قياسية، فإذا حصل تغير في مؤشرات الأسهم (ارتفاع مستواها) فإنه بإمكانهم بيع العقود الآجلة لاحقا بالمستوى الأعلى ومن ثم تحقيق الأرباح، أو التوجه إلى بيع عقود آجلة بدلا من شرائها على أن يتم شراء مقابلها عقودا أخرى في مرحلة لاحقة، وبسعر أقل¹.

المطلب الثاني: العقود المستقبلية

يُقَسَّم هذا المطلب إلى فرعين؛ الأول يتناول التعريف بالعقود المستقبلية، والثاني يتم التطرق من خلاله إلى أهم أنواع العقود المستقبلية.

الفرع الأول: تعريف العقود المستقبلية

أُعْطِيت تعريفات عدة للعقود المستقبلية تتراوح بين الإيجاز والإطناب نورد منها ما يلي:

- تُعرف العقود المستقبلية على أنها: "اتفاقيات تعاقدية إما لشراء أو بيع عملة أو سلعة أو أداة مالية بسعر وتاريخ محدد في المستقبل"².

- العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين: البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والمشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصلا حقيقيا (سلعة ما)، أو أصلا ورقيا (كالأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يُتفق عليه عند التعاقد. وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراقا مالية حكومية، أذون الخزانة على الأخص؛ والتي تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها "الهامش المبدئي"، والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين،

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، المرجع السابق، ص: 93.

² - بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010م، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011/2012م، ص: 63.

كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه¹.

- هي عبارة عن اتفاقات بين مستثمرين ومؤسسات مقاصة لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد سلفاً².

- وعرفها آخرون بأنها: التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه، وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد³.

وللمزيد من التوضيح يمكن القول: إن العقود المستقبلية تكون بين مؤسسة المقاصة والبائع، وبين مؤسسة المقاصة والمشتري، إذ تحتفظ عادة بسجلات تبين أوضاع المتعاملين في نهاية كل يوم، لأن أسعار العقود المستقبلية تتغير بشكل دائم، فإذا كانت تحركات الأسعار قد أدت إلى زيادة حقوق الملكية في العقد، فإن هذه الزيادة تُسجّل لصالح المتعامل ويستلمها نقداً، وبذلك يتحقق الربح والخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

ويلزم الإشارة إلى أن الأرباح والخسائر اليومية تُغطى من الهوامش التي يكون المشتري قد دفعها منذ البداية، وهي نوعان: هامش ابتدائي لضمان تنفيذ الشروط، وهامش تغطية الخسائر لتغطية أي خسائر مبدئية تنتج عن تحركات أسعار البورصة، فإذا وصل الانخفاض في تحركات الأسعار إلى أقل من هامش تغطية الخسائر المدفوع فإن مؤسسة

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التورق والمشتقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ط، 2015م، ج2، ص:92.

² - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث قدم في المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، 2005م، ص:8.

³ - عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص:76.

التقاص (المقاصة) تطلب من المشتري دفع هامش إضافي لكي يتم تعويض هذا الانخفاض في الأسعار¹.

يتضح من التعريفات السابقة أن العقود المستقبلية تتسم بما يلي:

- ❖ العقود المستقبلية عقود نمطية ولذا فهي لا تختلف من عقد لآخر، ولا يجري تفصيلها وفقا لرغبة الطرفين من حيث حجم العقد أو مدته أو سعره.
- ❖ العقود المستقبلية تتم في سوق منظمة وهي البورصة.
- ❖ العقود المستقبلية تخضع لتسوية يومية حيث يتم تعديل ثمن التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.
- ❖ العقود المستقبلية توفر لأحد المتعاقدين أصلا مقابل ما يدفعه من مال. تتطلب العقود المستقبلية تقديم ضمان في شكل تأمين لشركة الوساطة التابع لها العميل قبل تنفيذ العملية، وعادة لا يزيد الضمان عن عشرين بالمئة (20 %) من قيمة العقد.
- ❖ الهدف من العقود المستقبلية هو المضاربة أو نقل المخاطرة أو المراهنة على صعود أو هبوط الأسعار، لا الحصول على الأصل محل التعاقد².

الفرع الثاني: أنواع العقود المستقبلية

تقوم المتاجرة بالعقود المستقبلية في الأسواق العالمية وتتنوع طبقا للأصل محل التعاقد ومن أكثرها تداولاً ما يلي:

أولاً: العقود المستقبلية السلعية (Commodity Futures)

وهي عقود مستقبلية على سلع نمطية حقيقية مثل المحاصيل الزراعية، والتي تعتبر من أقدم عقود المستقبلية وأكثرها تداولاً وذلك بالنسبة للسلع الممكن تخزينها فقط

¹ - حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010/2009م، ص:190.

² - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص:93.

والمتمثلة في الحبوب كالقمح والذرة، الشعير، الرز... الخ، بالإضافة إلى المواد الغذائية كالسكر، والحليب، الكاكاو... وغيرها.

كما يتم تداول العقود المستقبلية بكثافة على المعادن (الذهب، النحاس، البلاتين...) ومنتجات الطاقة (البتروال الخام، الغاز الطبيعي، الكهرباء...)، بالإضافة إلى بعض السلع التي توقف التداول بها في أسواق المستقبلات وتتضمن الأسمدة، المطاط، الزجاج، الإسمنت، البطاطا... الخ

ثانياً: العقود المستقبلية المالية (Financial Futures)

يراد بالعقود المستقبلية المالية العقود التي ترد على الأدوات المالية الأصلية كالأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، سواء كانت قصيرة الأجل كأذونات الخزينة أو طويلة الأجل كالسندات¹ وفيما يلي تفصيل ذلك:

1_ العقود المستقبلية للأسهم الفردية : تستخدم هذه العقود بشكل خاص من قبل المضاربين، فإذا توقع المضارب ارتفاعاً في سعر سهم محدد فإنه يتخذ مركزاً طويلاً؛ أي يقوم بشراء عقد مستقبلي على هذا السهم، بينما يقوم بعملية بيع للعقود المستقبلية على الأسهم الفردية إذا توقع انخفاضاً في سعر السهم في المستقبل. ويحقق المضارب الأرباح في كلتا الحالتين إذا تحققت توقعاته، بينما يتحمل الخسائر في حالة عدم صدق توقعاته².

2_ العقود المستقبلية لأسعار الفائدة : ويطلق عليها أيضاً اسم العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، ويمكن تصنيفها إلى نوعين أساسيين هما:

1.2_ العقود المستقبلية على أسعار الفائدة للأصول قصيرة الأجل: ولهذا النوع صور متعددة تتمثل في:

◀ العقود المستقبلية على أذون الخزينة؛ والتي يتم تداولها لأجل قصيرة (3، 6، 9 أشهر) بشكل رئيسي في السوق النقدي العالمي.

¹ - حليلة بزاز، مرجع سابق، ص: 160.

² - مؤيد عبد الرحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 241.

◀ العقود المستقبلية على اليورو دولار؛ ويقصد بها العقود على ودائع الدولار الأوروبي، والتي هي عبارة عن ودائع بالدولار الأمريكي لدى بنوك تجارية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وهي إما بنوك أجنبية، أو فروع أجنبية لبنوك أمريكية، وتختلف عن العقود على أذون الخزانة في أن الأصل محل العقد ليس سندا ولكنه وديعة، بالإضافة إلى أن تسويتها لا تكون بالتسليم الفعلي بل بالتسوية النقدية، إذ تعتبر العقود المستقبلية على اليورو دولار أولى العقود المستقبلية التي استُخدمت فيها التسوية النقدية كأسلوب وحيد لتسويتها.

2.2_ العقود المستقبلية على أسعار الفائدة للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل: ويقصد بها العقود المستقبلية على السندات الحكومية متوسطة وطويلة الأجل، حيث يتم تداولها من سنتين إلى عشر سنوات، وكذلك إلى آجال أطول من عشر سنوات¹.

3_ العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم: "تتضمن مؤشرات الأسهم مجموعة من الأسهم العادية وتختلف مكونات هذه المؤشرات باختلاف الأسهم المتضمنة لها وأيضاً باختلاف الأسواق التي يتم التعامل فيها"². "والتعاقد مستقبلاً على مؤشرات الأسهم في حقيقته التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه؛ وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه؛ وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء، ويدفع البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفع المشتري إن كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يُضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر"³.

4- العقود المستقبلية للعملات: وهي أحد أنواع العقود المستقبلية التي يتم التعاقد فيها على بيع وشراء كمية محدودة من العملات الأجنبية، وقد ظهرت هذه العقود في عام 1972م في الولايات المتحدة وتم تداولها في سوق النقد الدولي، في بورصة شيكاغو

¹ - حليلة بزاز، مرجع سابق، ص، ص: 160- 161.

² - مؤيد عبد الحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 240.

³ - عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 78.

التجارية، وكانت هذه العقود من أنجح العقود في وقت مبكر، وبالرغم من تعدد العملات التي يتم تداولها إلا أن أكثرها تداولاً هي العملات الرئيسية والمتمثلة في: عملات الين الياباني، الجنيه البريطاني، الفرنك السويسري، المارك الألماني والفرنك الفرنسي، وازداد التعامل بها في تسعينات القرن الماضي، وتوفر هذه العقود مرونة عالية لتقليل المخاطر الناتجة عن التغيرات في أسعار صرف العملات¹.

الفرع الثالث: الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

من الناحية اللغوية فإن العقود الآجلة هي عقود مستقبلية، والعقود المستقبلية لا تخرج عن كونها عقوداً آجلة. وأما من الناحية العملية فإن هناك بعض أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة أهمها ما يلي:

◀ يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية في حين يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية؛ ومن المعروف أن السوق الرسمية هي سوق منظمة تحكمها قوانين ولوائح وأعراف، في حين تخضع السوق غير الرسمية لتفصيلات الأفراد.

◀ طالما أن التعامل في العقود المستقبلية يجري في السوق الرسمية فإن العقود المستقبلية تتسم بالشمولية في بنودها، خلافاً للعقود الآجلة التي يتم تفصيلها وفقاً لرغبات المتعاقدين.

◀ يقوم كل طرف في العقود المستقبلية بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة، والتي تقوم بدورها كضامن لكل عملية تتم في البورصة؛ أي في السوق الرسمية، في حين يتعرض المتعاملون في السوق غير الرسمية لمخاطر عدم الوفاء في ظل غياب دور غرفة المقاصة².

◀ مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد: ففي العقد المستقبلي يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تماماً مع العقد الآجل؛ في الانسحاب من التعاقد

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 45.

² - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص، ص: 94-95.

يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

◀ تكلفة المعاملات: تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه؛ مما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

◀ التسوية اليومية للعقد: ففي العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحتملة تكون كبيرة نسبيا¹.

وعلى الرغم من أوجه الاختلاف السابقة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية إلا أن هناك أوجه تشابه بينهما، لعل أهمها ما يلي:

- ✓ أن كلا منهما لا يترتب عليه تسليم ولا تسلم للأصول محل التعاقد.
- ✓ أن كلا منهما يستخدم كأداة للمضاربة أو للتحوط ضد تقلبات الأسعار².

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 70.

² - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 95.

جدول رقم (01): مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

أوجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
سوق التعامل	يتم التعامل عليها في السوق غير الرسمية	يتم التعامل عليها في السوق الرسمية
التميط	يجري تفصيلها وفقا لرغبة وتفضيلات المتعاقدين	نمطية في بنودها وشروطها
التكلفة	تتطوي على تكلفة أكبر فالسوق غير منظم	تتطوي على تكلفة أقل فالسوق منظم
التسوية	يكون السعر ثابتا طول مدة العقد، وتتم التسوية مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثم فإن الفروق السعرية المجمعة قد تكون كبيرة نسبيا	تخضع للتسويات اليومية وفقا لحركة واتجاهات الأسعار وسعر التسوية الذي تقرره لجنة من غرفة المقاصة يوميا، ولا تتطوي التسوية اليومية في غالبية الأحيان على مبالغ كبيرة.
مخاطر عدم الوفاء	في غياب غرفة المقاصة فإن كل طرف يصبح مسؤولا أمام الآخر، فإذا لم يوف أحدهما بالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء.	غرفة المقاصة تقوم بدور الوسيط والضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود المستقبلية بما لديها من هامش مبدئي للمتعاملين
الهامش المبدئي	لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقد لأجل بإيداع هامش مبدئي	يتعين الحفاظ على الحد الأدنى المقرر للهامش المبدئي بعد كل تسوية، فإذا ما انخفض الرصيد عن حده المقرر فإنه يتعين زيادة الحد، أو رصيد التأمين إلى المستوى المطلوب.

<p>يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بمجرد الاتصال بالسماح وإبداء الرغبة في إقفال مركزه بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل.</p>	<p>الانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا لمركزه على العقد الأول بغرض إقفاله، غير أن ذلك يصعب تحقيقه إلا بتنازلات من الطرف الراغب في الانسحاب، وهو ما يطلق عليه: مخاطر تسويق العقد.</p>	<p>مخاطر التسويق</p>
<p>تتناول شروط التسليم، إلا أنه لا يقصد تسويتها بالتسليم، فالتسليم وإن كان سمة أساسية للعقود المستقبلية فنادرًا ما يحدث، فأقل من (2%) من العقود المستقبلية يتم تسويتها بالتسليم.</p>	<p>يقصد تسويتها بالتسليم</p>	<p>التسليم</p>

المصدر: أشرف محمد دوابه، الهندسة المالية الإسلامية، دار السلام، الإسكندرية، ط 1، 2017م، ص:127.

المطلب الثالث: عقود الخيارات

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، وخاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، أو التي ينوي شراءها أو بيعها في المستقبل، ومن أجل الإحاطة بحيثيات هذه العقود سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم عقود الخيارات وأنواعها على النحو الآتي:

الفرع الأول: تعريف عقود الخيارات المالية

الخيارات في اللغة جمع خيار، والخيار اسم مشتق من الاختيار، والاختيار هو الاصطفاء، وخير بين الشيئين أي فوض إليه الخيار¹.

يُعرّف عقد الخيار على أنه: "اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري حق الخيار والآخر بائع ويسمى "محرر الخيار"، وبموجب هذا الاتفاق يكون للمشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب دون التزام عليه من الطرف الآخر (المحرر) أو أن يبيع إذا ما رغب دون التزام عليه للطرف الآخر (المحرر) أصلاً معيناً أو أداة مالية معينة بسعر معين ومحدد في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم مشتري حق الخيار بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الآخر البائع (المحرر) لقاء التزامه بالتنفيذ في حالة ما إذا رأى المشتري ممارسة حق الخيار"².

كما عُرِّفت أيضاً على أنها عقود معيارية (نمطية) تعطي لحاملها (مالك الخيار) الحق وليس الإلزام ببيع أو شراء موجود معين (أوراق مالية، عملات، سلع، مؤشرات... الخ) خلال مدة محددة وبسعر محدد، وتتم هذه العملية مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض يسمى "العلاوة" يدفعها المشتري لمحرر الخيار³.

¹ - محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي، مختار الصحاح، مكتبة لبنان، لبنان، د.ط، 1986م، ص: 81.

² - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، ط1، 2010م، ص: 244.

³ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 55.

وفي تعريف آخر هي: "عبارة عن اتفاقيات تعاقدية خاصة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الموجودات في سعر ثابت وفي أي وقت قبل التاريخ المعطى"¹.
وكذلك عُرّف عقد الخيار (الاختيار) بأنه: اتفاق بين طرفين يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصلٍ معينٍ أو أداة مالية معينة خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكي)، أو في تاريخ محدد (الاختيار الأوروبي) بسعر يتم الاتفاق عليه مقدماً. والأداة المالية يمكن أن تكون سهماً أو سنداً أو سعر فائدة، أو عملة، أو أية أداة مالية متداولة في الأسواق المالية العالمية².

استناداً إلى ما سبق من التعريفات نجد أن عقد الخيار يعتمد على التوقع والتخمين وتطبيق الحدس العلمي، نتيجة تراكم المعلومات عن السوق وتراكم الخبرات، وعليه فقد قدمت حقوق الخيار بعداً جديداً للأدوات المالية حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها، حيث يستطيع المتعامل الاستفادة من صحة توقعاته بانخفاض أو ارتفاع الأسعار وذلك بشراء حق خيار يعطي لصاحبه الحق في الشراء، أو يعطي لصاحبه الحق في البيع حسب توقع اتجاه الأسعار. فالمشتري عندما يوقع الاتفاق، فإنه يراهن على ارتفاع الأسعار في المستقبل، ويكون مستعداً لدفع العلاوة، لأنه يعتقد بأن عملية الشراء سوف تحقق له أرباحاً تزيد عن قيمة العلاوة، وفي المقابل فإن البائع عندما يحرر العقد ويوقعه يراهن على انخفاض الأسعار في المستقبل.

الفرع الثاني: أنواع عقود الخيار

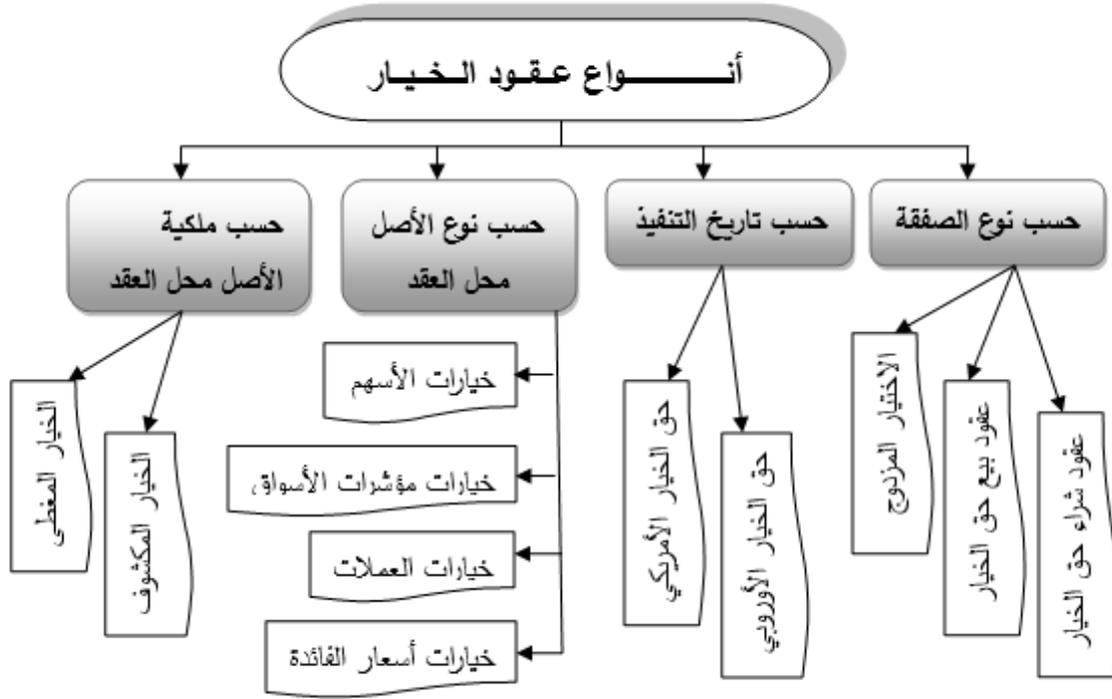
لا يقتصر عقد الخيار على صورة واحدة، وإنما تتعدد صورته وتختلف أنواعه بحسب طبيعة العملية أو محلها أو بعض آثارها، ويمكن القول أن من أهم هذه العقود عقود اختيار الشراء، وعقود اختيار البيع، ومن ثم يليها الاختيار على أسعار الفائدة واختيار مؤشرات السوق وغيرها من العقود المستجدة والمشتقة من عقود الاختيار والشكل الموالي يلخص أهم هذه الأنواع.

¹ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 94.

² - حسين علي بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة -، دار الكندي، الأردن، ط1،

2014م، ص: 172.

الشكل رقم (02): أنواع عقود الخيار



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على عدة مراجع كما سيأتي

وفيما يلي شرح لهذه الأنواع:

أولاً. التصنيف حسب نوع الصفقة: وتنقسم إلى ثلاثة أقسام كالتالي:

1_ عقود شراء حق الخيار Buying Call Option Contracts:

هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول ويسمى "محرر الخيار" أو "البائع" للطرف الثاني ويسمى "مشتري حق الخيار" الحق في الاختيار بين شراء أصل معين (أوراق مالية، سلع، مؤشرات، عملات أجنبية...) أو عدم شرائه خلال فترة تنتهي في تاريخ محدد¹؛ أي أن لمشتري حق الخيار مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم

¹ - محمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص: 212.

ممارسته، وثمان هذا الحق الذي يحدده سعر السوق هو ما يسمى بالعلوّة والتي يدفعها المشتري إلى الطرف الآخر (البائع) ويسمى أيضا "سعر التنفيذ" أو "سعر الخيار"¹. يُستفاد مما تقدم أن هذا الخيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة _ غالبا ما تكون تسعون يوما _ أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة ما دام قد قبض ثمن الخيار وهو ما يعرف بالعمولة؛ فالمشتري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة، والبائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد إذا ما أتم المشتري الشراء².

فالمستثمر الذي يشتري خيار الشراء يأمل أن تتجه أسعار الأصل محل العقد نحو الارتفاع في حين تكون توقعات بائع خيار الشراء أكثر تشاؤما بشأن هذه الأسعار، وبالتالي فإن التقاء كل من بائع الخيار ومشتريه يتطلب تعاكسا في توقعات كل منهما نحو أسعار الأصل محل التعاقد³. وأما عن ثمن الخيار الذي يدفعه مشتري الخيار، فلا يحتسب كعربون من قيمة الأصل المتفق عليه عند العقد، كونه لا يسترد بأي حال⁴. ومن خلال ذلك يتضح أن أقصى ما يخسره مشتري الحق هو قيمة العلوّة؛ وهذا يعني أن خسائر ومخاطر مشتري الحق في حالة عدم تنفيذ حق الخيار هي محدودة ولا تتجاوز قيمة العلوّة في أي حال من الأحوال⁵.

ولتوضيح الفكرة أكثر نفترض أن أحد المستثمرين اختار التعامل في سوق الخيار، متوقعا ارتفاع القيمة السوقية لأسهم شركة معينة، فعلى فرض أن السهم العادي في رأس

¹ - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص: 232.

² - حريزي رابح، مرجع سابق، ص: 188.

³ - ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011م، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012/2011م، ص: 96.

⁴ - محمود فهد مهيدي، المضاربات الوهمية (السوقية) ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، مؤتمر حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم العالمية الإسلامية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010م، ص: 4.

⁵ - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، الفا للوثائق، الجزائر، ط1، 2018م، ص: 191.

مال هذه الشركة يباع في السوق المالي بسعر 50 دولار، فمثل هذا المستثمر يقوم بإبرام عقد شراء خيار على (100 سهم مثلا) بسعر تنفيذ يعادل القيمة السوقية الجارية للسهم محل الاختيار، في مقابل دفع مكافأة (العلاوة) قدرها 03 دولار عن السهم الواحد، وأن تاريخ الاستحقاق بعد ثلاثة أشهر، فإذا ما تحققت توقعات المستثمر (المشتري) وارتفعت القيمة السوقية للسهم بمقدار يفوق العلاوة لتصل مثلا إلى 58 دولار، في هذه الحالة يطلب المستثمر من البائع تنفيذ الاتفاق، ويكون لمشتري حق الخيار الحق في الحصول على الأسهم التي يتضمنها العقد (100 سهم) بسعر يعادل سعر التنفيذ (50 دولارا للسهم)، في حين أن القيمة السوقية للسهم بلغت 58 دولارا، وبالمقابل فإن محرر الخيار (البائع) يكون ملزما بالتنفيذ، وعندها سوف يحقق المستثمر ربحا يمكن حسابه وفق المعادلة التالية:

$$\text{صافي الربح} = \text{عدد الأسهم في العقد} \times [\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{سعر التنفيذ}] - \text{العلاوة}$$

$$\text{بالتطبيق العددي نجد: صافي الربح} = 100 \times [58 - 50] - 3$$

$$= 500 \text{ دولار}$$

وهذا يعني أن المشتري يحقق أرباحا غير محدودة طالما استمر السعر في الارتفاع، وبدلا من أن يتم دفع قيمة التنفيذ واستلام الأسهم يقوم البائع بدفع فروق السعر لمشتري الخيار وتنتهي العملية، فيكون صافي ربح المشتري هو نفسه صافي خسارة بائع حق الخيار.

أما إذا انخفضت أسعار تلك الأسهم إلى أقل من سعر التنفيذ بمقدار العلاوة أو أكثر؛ كأن تنخفض إلى 45 دولار مثلا، ففي هذه الحالة يقرر مشتري الخيار عدم تنفيذ العقد؛ لأنه من غير المعقول شراء السهم بـ 50 دولار في حين أن سعره في السوق أقل

الفصل الأول: المشتقات المالية: المفهوم، والأنواع

من ذلك، وبذلك تنحصر خسارته في العمولة المدفوعة (أي أن خسارته محدودة مهما انخفض السعر السوقي)، والتي تعد في الوقت نفسه ربحاً لمحرر العقد.

أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ بمقدار العلاوة فإن طرفاً العقد لا يحققان لا خسارة ولا ربح، ومع ذلك فمن مصلحة المشتري تنفيذ العقد لأن عدم تنفيذه سيؤدي به إلى خسارة ما قيمته العلاوة مضروبة في عدد الأسهم؛ أي (03 دولار × 100 سهم = 300 دولار).

يمكن تلخيص ما سبق في الجدول التالي:

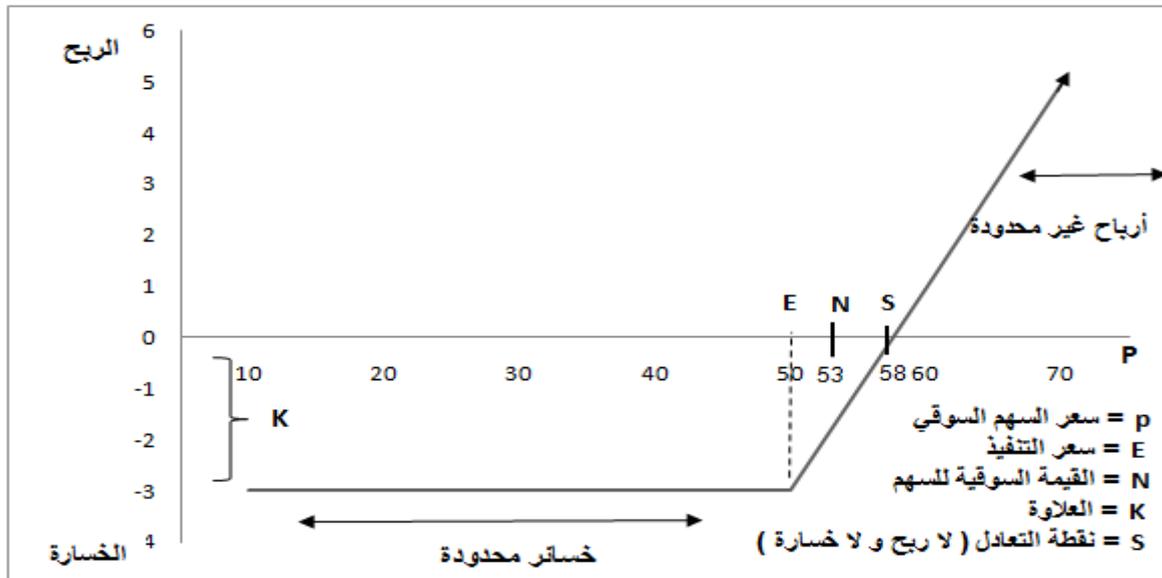
الجدول رقم (02): يوضح أرباح (+) وخسائر (-) المشتري والبائع في عقد خيار الشراء

سعر التنفيذ	الخلاوة	القيمة السوقية	المشتري	البائع
50 دولار	03 دولار	58 دولار	+ 05 دولار	- 05 دولار
50 دولار	03 دولار	45 دولار	- 03 دولار	+ 03 دولار
50 دولار	03 دولار	53 دولار	0 دولار	0 دولار

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات المثال

ويمكن التعبير عما سبق بيانياً كما يلي:

الشكل رقم (03): منحنى بياني يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار الشراء



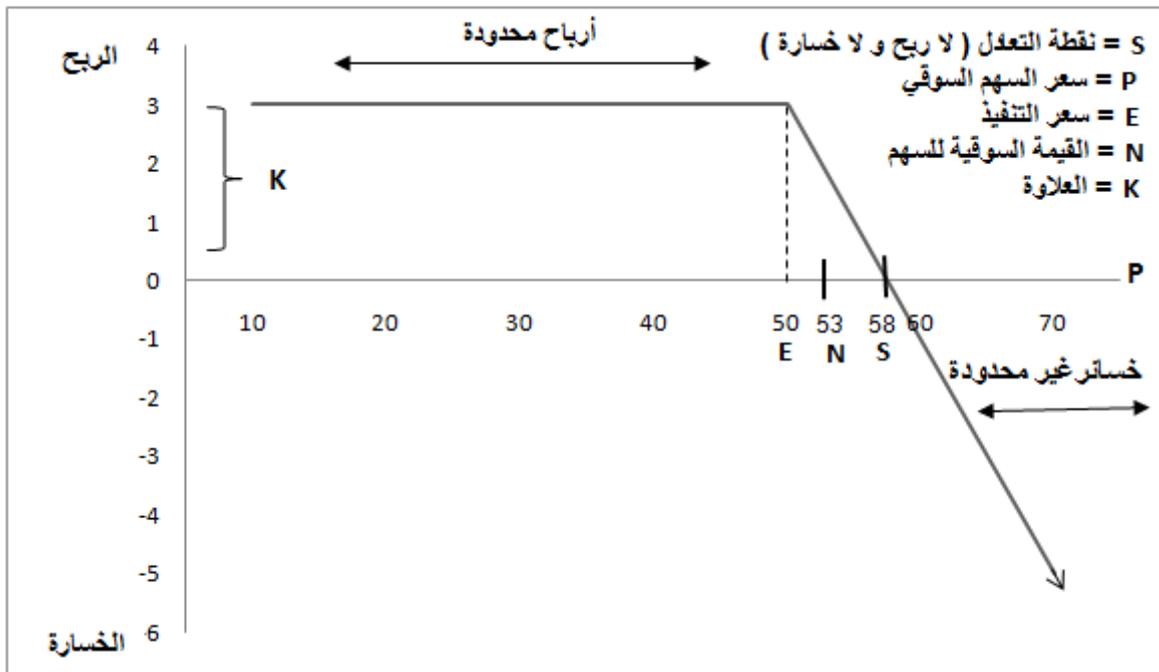
من الرسم التوضيحي أعلاه نجد أن:

القيمة السوقية < سعر التنفيذ + العلاوة ⇐ المشتري ينفذ العقد، وأرباحه غير محدودة طالما استمر السعر في الارتفاع.

عندما تكون القيمة السوقية = سعر التنفيذ + العلاوة ⇐ طرفا العقد لا يحققان لا خسارة ولا ربح.

القيمة السوقية > سعر التنفيذ + العلاوة ⇐ لا ينفذ المشتري العقد، فتنحصر خسارته في مقدار العلاوة المدفوعة؛ أي أن الخسارة محدودة مهما انخفض السعر السوقية.

الشكل رقم (04): منحنى بياني يوضح أرباح وخسائر بائع عقد خيار الشراء



من الرسم التوضيحي أعلاه نجد أن أرباح بائع عقد خيار الشراء محدودة مهما بلغ انخفاض سعر السهم، في حين أن خسائره تزداد كلما زادت أسعار الأسهم عن سعر التنفيذ.

ومن خلال مقارنة الشكلين (03) و (04) يتبين أنهما متعاكسان تماما؛ أي أن أرباح مشتري عقد خيار الشراء هي خسارة لمحرره (البائع) والعكس صحيح، ولذلك يُنظر إلى التعامل بالخيارات على أنها لعبة ذات مجموع صفري.

2- عقود بيع حق الخيار Sale of Option Contracts:

عُرّف خيار البيع على أنه عقد أو اتفاقية يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) الحق وليس الإلزام ببيع أصل معين بسعر يتم تحديده عند التعاقد وذلك خلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين حسب الاتفاق، كل ذلك مقابل حصول المحرر (البائع) على علاوة معينة تحددها شروط العقد، وبموجبه يكون لمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ العقد في أي وقت يراه مناسباً خلال الفترة المحددة، فإذا صدقت توقعاته وانخفض السعر فسيجد أن من مصلحته تنفيذ العقد وبيع الأصل محل العقد للمحرر (البائع) الذي يكون ملزماً بشراؤه منه بالسعر المحدد سلفاً في العقد.

أما في حال ارتفاع سعر الأصل محل العقد أعلى من السعر الذي تم تحديده في العقد فإن حامل العقد لن يمارس حقه ويكتفي بخسارته المتمثلة في العلاوة التي دفعها للمحرر بينما يكون هذا الأخير قد نجا من الخطر واحتفظ لنفسه بقيمة العلاوة التي قبضها سلفاً. وتجدر الإشارة إلى أن الخطر الذي يتعرض له مشتري خيار البيع لا يتجاوز قيمة العلاوة التي يدفعها كئمن لهذا الحق، بينما يمكن أن تزداد أرباحه كلما كانت توقعاته بانخفاض السعر صحيحة، أما الخطر الذي يتعرض له الطرف الثاني (المحرر) إذا تحرك السعر في السوق ضد توقعاته بدرجة كبيرة سوف تكون خسائره فادحة¹، بينما أرباحه لا يمكن أن تتجاوز قيمة ثمن الاختيار. ثم لا بد من التنويه إلى أنه في عقد الخيارات دائماً ما يكون طرف رابح وآخر خاسر والأرباح تكون مساوية للخسائر سواء في حالة تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه².

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، ص: 249-250.

² - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 197.

ولتوضيح فكرة هذا النوع نفترض أن سهما ما لإحدى الشركات يباع في السوق بسعر 90 دولارا في شهر مارس وأن أحد المستثمرين يتوقع أن ينخفض سعر السهم في شهر جوان القادم إلى 80 دولار، مثل هذا المستثمر يمكنه التعاقد على شراء عقد 100 سهم في مقابل علاوة قدرها 05 دولار مثلا عن كل سهم، يحصل عليها محرر الخيار (البائع).

فإذا ما تحققت توقعات المستثمر، وانخفضت القيمة السوقية للسهم، حينئذ يمكن تصفية العقد وذلك حسب المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الكلية (ربح أو خسارة)} = \text{عدد الأسهم في العقد} \times [\text{سعر التنفيذ} - \text{سعر السوق}] - \text{العلاوة}$$

وبالتطبيق على المثال الذي نحن بصدده نجد أن مشتري خيار البيع سوف يحصل على 10 دولارات من المحرر (البائع) عن كل سهم، أي ما يساوي 1000 دولار عن العقد (10×100 = 1000 دولار)، وحيث أنه قد سبق للمشتري دفع مكافأة (العلاوة) عن العقد قدرها 500 دولار (05×100 = 500 دولار) في هذه الحالة تكون أرباحه الصافية (1000 _ 500 = 500 دولار). ولما كانت أرباح أحد الطرفين هي خسارة للطرف الآخر، فإن خسارة بائع الخيار (الطرف الثاني) الصافية سوف تبلغ أيضا 500 دولار. وعلى فرض أن القيمة السوقية للسهم لم تنخفض، بل ارتفعت إلى 100 دولار حينئذ لن يمارس مشتري الخيار حقه في البيع، وبذلك تنحصر خسارته بضياح قيمة المكافأة (05×100 = 500 دولار) التي دفعها ثمنا للاختيار، لتمثل في نفس الوقت أرباحا لبائع الخيار (محرر الخيار).

وكما هو الحال في عقد خيار الشراء، لو أن القيمة السوقية للسهم مساوية لسعر التنفيذ مضافا إليه قيمة العلاوة، فالخيار ينفذ غير أن طرفي العقد لن يجنيا من وراء التنفيذ أي مكاسب ولن يتعرضا لأي خسائر. وعلى ضوء ما تقدم يمكن تلخيص المعطيات في الجدول التالي:

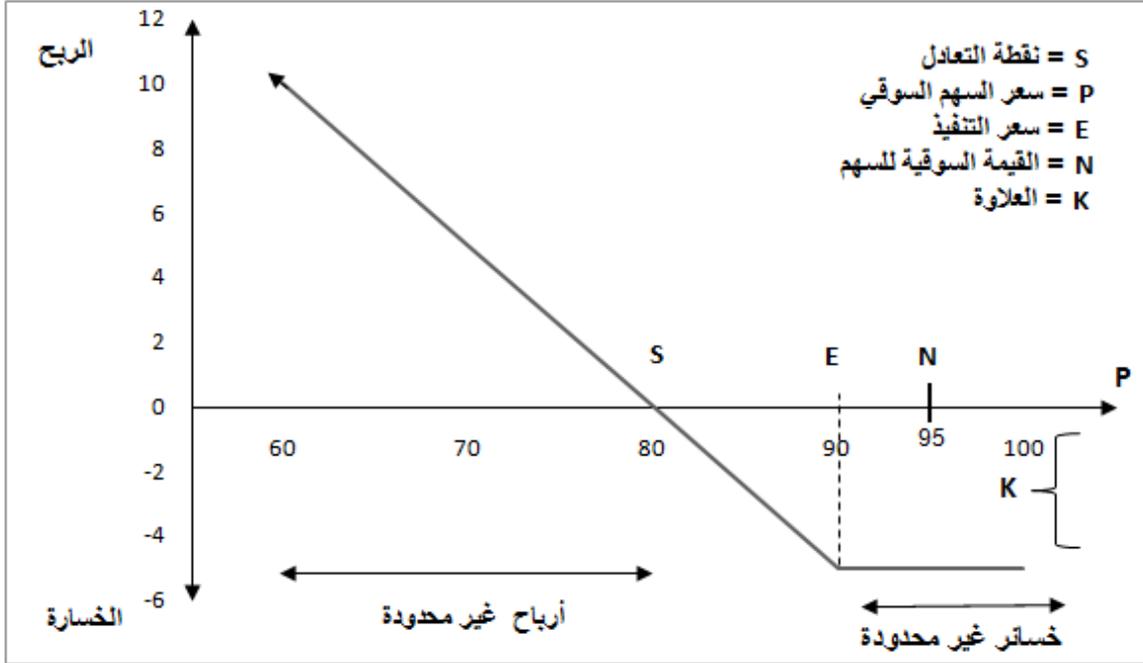
الجدول رقم (03): يوضح أرباح (+) وخسائر (-) المشتري والبائع في عقد خيار البيع

المحرر	المشتري	القيمة السوقية	العلوة	سعر التنفيذ
500 دولار _	500 دولار +	80 دولار	05 دولار	90 دولار
500 دولار +	500 دولار _	100 دولار	05 دولار	90 دولار
0 دولار	0 دولار	95 دولار	05 دولار	90 دولار

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات المثال

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): منحنى يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار البيع



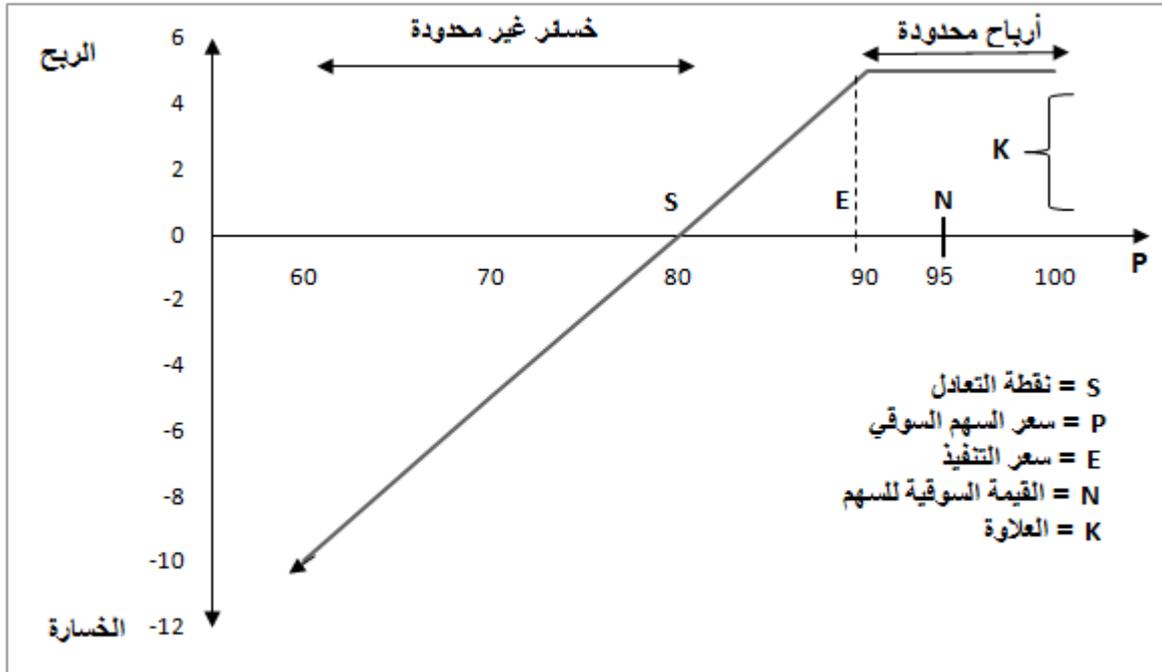
يتضح من المنحنى أعلاه أن مشتري عقد خيار البيع سيحقق أرباحاً غير محدودة

كلما انخفض السعر السوقى للسهم عن سعر التنفيذ، أما إذا كان السعر في تاريخ

الاستحقاق نفس سعر التنفيذ أو أعلى منه فإن مشتري حق خيار البيع لن يمارس حقه في

البيع وبالتالي فإن خسائره ستكون محصورة في مبلغ العلوّة فقط.

الشكل رقم (06): منحني يوضح أرباح وخسائر محرر عقد خيار البيع



نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن أرباح محرر عقد خيار البيع محدودة بمبلغ العلاوة المقبوضة فقط؛ وذلك لكون مشتري عقد خيار البيع لن يمارس حقه في البيع كلما ارتفع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ لأنه لن يحقق أية أرباح، في حين أنه إذا انخفض سعر السوق عن سعر التنفيذ فإن بائع عقد خيار البيع سيواجه خسارة غير محدودة؛ لأنه التزم بشراء السهم بسعر أعلى من سعر السوق.

من خلال ما تم توضيحه مسبقاً يمكن إجراء مقارنة ما بين خيار الشراء وخيار

البيع لبيان أوجه التشابه والاختلاف بينهما كالتالي:

1_ يتشابه خيار البيع مع خيار الشراء بأن هناك طرفان أساسيان في العقد؛ الأول يسمى مشتري الخيار والثاني محرر الخيار (البائع)¹.

2_ وكما هو الشأن بالنسبة لخيار الشراء فإنه للحصول على خيار البيع لابد من دفع ثمن مناسب يُقنع الطرف الآخر ببيع مثل هذا الحق أو الخيار ويسمى بالعلاوة أو المكافأة².

¹ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 145.

² - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية...، المرجع السابق، ص: 198.

- 3_ بغض النظر عن نوع العقد، أي سواء كان خيار شراء أو بيع فإن زمام المبادرة في ممارسة الحق بتنفيذ الخيار هو دائماً مرهون بإرادة المشتري وما على المحرر إلا الإذعان وأن يقوم بإتمام العملية المتفق عليها إذا أصر عليها المشتري¹.
- 4_ وعملياً فإن مالك عقد الخيار يصبح لديه خياران هما: أن يختار بين الشراء في حالة عقود خيار الشراء، والبيع في حالة عقود خيار البيع فقط إذا كان ذلك يحقق مصلحته، وبين التخلي عن هذا الحق في حالة كون التنفيذ في غير مصلحته².
- 5_ عند حساب الأرباح والخسائر في أسواق الخيارات لا يجري عادة طلب الأصل محل العقد أو تسليمه بموجب سعر التنفيذ المحدد وإنما تتحقق الأرباح والخسائر كنتيجة مباشرة لتحرك سعر الحق صعوداً أو هبوطاً³.
- 6_ يعتبر مشتري حق البيع شخص متشائم فيما يتصل بأسعار السوق فهو يتوقع انخفاضها بعكس مشتري حق الشراء⁴؛ بمعنى أن المستثمرين يلجؤون عادة إلى شراء عقود خيار الشراء عندما يتوقعون حدوث ارتفاع في مستوى أسعار الأصل محل التعاقد، وعلى عكس ذلك فهم يلجؤون إلى شراء عقود خيار البيع حال توقعهم حدوث هبوط في مستوى أسعار تلك الأصول⁵.
- 7_ العلاقة بين القيمة السوقية للأصل محل العقد والقيمة الذاتية للخيار علاقة طردية في حالة خيار الشراء، وعكسية في حالة خيار البيع⁶.

¹ - محمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص: 218.

² - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 147.

³ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 251.

⁴ - جليل كاظم مدلول العارضي وعلي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة مفاهيم نظرية

وتطبيقية، الدار المنهجية، عمان، ط1، 2015م، ص: 89.

⁵ - محمد خميسي بن رجم، المرجع نفسه، ص: 218.

⁶ - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية...، المرجع السابق، ص: 202.

8_ بالنظر إلى ملكية الأصل محل العقد نجد أنه في عقد خيار الشراء يكون مالك الأصل هو البائع للحق والقابض لمكافأة الخيار، بينما في عقد خيار البيع يكون مالك الأصل هو المشتري للعقد والدافع لمكافأة الخيار¹.

9_ بالنظر إلى تنفيذ العملية في عقد خيار البيع نجد أنها معاكسة لعملية التنفيذ في عقد خيار الشراء، حيث يعطي خيار الشراء للمالك الحق في شراء الأصل محل العقد في سعر ثابت بينما عقد خيار البيع يعطي المالك الخيار نفسه لبيع الأصل في سعر ممارسة ثابت².

3_ الاختيار المزدوج Double Option:

وهو عقد يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شاريًا للأوراق المالية الضمنية أو بائعًا لها، وذلك مرهون بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريًا، وإذا انخفضت كان بائعًا³، بمعنى أن يجمع شخص بين نوعي الاختيار السابقين (خيار الشراء، وخيار البيع)، فيشتري خيار شراء صادر على أسهم شركة معينة، وخيار بيع صادر على أسهم ذات الشركة؛ إلا أنه لا يحق للمشتري في هذا النوع إلا تنفيذ أحد عقدي الخيار، إما عقد خيار الشراء وإما عقد خيار البيع، وفي هذا النوع يدفع مشتري الخيار المزدوج ضعف ثمن الخيار الواحد نظرًا لتعاظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار (المحرر). ويلجأ المستثمر إلى هذا النوع من التعامل عندما يتوقع حدوث تغير كبير في أسعار الأسهم من غير معرفة اتجاه هذا التغير، فهو إلى الارتفاع أم إلى الانخفاض، فإذا حصل تغير في الأسعار بالارتفاع فإن المستثمر ينفذ عقد خيار الشراء، وذلك بشراء الأسهم من الطرف الآخر بالسعر المنخفض، وهو سعر التنفيذ لبيعها في السوق بالسعر الجاري المرتفع أما إذا حصل تغير في الأسعار بالانخفاض فإن المستثمر ينفذ عقد خيار البيع، وذلك ببيع

¹ - محمد خميسي بن رجم، المرجع السابق، ص: 216.

² - مصطفى يوسف كافي، المرجع السابق، ص: 198.

³ - ربيع بوصبيح العائش، مرجع سابق، ص: 123.

الأسهم للطرف الآخر بالسعر المرتفع وهو سعر التنفيذ، بعد أن يشتريها من السوق بالسعر الجاري المنخفض ليبرح الفرق بين السعرين¹.

ثانياً. التصنيف حسب تاريخ التنفيذ: يوجد نوعان من حقوق الخيار فيما يتعلق بموعد الاستحقاق وهما: حق الخيار الأوروبي وحق الخيار الأمريكي؛ فالمسمى لا يشير إلى المكان الذي يتداول فيه العقد، بل يشير فقط إلى سمة تتعلق بتاريخ التنفيذ ولا علاقة لهما بالموقع الجغرافي².

1_ حق الخيار الأمريكي: في هذا النوع من الخيارات يعطى لحامله الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر متفق عليه مسبقاً، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار؛ إذ يمكنه تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه³. وهذه الميزة تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق بالمقارنة مع الخيار الأوروبي⁴.

2_ حق الخيار الأوروبي: وهو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع الموجودات الأساسية في تاريخ تنفيذ العقد فقط، فهو يشبه عقد الخيار الأمريكي غير أنه يختلف عنه فقط في موعد التنفيذ؛ إذ لا يمكن لمشتري حق الخيار الأوروبي أن يمارس حقه في التنفيذ إلا في التاريخ المحدد لانتهائه⁵.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، السعودية، ط1، 2005م، ص:1031

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات عقود المشتقات العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار والمبادلة، دار المعرفة الجامعية، مصر، د.ط، 2015م، ص:173.

³ - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة حسبية بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2014/2015م، ص:69.

⁴ - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص:189.

⁵ - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص:60.

ثالثاً. التصنيف حسب نوع الأصل محل العقد: وهي على أربعة أنواع

1_ خيارات الأسهم Stock Option: وهي عقود تعطي الحق لحاملها في شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم وبسعر متفق عليه، وخلال مدة زمنية محددة، وذلك مقابل علاوة يدفعها مشتري الخيار للكاتب، وهي غير ملزمة التنفيذ من لدن حامل الخيار على خلاف الكاتب للخيار.

وفي عقود خيارات الأسهم يكون لكل طرف من طرفي العقد توقعات معاكسة لتوقعات الطرف الآخر حول احتمالية تغير الأسعار لهذه الأسهم على النحو التالي:

لـ كاتب خيار الشراء يتوقع بأن سعر السهم سوف يبقى ثابتاً تقريباً أو ربما يتحرك إلى الأسفل (انخفاض أسعار الأسهم).

لـ مشتري خيار الشراء يتوقع بأن سعر السهم سوف يكون أعلى نسبياً (ارتفاع أسعار الأسهم).

لـ كاتب خيار البيع يتوقع بأن سعر السهم سوف يبقى ثابتاً تقريباً أو ربما يتحرك إلى الأعلى (ارتفاع أسعار الأسهم).

لـ مشتري خيار البيع يتوقع بأن سعر السهم سوف يتحرك إلى الأسفل (انخفاض أسعار الأسهم)¹.

2_ خيارات مؤشرات الأسواق: يقصد بمؤشرات السوق؛ تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت، يُعتقد بأنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضرة، ومن ثم تأخذ حركة أسعارها على أنها انعكاس للاتجاهات المستقبلية للأسعار في تلك الأسواق.

أو يُعبّر عنها بأنها: أي مؤشرات السوق؛ الأداة الفعالة للمراهنة على الاتجاهات المستقبلية للأسعار في السوق الحاضرة.

والتعامل في اختيار مؤشرات السوق لا يختلف عن التعامل في اختيار الأسهم الفردية، حيث إن بنود العقد وإجراءات تنفيذه واحدة، غير أن الطرفين يجب أن يحددا

¹ - حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص: 202.

المؤشر محل التعامل، وما إذا كان التعامل على عقد واحد أو على مضاعفات عقد المؤشر، نظراً لأن المؤشر ينطوي على تشكيلة من الأسهم تختلف عن التشكيلة التي يتكون منها مؤشر آخر.

ويقصد بمضاعف العقد: عدد المرات التي يُضرب فيها المؤشر لنحصل على العدد الكلي للمؤشر في عقد الاختيار. وفي عقود الاختيار على الأسهم الفردية يتضمن العقد الواحد 100 سهم، أي أن عقد اختيار المؤشر يتضمن 100 وحدة مؤشر، ومن ثم مضاعف العقد يكون 200 مؤشر، 300 مؤشر... وهكذا. ويعتبر مؤشر ستاندر أند بور 100 الذي يتضمن أسهم 100 منشأة من المنشآت الصناعية المكونة للمؤشر ستاندر أند بور 400 من أهم المؤشرات التي تحظى بأعلى مستوى من التعامل في أسواق الاختيار.

ويتمثل الفرق الجوهرى بين اختيار الأسهم الفردية واختيار المؤشرات في أنه لا مجال أبداً لتسليم الأسهم محل البيع أو الشراء في حال طلب المشتري تنفيذ عقد الاختيار؛ حيث أن تسوية عقود تلك المؤشرات، هي بالضرورة تسوية نقدية وفقاً لسعر المؤشر في السوق الحاضر¹؛ بمعنى أن يحصل المشتري على الفرق بين القيمة السوقية للمؤشر وسعر التنفيذ إذا كان خيار شراء أو يحصل على الفرق بين سعر التنفيذ وبين القيمة السوقية للمؤشر إذا كان اختيار بيع ومن هنا تعتبر عمليات شراء أو بيع حقوق خيار هذه المؤشرات عمليات مضاربة بحتة².

ولتوضيح الفكرة نفترض أن مستثمراً ما قد اشترى اختيار شراء على مؤشر ستاندر أند بور 100، بتاريخ جانفي وسعر تنفيذ 150 دولار، وبمكافأة قدرها 5 دولارات للوحدة الواحدة من وحدات المؤشر، أي 500 دولار للعقد الواحد (5 دولار x 100 وحدة) فإذا ارتفع السعر لوحدة المؤشر في السوق ليصل إلى 200 دولار في تاريخ التنفيذ، فإن المشتري سيطلب من المحرر عندئذ مبلغاً وقدره 5000 دولار [200 - 150] x 100 وحدة]، ونظراً إلى أن المستثمر سبق له أن دفع مبلغ 500 دولار مكافأة للمحرر فإن

¹ - فواز صالح حموي، ومحمد رمضان إسماعيل، إدارة المؤسسات والأسواق المالية، دار علاء الدين، سورية، ط1، 2011م، ص: 168.

² - عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص: 143.

ربحه الصافي سينخفض إلى 4500 دولار (5000 _ 500)، أما إذا انخفضت القيمة السوقية للمؤشر إلى ما دون سعر التنفيذ فلن ينفذ الاختيار ويخسر المشتري قيمة المكافأة لصالح المحرر.

وإذا افترضنا أن بنود الاتفاق السابق كانت لاختيار البيع، وأن القيمة السوقية للوحدة من المؤشر انخفضت إلى 120 دولار، فإن المشتري سيطلب عندئذ تنفيذ الاختيار، أي مطالبة المحرر بمبلغ 3000 دولار [(150 _ 120) x 100 وحدة]، ويكون ربحه الصافي 2500 دولار بعد طرح قيمة المكافأة (3000 _ 500)، أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للمؤشر فلن ينفذ اختيار البيع ويخسر المشتري قيمة المكافأة لصالح المحرر¹.

3_ خيارات العملات A Foreign Currency Option: يشير سعر صرف العملات الأجنبية إلى السعر الذي عنده يستطيع طرف ما مبادلة إحدى العملات الأجنبية مقابل عملة أخرى. وقد بدأ التعامل بخيارات العملات لأول مرة في بورصة فيلاديلفيا عام 1982م ثم ما لبثت بورصة شيكاغو أن تبعتها، والخيارات المتاحة في الوقت الحالي على العملات الأجنبية محدودة في العملات الرئيسية التالية: الدولار الأمريكي USD، الين الياباني JPY، اليورو ECU، الفرنك السويسري CHF، الجنيه الإسترليني GBP، الدولار الكندي CAD، الدولار الأسترالي AUD².

إن هذا النوع من الخيارات شأنها شأن غيرها من عقود الخيار، إذ يعطي العقد للطرف المشتري الحق دون التزام بأن يشتري من أو يبيع إلى طرف آخر وهو المحرر عددا من وحدات عملة أجنبية معينة، بسعر يحدد عند التعاقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، وطالما أن العقد لا ينطوي على التزام على المشتري فإن لمشتري العقد الحق في عدم تنفيذه إذا ما وجد مصلحته في ذلك، على أن يدفع في المقابل مكافأة للمحرر وهي سعر العقد، وهذه المكافأة تُدفع عند التعاقد وغير قابلة للرد، كما لا تعد جزءا من

¹ - فواز صالح حموي، ومحمد رمضان إسماعيل، مرجع سابق، ص: 169.

² - محمد داود عثمان، وعز الدين عنانزة، المشتقات المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر، الأردن، ط1، 2020م، ص: 107.

قيمة الصفقة المبرمة. فقد دفعها المشتري لينتمتع بالحق في عدم التنفيذ إذا ما رغب، وله أن يمارسه منذ توقيعها للعقد، وفي العادة لا تتم عمليات بيع أو شراء حيث لا تخرج المسألة عن كونها تسوية نقدية¹. وذلك باحتساب الفرق بين سعر التنفيذ المحدد في عقد الخيار وسعر العملة السائد في السوق، وتجدر الإشارة إلى أن القيمة الزمنية في خيار العملات الأجنبية تحتل أهمية خاصة لما يكتنف أسعار العملات من سرعة في التقلبات تجعل للزمن أهمية عملية قد لا تتوفر بالنسبة لبقية الخيارات.

وتعتبر توقعات المتعاملين في أسواق الصرف العالمية أمراً بالغ الأهمية بالنسبة لما يتخذونه من قرارات في أسواق الخيارات بالعملات الأجنبية². ومن الجدير بالذكر أن التعامل بخيارات العملة يكون أكثر نشاطاً ورواجاً في الأسواق غير المنظمة (OTC)* منها في الأسواق المنظمة.

4_ خيارات أسعار الفائدة Interest Rate Options: يقصد بأسعار الفائدة هنا الخطر الذي يمثله تغير أسعار الفائدة على قيمة أصل أو التزام أو تعاقد مالي يمتد أجله لفترات مستقبلية ويكون سعر الفائدة المحتسب فيه مصدر العائد الرئيسي ومصدر الخط الرئيسي، ولذلك توجد خيارات على جميع الأوراق المالية التي تمثل سعر فائدة مثل السندات، وشهادات الإيداع، والودائع المصرفية، وعلى عمليات الاقتراض والإقراض³.

رابعاً. التصنيف حسب ملكية الأصل محل العقد: وتنقسم حسب هذا الاعتبار إلى نوعين:

1_ الخيار المغطى Covered Option: يوصف الخيار بأنه مغطى حينما يكون محرر العقد (البائع) مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يحرر عليها عقد شراء بما يمكنه من الوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب منه تنفيذ العقد وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد، أو يكون

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات عقود المشتقات...، مرجع سابق، ص: 281.

² - عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص: 146.

* السوق غير المنظم (OTC): (Over-the-Counter Market) هو شبكة غير رسمية من السماسرة والتجار الذين يتفاوضون على مبيعات الأوراق المالية فيما بينهم.

³ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 77.

لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب منه تنفيذ العقد، وكان العقد خيار بيع.

وكذلك يكون عقد خيار البيع مغطى في حالة قيام محرر العقد ببيع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف، وعليه عندما ينخفض سعر السهم عن سعر التنفيذ، ويسعى مشتري العقد إلى تنفيذه، يقوم المحرر بشراء السهم من السوق بالسعر المنخفض لإقفال مركزه على صفقة البيع على المكشوف محققا قدرا من المكاسب ربما تكفي لتعويض كلي أو جزئي عن الخسائر التي يكون قد مُني بها نتيجة لقيام المشتري بتنفيذ العقد.

وكون العقد مغطى لا يعني أن ذلك سبب لدرء المخاطر التي قد تطرأ إذا ما صعدت الأسعار واضطر مدير المحفظة إلى تصفية محفظته بسعر يقل عن أسعار السوق، ولكنها يقينا أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة التي فيها يضطر المحرر لشراء السهم من السوق مهما كان السعر الذي يباع به؛ وذلك من أجل تسليمه للمشتري تنفيذا لمتطلبات العقد، هذا بافتراض قيام المحرر بالتسليم الفعلي للأوراق المالية محل التعاقد، وهو أمر لا يحدث في الواقع العملي الذي يقتصر على التسوية النقدية¹.

2_ الخيار المكشوف Uncovered Option: وهو الخيار الذي لا يكون فيه المحرر (بائع الخيار) مالكا في محفظته للأوراق المالية محل الخيار، فهذه العقود تعد استراتيجية للمضاربة غير المحدودة، فيقع محررو هذه العقود فريسة لمن قام بشراء هذه العقود في حالة عجز البائعين عن الوفاء بالتزاماتهم².

وتوصف الخيارات غير المغطاة بأنها خيارات ذات مخاطر عالية وأنها تحقق أرباحا عالية إذا كانت أسعار الأصل الضمني تتحرك في نفس الاتجاهات المرغوبة من طرف المستثمر، ومن ناحية أخرى كاتب الخيار غير المغطى يمكن أن تكون خسارته كبيرة في حالة ما إذا كانت هذه التحركات في الأسعار في الاتجاه المعاكس³.

¹ - أشرف محمد دوابه، الهندسة المالية الإسلامية، دار السلام، القاهرة، ط1، 2017م، ص:129.

² - جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص:60.

³ - ربيع بوصبيح العائش، مرجع سابق، ص:126.

المطلب الرابع: عقود المبادلة

تمثل عقود المبادلات إحدى أدوات تغطية المخاطر، وتعد من بين أهم عقود المشتقات المالية وتُعرف كذلك بعقود المقايضة، ومن خلال هذا المطلب سيتم تعريفها في الفرع الأول ثم التطرق لأهم أنواعها في الفرع الثاني.

الفرع الأول: تعريف عقود المبادلات

تُعرّف عقود المبادلات على أنها: "اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية"¹.

كما تُعرّف بأنها: "اتفاق تعاقدية يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق كما أنها عقود ليست نمطية وهي من أدوات السوق الموازية، فهي عقود مكيفة لملاءمة احتياجات أطراف العقد أكثر من غيرها من الأدوات المتاجر بها في البورصات وهذا ما يمنح أسواق المبادلات مرونة عالية تسمح لأطراف العقد التعامل بأفاق أوسع من بقية الأدوات"².

وتُعرف أيضا بأنها: "عبارة عن اتفاقيات خاصة بين شركتين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل وفقا لصيغة مرتبة أو معدة مسبقا"³.

من خلال هذه التعريفات يمكننا التوصل إلى أن عقود المبادلات تتم بين طرفين أو أكثر وغالبا ما يكون أحد الأطراف مؤسسة مالية صانعة السوق مثل البنوك التجارية والطرف الثاني المستخدم النهائي؛ ويتكون من الشركات المساهمة، صناديق التقاعد، صناديق التحوط، الصناديق الاستثمارية، البنوك المركزية... الخ⁴، فهي إذن عقود غير نمطية أي عقود غير محددة المواصفات تتطلب أن يكون طرفا العقد على اتفاق بشأن

¹ - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها...، مرجع سابق، ص: 223.

² - زكية الصالح بوستة، الهندسة المالية الإسلامية وأدوات التمويل، دار أسامة، الأردن، ط1، 2019م، ص: 225.

³ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 219.

⁴ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية...، مرجع سابق، ص: 309.

فترة التعاقد وقيمة العقد، كما أن كل منهما لا بد وأن يكون في حاجة إلى طبيعة ونمط التدفق النقدي الذي يقدمه الطرف الآخر، بالإضافة إلى أن عقود المبادلات لا تتطلب من طرفيها دفع مبالغ نقدية عند التعاقد، ومن ثم فإن قيمة العقد لحظة إبرامه لا بد أن تساوي صفر؛ مما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية بين الطرفين متساوية¹. أما بالنسبة لأجل المبادلات فيتراوح في الغالب بين سنتين وخمس سنوات، حيث تتضمن في هذه الحالة عدة تدفقات نقدية لهذه الدفعات، ويتم تداولها في الأسواق غير المنظمة².

الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلات

على الرغم من توسع عقود المبادلة لتشمل أنواعا عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تتركز في أدوات معينة وهي مبادلة أسعار الفائدة، ومبادلة العملات.

أولا. عقود مبادلة أسعار الفائدة: وهي عملية تتم بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه. ويعني ذلك أن المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد، والمبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي مدفوعات الفائدة وليست قيمة العقد³، ويمكن توضيح عناصر هذه العملية كما يلي:

- 1_ دافع الفائدة الثابتة:** يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة حيث يقوم بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة بهدف التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدل الفائدة الثابتة، وبالتالي إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحصل دافع الفائدة الثابتة على الفرق من المحرر الذي يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة.
- 2_ دافع الفائدة العائمة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة حيث يقوم بدفع الفائدة العائمة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، بهدف التحوط ضد مخاطر انخفاض معدل الفائدة

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات عقود المشتقات ...، مرجع سابق، ص: 325.

² - مؤيد عبد الرحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، المرجع السابق، ص: 309.

³ - الوردي خديومة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية،

أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2014/2015م، ص: 62.

العائمة، وبالتالي إذا انخفض معدل الفائدة العائمة عن معدل الفائدة الثابتة فإن دافع الفائدة العائمة سوف يحصل على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

3_ معدل الفائدة الثابتة: وهو سعر الفائدة في العقد والذي يتفق عليه الطرفان ويحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) في مقابل أن يدفع الطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة العائمة.

4_ معدل الفائدة العائم: يتفق عليه الطرفان على أن يكون سعر الفائدة العائم هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة.

5_ التسوية: وتتم على أساس دوري متفق عليه.

6_ قيمة عقد المبادلة: وهو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة¹.

لعقود مبادلات أسعار الفائدة أنواع متعددة أشهرها "مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمعمومة" ويدعى هذا التعاقد بالفانيليا السهلة (plain vanilla)، ويمتاز هذا العقد بخصائص متعددة أهمها:

- الأساس الافتراضي للمبلغ ثابت في بداية التعاقد ولا يتغير أبداً.
- أن المبلغ الافتراضي الأساسي لا يتم تبادله أبداً، وإنما يستعمل لحساب مبلغ الدفعات من خلال ضربه بمعدل الفائدة.
- يوافق أحد الأطراف على دفع نسبة فائدة ثابتة على المبلغ الأساسي الافتراضي بتواريخ مستقبلية منتظمة، ويوافق الطرف الآخر على إعادة المدفوعات بتواريخ مستقبلية منتظمة تحسب على أساس نسبة فائدة متغيرة وعلى نفس المبلغ الأساسي.
- عندما تدفع الفائدة المعومة فإن النسبة سوف يعاد حسابها للحصول على الدفعة المعومة التالية في سلسلة متعاقبة، والدفعات المعومة توضع على قاعدة مرجعية مثل (LIBOR)^{2*}.

¹ - شروق حسين الماحي، سوق المشتقات المالية المفهوم والآليات والتحديات (مع التطبيق على السوق المصرية)، دار النهضة العربية، القاهرة، د.ط، 2016م، ص، ص: 77-78.

* الليبور (LIBOR): هو سعر الفائدة المتداول بين البنوك في لندن، ويتم حسابه عبر حساب المتوسط الحسابي لسعر العائدة في المدى القصير الذي تقوم البنوك في لندن بإقراض واقتراض الأموال بين بعضها بناء عليه.

² - حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية... مرجع سابق، ص، ص: 372-373.

ثانياً. عقود مبادلة العملات: وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع عملة على أساس التسليم الحالي بالسعر الحالي، وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين، أو بسعر تسليم آجل يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين¹. وبعبارة أخرى هناك مبادلات لثلاثة تدفقات نقدية:

المبادلة الأولى: وتحدث فور الاتفاق؛ حيث يتبادل كل طرف العملة التي يملكها مقابل حصوله على العملة التي يرغب فيها.

والمبادلة الثانية: متكررة؛ وتتمثل في الفوائد الدورية على المبلغ المُفترض التي يدفعها كل طرف للطرف الآخر.

أما المبادلة الثالثة: فتأتي في نهاية العقد، لتعود الأوضاع إلى ما كانت عليه؛ أي يسترد كل طرف أصل المبلغ الذي سبق تبادله مع الطرف الآخر، بذات العملة التي كانت تحت يده قبل الدخول في عقد المبادلة².

وتهدف هذه العقود إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة في أسعار الصرف³.

الفرع الثالث: مقارنة بين عقود المبادلات وعقود المشتقات الأخرى

يمكن استنباط بعض أوجه الاختلاف بين عقود المبادلات وعقود المشتقات المالية الأخرى، وذلك على سبيل الإجمال وفقاً لمعايير محددة نجلها في الجدول التالي:

¹ - زكية الصالح بوستة، مرجع سابق، ص: 228.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات عقود المشتقات...، مرجع سابق، ص، ص: 351-352.

³ - حريزي رايح، مرجع سابق، ص: 198.

الجدول رقم (04): مقارنة بين أنواع المشتقات المالية

الخصائص	العقود الآجلة	المستقبليات	المبادلات	الخيارات
طبيعة العقد	غير نمطي وملزمة للطرفين	نمطي وملزم للطرفين	غير نمطي وملزم للطرفين	نمطي وملزم لمصدر الخيار /البائع فقط
مدة العقد	عقود قصيرة الأجل أقل من سنة	عقود قصيرة الأجل أقل من سنة	عقود قصيرة وطويلة الأجل (1- 20) سنة	عقود قصيرة الأجل أقل من سنة عادة
طبيعة الأسواق	غير نظامية	نظامية في البورصة	غير نظامية	نظامية في البورصة
المخاطر	كبيرة لعدم وجود دور للمقاصة	محدودة أو معدومة لوجود دور للمقاصة	كبيرة لعدم وجود دور للمقاصة	يتمتع بتزكية توافقية من (العائد/ والمخاطرة)
الإلزام	ملوم للطرفين	ملزم للطرفين	ملزم للطرفين	ملزم لمصدره فقط
الأسواق الثانوية	تكون غير فعالة ولا يمكن إلغاؤها إلا بموافقة طرفي العقد المبرم	فعالة ويمكن إلغاؤها بدون موافقة الطرف المقابل	تكون غير فعالة ولا يمكن إلغاؤها إلا بموافقة طرفي العقد المبرم	تكون مرنة نظامية وغير نظامية
تسوية العقد	تتم التسوية في نهاية العقد في تاريخ التسليم أو الاستحقاق فقط	تتم التسوية يوميا وتضمن بيوت التسوية (المقاصة بين الطرفين)	لا وجود للتسوية اليومية، بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة	حسب نوع الخيار (الأوروبي- محدد) بينما الأمريكي (خلال العقد)
متطلبات العقد	دفع علاوة محدودة، ولا وجود للهامش	إيداع هامش مبدئي لدى السمسار	لا وجود للهامش، تدفع علاوة أحيانا	لا وجود للهامش، دفع علاوة محددة

المصدر: جليل كاظم مدلول العارضي، وزيد متعب عباس العباسي، وعلي عبودي نعمة الجبوري، إدارة المشتقات المالية مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الدار المنهجية، عمان، ط1، 2015م، ص:62.

خلاصة الفصل الأول

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل توصلنا إلى ما يلي:

المشتقات المالية ليست أصولاً مادية كالتي يتم تداولها في سوق السلع، ولا أصولاً مالية كالتي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية التقليدية، إنما هي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، فهي تمثل التزامات ينشئها الطرفان (البائع والمشتري) على أصول مالية لها قيمة سوقية كالأسهم والسندات، وتتم المتاجرة بها كما لو كانت سلعا بحد ذاتها، غير أنها لا تستلزم تمليكاً ولا تملكاً، كما لا تستلزم تسليمًا ولا تسلمًا، فهي عادة ما تنتهي بحصول أحد الطرفين على فروق الأسعار.

تعتبر الأدوات المالية المشتقة متعددة الاستخدامات، وذلك حسب اهتمامات المستثمرين فقد تستخدم كأداة للتغطية؛ ويلجأ إليها المستثمر الذي يمتلك أصلًا ما ويريد حمايته من المخاطر المختلفة المحيطة به. كما تستخدم أيضا كأداة للمضاربة؛ إذ يهدف المستثمر من خلالها إلى الاستفادة من فوارق الأسعار في السوق. وتستخدم كذلك للمراجحة وذلك باستغلال فروقات الأسعار لأصل معين بين سوقين أو أكثر.

إن المشتقات المالية تضم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها لتشمل: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة، وعقود الخيارات. وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات و سلع حقيقية، أو مؤشرات معينة مثل: سعر الصرف، أو سعر الفائدة، أو أوراق مالية من أسهم وسندات أو عملات أجنبية... الخ.

الفصل الثاني:
السواق المشتقات المالية
وآليات التداول

مَهَيِّدٌ

تعد المشتقات المالية إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية العالمية، فقد حلت محل الأدوات المالية الأصلية في عقد الصفقات. وأمام نمو أسواق المشتقات المالية وارتفاع حجم التعامل بها بصورة انفجارية، وذلك لأسباب ترتبط بقدرتها على المساهمة في التحكم بالمخاطر، وتحسين كفاءة السوق بتخفيض تكلفة المعاملات، وإتاحة فرص جديدة للمضاربين، أصبح الاقتصاد العالمي يعتبرها أهم الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية،

وتأسيساً على ما سبق ارتأينا تسليط الضوء على هذه الأسواق، وكذا تقديم صورة مبسطة للتطبيقات الفعلية لهذه الأدوات السائدة في تلك الأسواق وذلك من خلال ثلاثة مباحث على النحو الآتي:

- ❖ المبحث الأول: ماهية أسواق المشتقات المالية
- ❖ المبحث الثاني: الأصول المتداولة في بورصة الأوراق المالية
- ❖ المبحث الثالث: طرق وآليات تداول المشتقات المالية ومخاطر التعامل بها

المبحث الأول: ماهية أسواق المشتقات المالية

مما لا ريب فيه أن الأسواق وُجِدَت بوجود المجتمعات البشرية، غير أنها في الوقت الحاضر تطورت بشكل كبير تزامنا مع التطورات الكبيرة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وبالأخص في مجال ال معاملات المالية، فكانت أسواق الأوراق المالية (البورصات) بمثابة البيئة المالية لتلك التعاملات بوصفها القنوات التي تُجمع فيها الموارد والبيئة التي تُبتكر فيها الأدوات المالية، وللتعرف أكثر على هذه الأسواق وما يدور في كنفها من معاملات يستلزم الأمر أولا التعرف على السوق التي انبثقت منها وهي السوق المالية.

المطلب الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية

تم تقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع نتناول من خلالها التعريف بالسوق المالي لغة واصطلاحا في الفرع الأول، ثم استعراض النشأة والتطور التاريخي للأسواق المالية في الفرع الثاني، وفي الفرع الثالث يتم التطرق إلى أقسام الأسواق المالية.

الفرع الأول: تعريف السوق المالي

سوق المال مصطلح مركب من جزأين: السوق والمال، ومعرفة المركب تتوقف على معرفة جزأيه، وذلك على النحو التالي:

أولا. تعريف السوق (لغة واصطلاحا):

1_ السوق لغة: كلمة السوق مأخوذة من ساق يسوق سوقا وهو حدود الشيء، وسميت بذلك لأن الماشي ينساق عليها، ولما يُساق إليها من كل شيء¹. والسوق تذكر وتؤنث وجمعها أسواق، والسوق موضع البياعات، يقال: تسوّق القومُ إذا باعوا واشتروا، وسميت السوق بذلك لأن التجارة تُجلبُ إليها، وتُساقُ المبيعاتُ نحوها².

¹ - أحمد بن فارس بن زكريا، مرجع سابق، ج3، كتاب السين، ص:117.

² - ابن منظور، مرجع سابق، المجلد:03، باب السين، ص:2154.

وقد ورد لفظ "السوق" و"الأسواق" بهذا المعنى في القرآن الكريم والسنة النبوية، حيث قال تعالى: ﴿وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمشِي فِي الْأَسْوَاقِ﴾ [سورة الفرقان: الآية 07]

وقال ﷺ: "لا يبيع بعضكم على بيع بعض ولا تلقوا السلع حتى يهبط بها إلى السوق"¹.

2_ السوق اصطلاحاً:

أ_ عند الفقهاء: عرفه ابن حجر العسقلاني بأنه: "اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع"².

ب_ عند الاقتصاديين: وعُرف أيضاً بأنه: "ذلك التنظيم الذي يهيئ لكل من البائعين والمشتريين فرص تبادل السلع والخدمات وعناصر الإنتاج وفيه تحدد الأسعار"³.

يستفاد مما تقدم أن المكان جعل أحد أركان السوق وشرطاً أساسياً لقيامه؛ بينما لا يصدق ذلك على مفهوم الأسواق في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر، فمع تبدل حياة المجتمعات وتقدمها ونمو قوى الإنتاج، وانتشار وسائل المواصلات وسبل الاتصال، لم يعد هناك أهمية للمكان، فقد اتسع مفهوم السوق ليشمل كل النطاق الجغرافي الذي يتنافس فيه البائعون، بل وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها، سواء تم التعامل بالالتقاء المباشر بين البائعين والمشتريين، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالبريد والهاتف والتلكس وشبكة المعلومات، وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة، ولا غرابة في كون أغلب عمليات البيع والشراء التي يتم التعاقد عليها في الوقت الحاضر لا يترتب عليها تملك ولا تسليم ولا تسلم لأن أغلبها عمليات صورية.

¹ - أخرجه البخاري، محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، تحقيق: محمد زهير بن ناصر الناصر، دار طوق النجاة، ط1، 1422هـ، كتاب البيوع، باب النهي عن تلقي الركبان وأن يبيعه مردود لأن صاحبه عاص أثم إذا كان به عالماً وهو خداع في البيع، والخداع لا يجوز، رقم: 2165، ج3، ص: 72.

² - أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، ومحب الدين الخطيب، دار المعرفة، بيروت، د.ط، 1379هـ، ج4، ص: 342.

³ - سعيد سعد مرطان، مدخل للفكر الاقتصادي في الإسلام، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط2، 2004م، ص: 121.

ثانياً. تعريف المال

1_ المال في اللغة : جاء في معجم لسان العرب: المال ما مَلَكَتَهُ مِنْ جَمِيعِ الْأَشْيَاءِ، والجمع أموالٌ، قال ابن الأثير: المال في الأصل ما يُمَلَّكُ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ، ثم أُطْلِقَ على كُلِّ ما يُفْتَنَى وَيُمَلَّكُ مِنَ الْأَعْيَانِ، وكانت العرب تُطلقه على الإبل؛ لأنها كانت أكثر أموالهم¹.

2_ المال اصطلاحاً: عرف الفقهاء المال بتعريفات مختلفة نظراً لتباين وجهات نظرهم في حقيقته، غير أن هذه التعريفات تحمل في مضامينها معانٍ متشابهة نذكر منها ما يلي:
عُرِّفَ المال بأنه: "ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة"².

وقيل أن: "المال ما يقع عليه الملك ويستبد به المالك عن غيره إذا أخذه من وجهه"³.
وعُرِّفَ أيضاً بأنه: "ما له قيمة يباع بها، ويلزم متلفه"⁴.

وقد عرّفه بعض المعاصرين بأنه: "ما كان له قيمة مادية بين الناس، وجاز شرعاً الانتفاع به في حال السعة والاختيار"⁵.

وأما في الاصطلاح الاقتصادي العام فيطلق المال على كل ما يُنتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يُقَوَّمُ بثمن مالا، أيّاً كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يُعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال⁶.

¹ - ابن منظور، مرجع سابق، المجلد: 06، باب الميم، ص: 4300.

² - محمد أمين ابن عابدين، رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود، وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الرياض، طبعة خاصة، 2003م، ج7، ص: 10.

³ - أبو إسحاق الشاطبي، الموافقات في أصول الشريعة، تحقيق: عبد الله دراز، دار الفكر العربي، بيروت، د.ط، د.ت، ج2، ص: 17.

⁴ - جلال الدين عبد الرحمن السيوطي، الأشباه والنظائر في قواعد وفروع فقه الشافعية، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1983م، ص: 327.

⁵ - محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، ط6، 2007م، ص: 13.

⁶ - مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، السعودية، ط1، 2005م، ص: 33.

من الملاحظ أن هذه التعريفات رغم تعددها إلا أن الظاهر من خلال مضامينها أن مفهوم المال في حقيقته مفهوم ثابت عبر الأزمان، وهو ما اجتمع فيه عنصر المنفعة والإباحة.

ثالثاً. تعريف السوق المالي

بعد بيان مفهومي السوق والمال عند أهل اللغة والفقه والاقتصاد، نستعرض بعض التعريفات التي وردت حول الأسواق المالية باعتبارها لقباً وعلماً كما يلي:

"السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتها، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا التجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"¹.

كما عُرِّفت أيضاً على أنها: "الإطار المؤسسي الذي تحكمه مجموعة من القوانين والأنظمة والأعراف بهدف سلامة التعامل فيه، إذ يتواجد في تلك الأسواق أكبر عدد ممكن

من الوسطاء الماليين ومؤسسات المال الهادفة إلى مقابلة احتياجات المستثمرين (بائعين ومشتريين)، من خلال التعامل بأدوات مالية متنوعة وبتواريخ استحقاق متعددة"².

وقيل بأنها: "الآلية التي يتاجر بها بالموجودات المالية أو المطلوبات المالية وبشكل متكرر فقد لا يكون هناك مكاناً مادياً للسوق، وإنما صفقات تنفذ عبر وسائل متعددة منها: الهاتف والإنترنت"³.

هذه التعريفات تعطي مدلولاً على أن هذه السوق لها خصائص تنفرد بها عن الأسواق المعروفة، أبرزها ما يلي:

¹ - محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011م، ص:52.

² - محمد سامي علي الظهراوي، آليات التداول وإدارة مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، دار الأيام، عمان، ط1، 2020م، ص:14.

³ - سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون، الأردن، ط1، 2018م، ص:12.

1_ موضوع المبادلة في هذه السوق هو "المال"، وبه توصف فيقال السوق المالية، والمال في اصطلاح المختصين في شؤون الأسواق المالية يقصد به المال في صورته النقدية، ولذلك لا تدخل أسواق السلع مثل البترول والذهب والمحاصيل الزراعية في مفهوم السوق المالية.

2_ تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد، والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها المعبر عنها بالوحدات ذات الفائض المالي وإتاحتها وفقا لعقود معينة إلى الجهات التي تحتاج إليها المعبر عنها بالوحدات ذات العجز أو الاحتياج المالي¹.

3_ السوق المالية تشمل عدة أسواق وبعد سوق رأس المال (البورصة) أهم هذه الأسواق حيث أنها تعمل على استثمار أموال الأفراد والبنوك وشركات التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال².

الفرع الثاني: النشأة والتطور التاريخي للأسواق المالية

يرجع تاريخ نشأة الأسواق المالية إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، حيث أدى وجود أصناف مختلفة من النقد إلى ولادة مهنة جديدة تسمى "الصرافة"، أي بيع العملات ببعضها فقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يتواجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع حقبة من الزمن في الإمبراطورية الرومانية.

إلا أنه مع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي اندثرت هذه المهنة، غير أنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الإيطالية (كجنوة وفينيسيا وفلورنسا) بفضل تجارتها مع الشرق واحتلت مركزا مرموقا على صعيد الاقتصاد الدولي، فبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص:36.

² - عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الأيام، الأردن، ط1، 2017م، ص:22.

من جديد، ففي بداية القرن الرابع عشر احتلت مدينة بروج البلجيكية المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية وقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الأكبر العاملة في مجال الصرافة في منزل السيد "فان دي بورص" (Van der Beruse) من أجل دراسة عمليات بيع السلع وشرائها، ومن ثم كتابة بوالص التأمين إضافة إلى كل ما يمت بالصلة لعمليات بيع النقود وشرائها. وقد ارتبط سوق الأوراق المالية (البورصة) باسم السيد السابق الذكر¹.

وعلى الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى إلا أنها قد تطورت في الفترة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث هيكلها التنظيمية أم من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق، وقد تزامن ذلك مع التغيرات التكنولوجية، الأمر الذي ساهم في تزايد الدور الاقتصادي لأسواق المال، وزيادة عددها بشكل كبير حيث انتشرت في جميع أنحاء العالم المتقدم والنامي دون استثناء، ففي الولايات المتحدة الأمريكية وصل عدد الأسواق المالية فيه إلى أربع عشرة بورصة في الوقت الحاضر، وأهمها وأكبرها بورصة نيويورك ويطلق عليها "وول ستريت"، وفي بريطانيا اندمجت كل الأسواق المالية منذ عام 1913م في جهاز واحد هو "بورصة لندن"، وفي اليابان تعمل في الوقت الحاضر ثماني بورصات أهمها بورصة "طوكيو" وفي ألمانيا يوجد ثماني بورصات أيضا أهمها بورصة "فرانكفورت"، وفي فرنسا يوجد سبع بورصات أهمها بورصة "باريس"، وفي سويسرا يوجد سبع بورصات أيضا أهمها بورصة "جنيف" وبورصة "بال"².

أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد ولا تزال بدائية بالمقارنة بالبورصات الدولية السابقة، ومن أهم بورصات الدول العربية: بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، وسوق عمان المالي، وسوق الإمارات للأوراق المالية، وسوق

¹ - زكريا سلامة عيسى شطراوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن، ط1، 2009م، ص:33.

² - حسين علي بري هاني، مرجع سابق، ص:07.

البحرين للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية، كما يوجد أسواق مالية في كل من تونس والكويت والسعودية.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل نضجها ووصولها إلى ما هي عليه حالياً بعدة مراحل يمكن تلخيصها كالآتي:

المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة وشركات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، الأمر الذي أدى إلى اتساع المعاملات التجارية وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة لا يستطيع الفرد تمويلها بمفرده الأمر الذي جعله يلجأ للاقتراض من البنوك.

المرحلة الثانية: حيث نشأ عن الحركة في الأسواق واستعمال الأوراق التجارية أن أصبحت هذه الأوراق بديلاً مقبولاً عن النقود وبدأ السوق يتحول إلى بورصة للبضائع والصكوك في آن واحد.

المرحلة الثالثة: وتتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية بأنظمتها الرقابية وتوجيهها للبنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في هذه المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي في خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وتوجيهات البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها وذلك وفقاً لمستهدفات السياسات النقدية التي تتبناها البنوك المركزية.

المرحلة الرابعة: وفيها بدأت البنوك المتخصصة في الظهور وممارسة دورها في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بتمويل احتياجاتها من خلال إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل تستخدم حصيلتها في تمويل المشاريع المختلفة.

المرحلة الخامسة: وفيها ظهرت الأسواق المالية إلى حيز الوجود وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول...، ويعتبر هذا الأمر بداية اندماج السوق

النقدي (قصير الأجل) مع السوق المالي (طويل الأجل)، وتدرجياً ازداد اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، وأيضاً اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية نظراً لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وانتشار البورصات المالية في كل دول العالم، وتزايد اهتمامها ببيع وشراء الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات¹. ومجمل القول في كل ما تقدم أن الأسواق المالية ليست وليدة اليوم، وإنما ظهرت في عصر الرومان، وبعدها تطورت وشهدت مجموعة من التوسعات في نشاطاتها ومنتجاتها المالية حتى وصلت إلى ما هي عليه في الوقت الحاضر، حيث أضحت أسواقاً ضخمة يطلق عليها البورصات.

الفرع الثالث: أقسام الأسواق المالية

على الرغم من التقسيمات المتعددة لأسواق المال عند الكثير من الدارسين والباحثين إلا أنه يمكن القول بأن السوق المالي ينقسم حسب نوعية وطبيعة الأوراق المالية (التقليدية والحديثة) وتواريخ استحقاقها إلى: سوق النقد، وسوق رأس المال؛ إذ يُعتبران الرافدين الأساسيين للسوق المالي، وتجدر الإشارة هنا إلى أن الكثير من الخبراء الاقتصاديين يطلقون على سوق رأس المال عدة تسميات أهمها: "سوق الأوراق المالية" أو "بورصة الأوراق المالية" وهذا الأخير هو ما ساعتمده في هذه الدراسة وسيتم التطرق لها (بورصة الأوراق المالية) بشيء من التفصيل باعتبارها المجال الذي يتم فيه إصدار وتداول أدوات المشتقات المالية موضوع الدراسة.

أولاً. سوق النقد: وهي عبارة عن السوق التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل (سنة واحدة فأقل)، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات ادخار وصكوك مديونية (شهادات الإيداع، أدونات الخزينة، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية) مدونا عليها ما يؤيد حق حاملها باسترداد مبلغ معين سبق وأقرضه إلى جهة معينة، كما تتصف هذه الأدوات بسيولتها العالية ومخاطرتها المنخفضة وربحياتها المقبولة²؛ وذلك لأن معظم الصفقات

¹ - محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص، ص: 53-54. ولمزيد من المعلومات يمكن الاطلاع على: محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق

المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)، دار ابن حزم، لبنان، ط1، 2011م، ص: 113.

² - شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص: 134.

التي تتم فيه تكون تكاليفها منخفضة لكونها تتم بإجراءات بسيطة إما مباشرة (المؤسسات المالية فيما بينها) أو من خلال وسائل الاتصال المختلفة، كما أن احتمالات عدم الوفاء بالدين مستبعدة؛ لأن الأوراق المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنك المركزي أو البنوك التجارية¹.

ثانياً. بورصة الأوراق المالية* : وهي مؤسسات تعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية، وفق عمليتي الإصدار والتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كأسهم والسندات، عن طريق وسطاء مؤهلين ومتخصصين وفي أوقات محددة². من خلال هذا التعريف يمكن إبراز الجوانب المختلفة لبورصة الأوراق المالية في العناصر التالية:

1_ تؤدي هذه السوق وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة بشكلها التقليدي المتمثل بالأسهم والسندات، والأدوات غير التقليدية المعبر عنها بالأدوات المشتقة.

2_ تطلق بورصة الأوراق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

¹ - قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان، سوريا، د.ط، 2009م، ص: 214.

* - يوجد عدة أنواع من البورصات؛ كبورصة الأوراق المالية وهي محل البحث هنا، وبورصة العملات، وبورصة البضائع وتسمى بورصة التجارة أو بورصة العقود، حيث يجري التعامل فيها ببيع وشراء المنتجات الزراعية والصناعية مثل: السكر والقمح والمطاط والقطن والبترو... أما أصل كلمة بورصة فقد قيل أن ذلك يرجع إلى اسم رجل من تجار مدينة بروج البلجيكية اسمه "فان دي بورص" (Van der Beurse)، كان يملك فندقاً يجتمع فيه التجار لبيع بضائعهم، ومن ثم أطلق لفظ البورصة على كل مكان يجتمع فيه التجار لتبادل الأعمال التجارية، وقيل إن (فان دي بورص) هذا اكتسب اسمه من الشعار الذي رسمه على فندقه؛ دلالة على مهنته، وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود، وذلك أن كلمة Bourse تعني باللغة الجرمانية كيس النقود. لمزيد من المعلومات يمكن الاطلاع على: أسواق الأوراق المالية، سمير عبد الحميد رضوان، ص: 31.

_ الأوراق المالية: تستخدم كمصطلح جامع لجميع الوثائق التي تثبت حق أو حصة حاملها، أو التزام مصدرها؛ فهي في التمويل تعني الضمان الذي يقدمه المقترض للمقرض لضمان القرض الذي استقرضه منه، وفي الاستثمار تعني: الصك الذي يثبت ملكية حامله في رأس مال شركة معينة، فتكون في هذه الحالة عبارة عن سهم أو صك مديونية كالسندات وأذون الخزانة وغيرها. للتوسع أكثر يمكن الاطلاع على: الأسواق المالية والاستثمارات المالية، محروس حسن، ص: 09، والمال واستخداماته، عمر محمد إدريس، ص: 159. والأسواق المالية الدولية، بن إبراهيم الغالي وبين ضيف محمد عدنان، ص: 94.

² - قيصر عبد الكريم الهيتي، المرجع نفسه، ص: 202.

المرحلة الأولى: يتم فيها إصدار هذه الأوراق فيما يسمى بسوق الإصدار أو السوق الأولية.

المرحلة الثانية: يتم فيها تداول ما تم طرحه في السوق الأولية وتسمى سوق التداول أو السوق الثانوية.

3_ يمكن أن تكون هذه الأسواق منظمة أو غير منظمة، كما يمكن أن تكون محلية أو دولية.

4_ يسهر على تنظيم هذه الأسواق هيئات رقابية وأشخاص مختصون ومرخصون.

5_ قد يتم التعامل في هذه السوق بطريقة مباشرة؛ وهو ما يستدعي وجود مكان وزمان مشتركين، وإما أن يكون بطريقة غير مباشرة؛ وهو ما يستلزم وجود الزمان المشترك بين المتعاملين دون المكان، فيتم تبادل المشتريات (الأوراق والعقود) بواسطة وسائل الاتصال المختلفة أو عن طريق شبكة الإنترنت¹.

كما يتم من خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر، وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة اتجاهاتها وتحليل هذه الاتجاهات والتنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل، فالبورصة يتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم فتتحدد بناء عليها الأسعار سواء صعودا أو هبوطا أو ثباتا، وبذلك فهي سوق متكامل فعال تتوفر فيه الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب لتتفاعل بيعا وشراء في ظل روح المنافسة الكاملة. فكلما زاد عدد الشركات المسجلة في البورصة زاد عدد الأوراق المطروحة للتداول وعدد المتعاملين، فتزداد تبعا لذلك عدد العمليات وبالتالي ازدياد حركية

¹ - بن إبراهيم الغالي، وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، ط1، 2019م، ص:94.

البورصة وقدرتها على مواجهة متطلبات العاملين واحتياجاتهم المتنوعة والمتزايدة، خاصة مع اتساع وتنوع النشاط الاقتصادي وتكاثفه¹.

ثالثا. الفرق بين سوق النقد وبورصة الأوراق المالية

تتفق سوق النقد وبورصة الأوراق المالية في أن كلا منهما يعد مجالا للحصول على المال من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، إلا أنهما يختلفان في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل منهما، وفي الأدوات المالية التي يتم تداولها.

فأما ما يتعلق بآجال استحقاق الأدوات المالية فيتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الأجل القصير؛ أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما بورصة الأوراق المالية فيُتَعامَل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل؛ أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.

وأما ما يتعلق بالمؤسسات المالية العاملة في كل منهما فيأتي المصرف المركزي والمصارف التجارية في مقدمة المؤسسات المالية العاملة في أسواق النقد، بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين في التعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، أما في بورصة الأوراق المالية فأهم هذه المؤسسات هي: مصارف الاستثمار والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية مثل: صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد، وشركات التأمين.

¹ - مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، ألفا للوثائق، الجزائر، ط1، 2019م، ص:31. ومصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، د.ط، 2014م، ص:13.

أما بالنسبة للأدوات المالية ففي سوق النقد يتم تداول شهادات الإيداع، والأوراق التجارية، والقبولات المصرفية، وأذونات الخزينة وغيرها، أما في بورصة الأوراق المالية فيتم تداول الأسهم والسندات¹.

من نافلة القول أن الأسواق المالية إما أن يباع بها أدوات وأصول قصيرة الأجل فتسمى بسوق النقد، وإما أن تكون طويلة الأجل فتسمى سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: الهيكل الإداري والتنظيمي لبورصة الأوراق المالية ووظائفها

يُقصد بالهيكل الإداري للبورصة: الشكل التنظيمي الذي يوضح مواقع ووظائف كل من له علاقة بإدارة البورصة من لجان وأعضاء وسماسرة ووسطاء، وذلك وفقا لقواعد ولوائح تكفل الاستمرارية والانضباط لعمليات البورصة وسيرها بسهولة ويسر، وفيما يلي عرض نموذج للهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية على أن يكون قاسما مشتركا بين معظم بورصات الأوراق المالية في العالم.

الفرع الأول: لجان بورصة الأوراق المالية

لبورصة الأوراق المالية لجنة تكون في قمة الهرم الإداري للبورصة، ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجنة العليا لمساعدتها في المسائل المختلفة والمتعلقة بعمل البورصة.

أولا. اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية

يكون على قمة الهرم الإداري لبورصة الأوراق المالية عادة لجنة عليا تختلف تسميتها من بورصة لأخرى، تتكون من مكتب (ويتضمن: الرئيس ونائب الرئيس وأمين الصندوق وبيباشر مهمة السكرتارية وتنظيم أعمال لجان البورصة وتحديد جدول الاجتماعات والإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة)، ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى.

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ج1، ص:66.

تضطلع هذه اللجنة بمسؤولية إدارة ومراقبة بورصة الأوراق المالية، وتتمتع بسلطات واسعة لضمان تحقيق مصلحة المتعاملين فيها وضمان سمعة حسنة لها، ولكي تؤدي ذلك الدور بنجاح فهي تتعهد بتنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للتعامل في البورصة، وتراقب مدى التزام الأعضاء بتلك القوانين واللوائح، ولها أن تتخذ من الإجراءات ما تراه يهم في دعم فاعلية البورصة، وما يصحح أي انحراف أو تقصير في تطبيق اللوائح.

ثانياً. اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية

عند أول جلسة تعقدها اللجنة العليا للبورصة بعد كل انتخاب دوري تشكل لجانا فرعية لتساعدها في تأدية وظيفتها، وتتكون هذه اللجان من ثلاثة أعضاء على الأقل، وهي مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها أمام لجنة البورصة¹، وقد تختلف هذه اللجان من بورصة إلى أخرى إلا أن المهام التي تؤديها تتماثل إلى حد بعيد، وأهم هذه اللجان ما يلي:

1. لجنة قبول السماسرة: يخضع قبول السماسرة في معظم قوانين ولوائح بورصات الأوراق المالية إلى تحديد دقيق للشروط اللازمة لذلك، وإلى تفصيل واسع لأنواع واختصاصات هؤلاء السماسرة، الأمر الذي يجعل صلاحيات لجنة قبول السماسرة غير واسعة بل مقيدة ومحددة غير أنها تسهم بفاعلية في المسائل الإجرائية المتعلقة باختيارهم من معايير ووضع الامتحانات وتصحيحها والقيام بجمع المعلومات اللازمة للتأكد من سمعة المرشح الأخلاقية والتجارية، ومتابعة إجراءات قبولهم وقبول معاملتهم رسمياً كوسطاء ماليين في البورصة.

2. لجنة قيد الأوراق المالية: تتحصر مهمة هذه اللجنة في قبول طلبات الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة، وتطبيق المعايير والشروط التي تطلب اللائحة العامة للسوق أو أي تنظيم آخر قانوني أو إداري توفرها في هذه الطلبات، ثم تقرر اللجنة بعد ذلك قبول أو رفض تلك الأوراق، فإذا ما قررت قبولها مثلاً عمدت إلى

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص، ص: 51-52.

إدراجها في الجدول بعد أن تقوم الشركة المعينة بدفع المبالغ المقررة في اللوائح كرسوم اشتراك وتسجيل وغيرها.

ويتضمن قرار قبول الورقة المالية -عادة- عدد الأوراق المقبولة وقيمتها الاسمية وأرقامها، وعند أي إصدار جديد لورقة مالية مقبولة يجب تقديم طلب قيد جديد خلال مدة محددة، وإذا ما قررت اللجنة رفض طلب قيد الورقة المالية أو توقفت عن الفصل فيه مؤقتاً فنتص بعض لوائح بورصات الأوراق المالية على أن يكون القرار مسبباً، إلا أنها تسمح للشركة ذات الشأن أن تطعن في القرار أمام محاكم مختصة لتفصل في الأمر بصورة نهائية، كما أنه يجوز بصفة عامة لأي شركة يلحقها ضرر نتيجة لإحساسها بتحمل اللجنة العليا عليها، أو خطئها أو تقصيرها أو إهمالها، أن ترفع دعوى قضائية بالتعويض.

كما أن هذه اللجنة تمارس وظيفة أخرى وهي شطب الأوراق المالية من جدول التسعيرة، وذلك إذا ما انطبق عليها أي من الشروط التي توجب ذلك والمقررة في لائحة البورصة.

3. لجنة التسعيرة: وتقوم بإعداد وثيقة يتم فيها تحديد جدول الأسعار التي يتم بموجبها التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالبورصة ونشرها في وسائل الإعلام المختلفة، وهذه الوثيقة تتضمن بالعادة المعلومات التالية:

- أنواع الأوراق المالية المتداولة
- العدد المتداول منها
- الأسعار التي يتم التداول بها
- أسعار الفتح
- أسعار الغلق

بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت تُذكر أسعار الفائدة ومقدار الضريبة عليها وموعد استحقاقها، أما بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل المتغير يُذكر مبلغ ورقم آخر قسيمة أقتطعت وناتج تأدية القسائم. وتتضمن التسعيرة الرسمية لبعض البورصات

ملخصاً عن فاعلية بعض الشركات الكبيرة، والعمليات التي عقدتها هذه الشركات فيما يتعلق بالأسهم والسندات الصادرة عنها.

ولجدول التسعيرة فائدة تعود على العميل إذ يطمئن إلى السعر الذي نفذ به السمسار عمليته فتتاح له الفرصة لمناقشته إن لم ينفذ أمره بتاتا، أو نفذه بسعر مخالف لما جاء في التسعيرة، كما أنه بواسطة جدول الأسعار هذا يتمكن الجمهور من معرفة أحوال البورصة واتجاهاتها، وتكوين رأي أقرب إلى الصحة عن توقعاته لمستقبلها.

4. لجنة المراقبة : تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال البورصة، وتراقب صحة تنفيذ القرارات واللوائح، وحسن إتباع الأنظمة، كما تراقب نشاط التداول في القاعة وتتأكد من درجة التزام السماسرة بتنفيذ أوامر عملائهم، وتراجع حساباتهم وتتأكد من عدم ممارسة السماسرة غير المسموح لهم بالمتاجرة لحسابهم الخاص لهذا العمل، كما تتأكد من جدية المعاملات واكتمال إجراءات التسليم والتسلم، وغير ذلك من الأنشطة التي تؤدي مهمة الرقابة، وتحيل اللجنة كل المخالفات بتقارير مستوفية إلى اللجنة العليا للسوق لتقوم باتخاذ الإجراءات اللازمة في مثل هذه الحالات.

5. لجنة المقاصة : وتتولى تسوية المعاملات بين البائعين والمشتريين، أو بين الدائنين والمدينين، وذلك وفق قواعد ونماذج معتمدة، وذلك تسهيلاً لإجراءات التعامل في البورصة، واحتياطاً ضد الخلافات المتوقعة¹.

6. لجنة التحكيم : تختص هذه اللجنة في الفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم، وتعتبر قرارات اللجنة غير قابلة للاستئناف².

7. لجنة التأديب : اختصاص هذه اللجنة يتمثل في الفصل في المخالفات والتجاوزات التي تمس أحكام وقوانين البورصة ولوائحها بالإضافة إلى المسائل المتعلقة بحسن سير العمل

¹ - أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، أطروحة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1989م، ص، ص: 167-170.

² - مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 90.

والنظام في البورصة، ويتشكل مجلس التأديب من رئيس اللجنة أو من يقوم مقامه، وعضوية عضو منضم من أعضاء اللجنة، وعضو معين من أعضائها، ومن اختصاصات اللجنة أيضا وقف التعامل مع عضو البورصة أو وسيط أو مندوب رئيسي إذا اتهم في جناية أو جنحة مخلة بالشرف أو إذا قبض عليه في ذمة التحقيق في إحدى هذه الجرائم وذلك لمدة ثلاثة أشهر قابلة للمد¹.

الفرع الثاني: الوسطاء المتعاملون في بورصة الأوراق المالية

من الجدير بالذكر أن هناك فئة يقتصر دورها على إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، ويطلق على هذه الفئة ما يسمى بالوسطاء، وتظم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات وهي: السماسرة، ومعاونو السمسار ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية، وتفصيل ذلك فيما يلي:

أولاً. مفهوم السمسار وشروط قبوله في البورصة

السمسار هو شخص ذو مؤهلات محددة ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع أو الشراء في الأوراق المالية، ويقوم بتنفيذ هذه الأوامر داخل المقصورة مقابل عمولة محددة باللائحة، ويجوز له أن يمارس مهنته هذه منفردا، أو كشريك مع إحدى شركات السمسرة. ولمزاولة هذا النشاط فإن معظم البورصات تضع شروطا صارمة لكل من يرغب في ممارسة مهنة الوساطة، ومن أهم الشروط الواجب توفرها في السمسار ما يلي:

✓ أن يتمتع بالأهلية القانونية؛ بأن يحمل جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وأن يكون بالغاً لسن معينة؛ وهي خمسة وعشرون سنة في معظم بورصات الأوراق المالية.

✓ النزاهة التجارية؛ كعدم إشهار إفلاسه داخليا أو خارجيا، وعدم إدانته بجناية أو تزوير...

¹ - مهداوي هند، الاستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، الجزائر، 2007/2008م، ص: 41.

- ✓ ألا يمارس أعمالاً تجارية عدا أعمال البورصة.
- ✓ الكفاءة المالية؛ وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.
- ✓ الكفاءة الفنية؛ أي حصوله على حد أدنى من التعليم (أن يحمل شهادة الثانوية)، أو شهادة تجارية مع خدمة في مصرف مقبول لا تقل عن سنة¹.

وبتوافر هذه الشروط في المرشح يُقبل كسمسار في البورصة، ويُفَيِّدُ اسمه في سجل السماسرة بعد تسديد رسوم القيد والاشتراك والتأمين.

ثانياً. وظائف السمسار

من خلال ما سبق نستنتج أن الوظيفة الأساسية للسمسار تتمثل في تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية، حيث يتعين على السمسار عند تنفيذ أوامر عملائه أن يلتزم بتعليماتهم وألا يحدد عنها حتى ولو لم يكن هناك ضرر ناتج عن حيده هذه، كما عليه أن ينفذها بالدقة والمهارة المعتادة في المهنة وإلا أمكن مساءلته قضائياً².

وإلى جانب هذه الوظيفة الأساسية هناك خدمات أخرى يقوم بها السمسار تتطلبها الوظيفة الأساسية يمكن إجمالها في الآتي:

- للـ تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق، وعن التعامل على أوراق مالية بعينها، وعن موقف أي من منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل كتطور الأسعار وتقلباتها.
- للـ إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء.

¹ - شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص، ص: 56-57، ومحمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، ط2، 2009م، ص، ص: 51-52.

² - أحمد محي الدين أحمد حسن، مرجع سابق، ص: 172.

للإككتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى المصارف. حفظ أسرار العملاء وعدم إعطاء أي معلومة عنهم لأي جهة كانت¹.

ثالثاً. أصناف سماسرة البورصة: ينقسم الوسطاء الماليون داخل البورصة إلى ما يلي:

- 1. السمسار الوكيل:** وقد يطلق عليه سماسرة الخصم وهم عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء مقابل عمولة كما يمكن أن يتمثل في الشخص الذي يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدأ من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب فيحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات².
- 2. سماسرة الصالة:** وهم السماسرة المستقلون الذين لا يمثلون شركات سمسرة داخل البورصة ويتمثل عملهم في تقديم يد العون لغيرهم من السماسرة الوكلاء وذلك في الأوقات التي يصعب على ممثلي سماسرة الوكلاء تنفيذ كل الأوامر المرسله إليهم وذلك نظير المشاركة في العمولة التي تحصل عليها شركة السمسرة من العملاء.
- 3. تجار الصالة:** وهم أشخاص يعملون لحسابهم فقط؛ أي أنهم لا ينفذون أي عمليات للجمهور ولا للسماسرة وعادة ما ينفذون عمليات بيع وشراء سريعة للاستفادة من فروق الأسعار.

4. المختصون: وهم أشخاص يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المالية، ويجمع نشاط المتخصصين بين السمسرة والاتجار؛ حيث يتمثل وجه التشابه مع السمسار في تنفيذ معاملات لحساب سماسرة آخرين مقابل عمولة، كما أنه يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه بيعا وشراء. وتجدر الإشارة إلى أن المتخصصين لهم دور كبير في ضبط إيقاع السوق، حيث يعملون بطريقة تحقق الأداء المستمر والمنتظم للبورصة؛ فهم يلجؤون إلى تخفيض هامش الربح لجذب مشتريين جدد

¹ - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص:58.

² - مصطفى كولار وآخرون، مرجع سابق، ص:64.

كما قد يرفعون الهامش عندما يزيد الطلب، ولذا فإنه يمكن القول بأن سعر بيع أي ورقة في السوق يتحدد على أيدي المتخصصين¹.

رابعاً. معاونو السمسار: يعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له يعملون لحسابه وتحت مسؤوليته وهم المندوبون الرئيسيون والوسطاء.

1. المندوب الرئيسي: وهو مستخدم يعمل بأجر عند سمسار مكلف بمعاونته في تنفيذ الأوامر في المقصورة، ولا يجوز له أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يتبعه ولحسابه وتحت مسؤوليته، ويحظر على المندوب الرئيسي أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار أو أن يعمل لحسابه الخاص بأية حال من الأحوال.

2. الوسيط: وهو الذي يجلب العملاء للسمسار، وهو أداة اتصال بين العميل والسمسار، يلتقى الأوامر من العملاء فيما عدا الأعضاء المنظمين ويبلغها للسمسار.

والوسطاء نوعان؛ وسطاء لهم حق التعاقد، ووسطاء ليس لهم حق التعاقد، أما بالنسبة للوسطاء الذين لهم حق التعاقد هم الذين يجوز لهم دخول المقصورة لتنفيذ الأوامر الموكلة إليهم باسم السمسار الذي يتبعونه ولحسابه وتحت مسؤوليته، هذا ولا يجوز الجمع بين عملي المندوب الرئيسي والوسيط، ولا يجوز لأيهما أن يلتحق بأكثر من بيت سمسرة واحد².

الفرع الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية

تؤدي بورصة الأوراق المالية العديد من الوظائف الاقتصادية الهامة، سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو لمنظمات الأعمال أو للاقتصاد القومي ككل، يمكن إجمال هذه الوظائف فيما يلي:

¹ - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 42. وفواز صالح حموي، ومحمد رمضان إسماعيل، مرجع سابق، ص: 143. وكذلك أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2017م، ص: 65.

² - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار الكتب المصرية، القاهرة، 1996م، د.ط، ص: 155.

أولاً. إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع وشراء الأوراق المالية : بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وتتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة المتمثلة في النقدية، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاضد فيه معدلات الربحية، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمدخر إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخيرة¹.

ثانياً. مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية : وهذه الوظيفة الأساسية الثانية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، فلا يمكن أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرصاً كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضاً على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته²، فالبورصة لها دور هام في تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة؛ حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزاد العلني والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية³.

ثالثاً. المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية :
فهذه الوظيفة تمثل أهمية كبيرة في توجيه اقتصاد الدولة، ففي حال ارتفاع الأسعار في

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1996م، ص:35.

² - عزيزة بن سميّة، مرجع سابق، ص:125.

³ - مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:29.

بورصة الأوراق المالية فإن معدل الفائدة التي تحققها الأوراق المالية تقل، لذا يسرع المستثمرون إلى بيع الأوراق المالية لا إيداعها بالبنوك، وعندما تقل الودائع في البنوك تعتمد إلى زيادة سعر الفائدة فتنقل رؤوس الأموال في هذه الحالة من الاستثمار ببورصة الأوراق المالية إلى الاستثمار بالبنوك، والعكس صحيح¹. وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في بورصة الأوراق المالية يمكن إيجازها فيما يلي:

1. كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
 2. كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
 3. عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
 4. الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف².
- رابعاً. الرقابة على الشركات المساهمة: تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور وصول أية أنباء عنها إلى البورصة، فترتفع أسعارها ثواباً أو تنخفض عقاباً، إذ يعبر انتكاسها عن سوء الإدارة أو الإهمال، أو أي عامل يمكن أن يؤثر على إدارة الشركة، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم لهذه الشركات، فهذه الرقابة تكفل حماية المساهمين من أي تلاعب³.

¹ - فواز صالح حموي، ومحمد رمضان إسماعيل، مرجع سابق، ص: 160.

² - مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص: 29.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 2009م، ص: 41.

خامسا. التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي: حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طرق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش¹.

المطلب الثالث: أقسام بورصة الأوراق المالية وشروط إقامتها

تنقسم بورصة الأوراق المالية إلى قسمين وهما: السوق الأولي (سوق الإصدار)، والسوق الثانوي (سوق التداول)، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، والسوق الثانوية التي يجري من خلالها تداول الأوراق التي تُصدر في السوق الأولية لن تدعو الحاجة إلي وجودها في غياب السوق الأولية. وسيتم من خلال هذا المطلب التعرف أكثر على طبيعة هذه الأسواق كما يلي:

الفرع الأول: السوق الأولية (سوق الإصدار)

وتعرف أيضا بسوق الإصدارات الجديدة، حيث يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من طرف الشركات أو الجهات الحكومية وطرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، من أجل تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها. ويتم الإصدار في هذا السوق إما عن طريق:

- الاكتتاب العام: وهو الاكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أو من قبل شركات قائمة بالفعل، بغرض زيادة مواردها المالية.
- الاكتتاب المغلق: هو اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط، ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل.

وعادة ما يتم إصدار وتسويق الأوراق المالية الجديدة والترويج لها بواسطة مؤسسة مالية متخصصة تسمى ببنك الاستثمار، أو عن طريق البنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية الأخرى. وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذه المؤسسات بمختلف أنواعها وأنشطتها

¹ - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 48.

تؤدي دورا رئيسيا في هذه الأسواق، لاسيما بنوك الاستثمار التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها، وأنسب توقيتا للإصدار وأنسب سعرا وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المُصدرة، فهي تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المُصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف بنك الاستثمار كل من البنوك وشركات سمسرة الأوراق المالية¹.

كما يمكن التنويه إلى أن السوق الأولية تعتبر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعوماته، فليس من المتصور _ في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة _ إحداث التنمية في غيبتها، فهي تمثل وبحق إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها مباشرة نحو المشروعات الإنتاجية².

الفرع الثاني: السوق الثانوية (سوق التداول)

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل في السوق الأولية، ويطلق عليها أيضا سوق التداول؛ حيث تُتداول فيها الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء بين المستثمرين، فتتحدد بذلك قيم الأدوات المالية بصورة طبيعية وفقا لمبدأ العرض والطلب³.

وتفصلا لما سبق فإن السوق الثانوية تؤدي وظائف عدة أهمها ما يلي:

- جعل بيع الأصول المالية سهلا، وتحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولى.
- كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشرا فعالا حول سعر الإصدارات الجديدة في السوق الأولى، فضلا عن إعطاء قيم مقارنة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصصتها، من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصصتها⁴.

¹ - ابن إبراهيم الغالي، وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص: 27.

² - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 39.

³ - وليد بن هادي، أصول ضبط المعاملات المعاصرة، دون دار النشر، دون ذكر البلد، ط1، 2011م، ص: 163.

⁴ - عزيزة بن سميحة، مرجع سابق، ص: 75.

- تسهيل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بسرعة وسهولة، حيث يصبح بوسع المستثمر الاستعانة بخدمات بيوت السمسرة في الحصول على قيمة هذه الأوراق دون حاجة لتكبد مشقة البحث عن مشتر فيما لو اعتمد البائع على جهوده الذاتية من خلال التعامل المباشر وليس معنى ذلك أن البائع سيحصل دائماً على الثمن الذي يأمله أو حتى ذلك الذي يتوقعه وإنما سيتمكن من بيع الأوراق التي في حيازته بالسعر الناتج عن تفاعل قوى العرض والطلب.
- إن الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات تكتسب مزيداً من السيولة من خلال تقويم السوق المستمر لها، حيث يصبح بوسع المستثمر الحصول على قروض بضمانها وبنسبة معينة من القيم السوقية المعلنة، وهي تتباين باختلاف درجة المخاطرة سواء كانت مالية أم اقتصادية.
- إن تسهيل الأوراق المالية في أسواق التداول يؤدي إلى زيادة قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان للحصول على القروض.
- نظراً لقيام السوق بتلك الخدمات فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والسندات واثقين من إمكانية تصفيتها بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وأفضل سعر ممكن، ومؤدى ذلك أن السوق الثانوية تؤدي خدمة عظيمة القدر للسوق الأولية، حيث يصبح بمقدور أي من الشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب العام¹.

وتنقسم السوق الثانوية إلى نوعين رئيسيين وهما:

أولاً. السوق المنظمة: ويطلق عليها سوق المزاد، والسوق الرسمية، وتنشأ هذه الأسواق وفقاً لقوانين وتشريعات وضوابط وسياسات تصدرها الجهات المختصة بالدولة، وفي معظم الأحيان تكون هناك سلطات أو هيئات رقابية تنظيمية تنشأ هي الأخرى بموجب القانون لتشرف على الأسواق وتنظم وتراقب عمليات التداول والتعامل في هذه الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها بعد إصدارها من الجهات المرخص لها بالإصدار.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 47.

وأهم ما يميز الأسواق المنظمة هو أن لها مكانا محددًا لالتقاء المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق بالرغم من أن عمليات التداول قد تتم إلكترونياً دون الحاجة للالتقاء المكاني¹.

وتنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية وسوق إقليمية، حيث يقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الأوراق، ومن أهم البورصات المركزية العالمية؛ بورصة نيويورك للأسهم، وبورصة طوكيو وبورصة لندن للأوراق المالية، أما السوق الإقليمية فيتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم جغرافي محدد.

ويتم التعامل في السوق المنظمة على أساس المزاد، ويترتب على هذا التعامل بعض التكاليف والعمولات النقدية، وأهم شروطها أن يتم توجيه المدخرات نحو مختلف الاستثمارات، كذلك وجود استقرار سياسي وضمن حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد معقول، كذلك سهولة الإعلام من فرص الاستثمار المتاحة.

ثانياً. السوق غير المنظمة : ويطلق عليها السوق غير الرسمية، والسوق الموازية، وتتميز هذه السوق بعدم وجود إطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد لإجراء التعامل، حيث يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين (السماسرة والتجار والمستثمرين)². يُتداول بهذه السوق الأوراق غير المدرجة في السوق المنتظمة ولاسيما السندات، كما تتعامل أيضاً في أسهم الشركات الصغيرة ولا يمنع ذلك من تعامل هذه الأسواق في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة، وكما أنها تتعامل أيضاً في أدوات المشتقات المالية كالعقود الآجلة وكذلك في عقود الاختيارات_ كما في السوق الرسمية_ بالإضافة إلى

¹ - أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص:36.

² - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص:81.

عقود المبادلات بدون منافس. ويتحدد سعر الورقة في الأسواق غير المنظمة بالتفاوض بين البائع والمشتري¹.

ومما لا ريب فيه أن الأسواق غير الرسمية تؤدي خدمة عظيمة القدر لجمهور المستثمرين من ناحية توفير الجهد الذي يبذلونه والوقت الذي ينفقونه في البحث عن يشتري منهم أو يبيع لهم فيما لو اعتمدوا على التعامل المباشر في بيع وشراء الأوراق المالية، بالإضافة لذلك فهي تقوم بوظائف مهمة أبرزها ما يلي:

- بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة.
- تقوم السوق غير الرسمية بتسييل الأصول المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة وبسرعة فائقة، فمثل هذه الكميات غالباً ما يتعذر تسيلها في السوق الرسمية بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب إذا ما كانت مقيدة في هذه السوق، فضلاً عن أن إغراق السوق الرسمية بها يترتب عليه اختلال مؤقت في العلاقة بين العرض والطلب وبالتالي هبوط قيمتها ونزولها نزولاً حاداً.
- تتفوق الأسواق غير الرسمية على نظيراتها من الأسواق المنظمة بتسهيل تسيل الأوراق المالية بل وتصبح منافسة لها².

وتنقسم السوق غير المنظمة بدورها إلى السوق الثالثة والسوق الرابعة حيث أن:

1. السوق الثالثة: هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء كانت صغيرة أم كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في

¹ - عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص:32.

² - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:56.

السوق المنظمة، ويتميز هذا السوق بفرصة التفاوض حول العمولة للوصول بها إلى الحد الأدنى وذلك باعتبار أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، كما أنهم غير ملزمين بدفع رسوم عضوية للسوق¹.

2. السوق الرابعة: تتم في هذه السوق عمليات تداول الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين في ظل أجهزة الحاسب، حيث يقوم كافة العملاء الراغبون في التعامل بإدخال البيانات الخاصة ببيع وشراء الأوراق المالية، وبعد إتمام عملية إدخال تلك الأوامر بحلول توقيت معين يتم من خلال الحاسب التوفيق بين أوامر الشراء وأوامر البيع، وصولاً إلى السعر الذي يؤدي إلى تعظيم أكبر عدد من الأوراق المالية التي يتم تداولها، وبعد ذلك يتم اختيار السعر الذي يحقق التلاقي بين طلبات الشراء وطلبات البيع، وعنده يكون العدد الذي يتم تداوله من الورقة المالية (بيعا وشراء) أكبر ما يمكن².

وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافساً قوياً للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصة وأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، ومن المعتقد أن نمو هذا السوق سوف يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة أسواق المال³.

وخلاصة لما سبق يمكن تلخيص الأقسام المختلفة لبورصة الأوراق المالية في الشكل الموالي:

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 132.

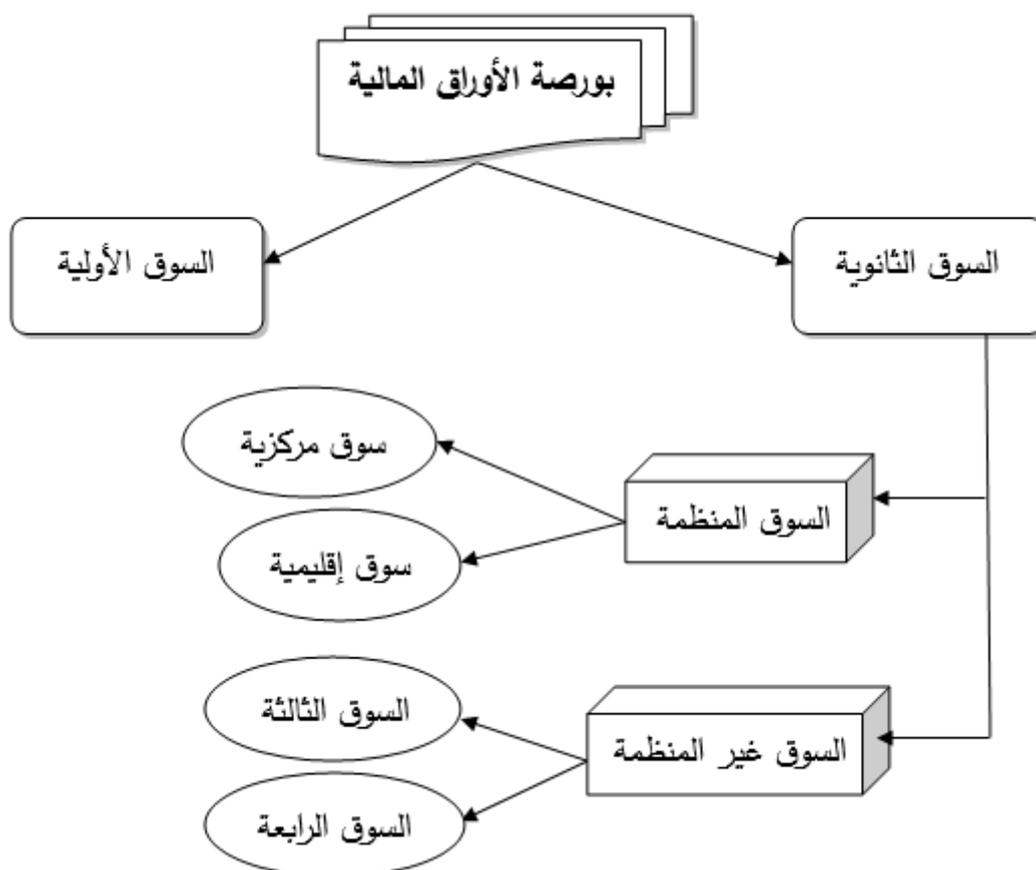
- عزيزة بن سميحة، مرجع سابق، ص: 77.

- أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص: 38.

² - عزيزة بن سميحة، المرجع نفسه، ص: 78.

³ - منير إبراهيم هندي، المرجع نفسه، ص: 134.

الشكل رقم (07): أقسام بورصة الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات السابقة

الفرع الثالث: شروط قيام بورصة فعالة للأوراق المالية

من أجل إقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توفير العديد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

أولاً. وجود هيكل مؤسسي منظم؛ فالبورصة حتى تصبح فعالة وفاعلة يتعين أن يكون لها مكان محدد ومعروف عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل، كما يستلزم أن يكون من السهل الوصول إليه بكافة الوسائل العامة والخاصة، وأن تكون مساحة مبنى البورصة متسعة وواسعة لتسهيل إجراء العمليات بداخلها، كما أنه لابد أن يشمل هذا الهيكل على وجود هيئة رسمية (حكومية) تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وتهيئ

المجال للتدخل السريع الحاسم لتصحيح أية معاملات غير سليمة أو لحماية السوق والمتعاملين من أية أخطار، وتوقيع الجزاء أو العقاب الفوري على من يخالف اللوائح والتعليمات والقوانين، وبالمختصر المفيد فهي تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق¹.

ثانياً. توفر الإطار التشريعي المرن والقادر على الاستمرار والتكيف مع المستجدات والمتغيرات الاقتصادية، وعلى تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال مع توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل².

ثالثاً. توفير نظام فعال للاتصالات؛ حيث يتعين على البورصة أن تكون مجهزة من حيث أجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات بوسائل وقنوات اتصال فعالة، توفر للمتعاملين فيها معلومات دقيقة وسريعة على كل ما يرتبط بنشاط البورصة سواء ما يتعلق بنوع الأوراق المتداولة فيها، أو حجم ومقدار الصفقات وأسعارها، إضافة إلى الظروف المحيطة بالسوق والمؤثرة في مقدار العرض والطلب عليها في الحاضر والمستقبل، فكلما تيسر أكثر نشر المعلومات سادت الشفافية في البورصة وهو ما يؤدي إلى تعميق ثقة الجمهور بعمليات البورصة وبالتالي استقطاب مشاركة أوسع منهم.

رابعاً. من بين المتطلبات الأساسية لإقامة بورصة الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات مواصفات ومزايا تتمثل في اليسر وانخفاض المخاطر، فتعري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

خامساً. توفير مناخ استثماري ملائم؛ ويعني ذلك أن الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم تؤثر بشكل كبير في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، مما يفسح مجالاً

¹ - مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 32.

² - بن إبراهيم الغالي، وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص: 97.

واسعا للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية وكذلك توافر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة والفاعلية، كل ذلك يسهم بدوره في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا عما توفره من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية¹.

سادسا. توفر السيولة؛ وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة وبسعر محدد ومعروف؛ أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية².

المبحث الثاني: الأصول المتداولة في بورصة الأوراق المالية

يقوم نشاط بورصة الأوراق المالية على تعاملات الشركات والمؤسسات والأفراد في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية، حيث تمثل الورقة المالية في جوهرها عقدا بين المؤسسة أو الحكومة المصدرة لهذه الورقة وبين المستثمر؛ يتم بموجبه تحديد حقوق وواجبات وامتيازات الطرفين، وتعد الأسهم والسندات أكثر الأوراق المالية شهرة وانتشارا على مستوى العالم³، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم أو لمدة عدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات⁴.

المطلب الأول: الأصول المالية الممثلة في الأسهم

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تعريف الأسهم وخصائصها ثم تسليط الضوء على أنواعها المختلفة في ضوء الفروع التالية:

الفرع الأول: تعريف الأسهم وخصائصها

أولا. تعريف الأسهم (لغة واصطلاحا)

¹ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 31-32.

² محمد علي سويلم، الصكوك المالية دراسة مقارنة، دار المطبوعات الجامعية، مصر، ط1، 2014م، ص: 69.

³ أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبية في شركات السمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، د.ط، 2008م، ص: 30.

⁴ صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، د.ط، 2014م، ص: 127.

1, الأسهم في اللغة: جاء في معجم مقاييس اللغة: السين والهاء والميم أصلان: أحدهما يدلُّ على تغيُّرٍ في لون، والآخِرُ على حظٍّ ونصيبٍ وشيءٍ من أشياء. فالسُّهُمَةُ: النصيب، ويُقال أسهمَ الرَّجُلانِ إذا اُفتَرعا، وذلك من السُّهُمَةِ والنَّصيبِ أن يُفوزَ كلُّ واحدٍ منهما بما يصيبه¹، ومنه قوله تعالى: ﴿ فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ ﴾ [سورة الصافات، الآية: 141]؛ أي قارع فكان من المغلوبين².

وجاء في الصحاح (السُّهُمُ) واحدٌ (السَّهَامُ)، والسُّهُمُ أيضا النَّصيبُ والجمع (السُّهُمَانُ)، و(سَاهَمَهُ) قَارَعَهُ، و(أَسْهَمَ) بَيْنَهُمْ أَفْرَعَ، و(اسْتَهَمُوا) اُفْتَرَعُوا، و(تَسَاهَمُوا) تَقَارَعُوا³.

2. الأسهم اصطلاحاً: عُرِّفت الأسهم بأنها: "أداة مالية تمثل مقدار ما أسهم به في رأس مال الشركة، المعبر عنه بصك لإثبات ملكية المساهم، له قابلية التداول، ذو خاصية الأجل الطويل، ويعطي لمالكة حقوقاً خاصة"⁴.

وعند الفقهاء: "السهم هو الحصة الشائعة في الشيء المشترك".

ويعرّفه الفقهاء المعاصرون بأنه: "الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت في صك له قيمة اسمية"⁵.

كما أن السهم عند علماء الاقتصاد يطلق ويراد به معنيان:

المعنى الأول: حق الشريك في الشركة؛ وقد عُرِّف بهذا المعنى بأنه: "حصة الشريك في الشركة، ممثلة بصك قابل للتداول".

¹ - أحمد بن فارس بن زكريا، مرجع سابق، ج3، ص: 111.

² - محمد علي الصابوني، صفوة التفاسير، دار الصابوني، القاهرة، ط1، 2009م، المجلد: 03، ص: 38.

³ - محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي، مختار الصحاح، مكتبة لبنان، لبنان، 2008م، ص: 134.

⁴ - بن إبراهيم الغالي، وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص: 151.

⁵ - محمد رواس قلعه جي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة، دار النفائس، لبنان، ط2، 2002م،

ص: 55.

الفصل الثاني: أسواق المشتقات المالية وآليات التداول

المعنى الثاني: الصك المثبت لهذا الحق؛ وعُرّف بهذا المعنى بأنه: "صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة*، أو إحدى شركات الأموال".

مما سبق يمكن القول بأن السهم في حقيقته وثيقة مالية (صك) تصدر عن شركة المساهمة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها*، وتُطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويُسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، ولهذا السهم قيمة اسمية، وقيمة إصدار، وقيمة دفترية، وقيمة حقيقية، وقيمة سوقية، وقيمة تصفية، وتوضيح ذلك فيما يلي:

1_ القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تُحدّد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة. ويمكن التوصل إلى هذه القيمة من خلال الصيغة التالية:

$$\text{القيمة الاسمية للسهم} = \frac{\text{رأس مال الشركة عدد الأ}}{\text{عدد الأسهم}}$$

*- **شركة المساهمة:** هي عقد على استثمار مال مقسوم على أسهم متساوية القيمة، قابلة للتداول، على ألا يُسأل كل شريك فيها إلا بمقدار أسهمه، وعلى أن يتولى إدارتها وكلاء منتخبون من قبل مالكي الأسهم. لمزيد من المعلومات يمكن الاطلاع على: **المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة:** محمد رواس قلعه جي، ص: 54.

** - يعطي تملك السهم للمساهم **حقوقاً** أساسية بصفته شريكاً فلا يجوز حرمانه منها أو المساس بها وتتلخص هذه الحقوق فيما يلي: حق الحصول على الأرباح المتحققة، حق الحصول على ما يوازي القيمة الحقيقية للسهم من موجودات الشركة عند حلها، حق التصويت في الجمعية العمومية، حق مراقبة أعمال الشركة ومحاسبتها، حق أولوية الاكتتاب إذا طرحت الشركة أسهماً جديدة. ومن **واجباته:** تسديد الأقساط الباقية عند الطلب، تحمل النفقات التي تتحملها الشركة في سبيل استيفاء الأقساط غير المدفوعة، تحمل ضمان الأضرار الناجمة للشركة نتيجة التأخر عن تسديد الأقساط في مواعيدها، وهذه الأضرار يقدرها الخبراء. للمزيد من المعلومات يُنظر: **المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة:** محمد رواس قلعه جي، ص، ص: 60-61. **والشركات في الشريعة الإسلامية:** عبد العزيز الخياط، ج2، ص: 100.

الفصل الثاني: أسواق المشتقات المالية وآليات التداول

2_ قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يُصدَر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها، ولا تجيز معظم الأنظمة أن تكون أقل.

3_ القيمة الدفترية: وتعبر عن قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة - بعد خصم التزاماتها - على عدد الأسهم المصدرة، أو بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي تشمل رأس المال المدفوع، والاحتياطات، والأرباح المحتجزة، على عدد الأسهم المصدرة، كما هو موضح في العلاقة التالية:

القيمة الدفترية = إجمالي حقوق المساهمين - حقوقهم الملكية - عدد قليل من المطلوبات - قيمة الموجودات تعدد الأسهم

4_ القيمة الحقيقية: وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة، بعد إعادة تقويمها وفقا للأسعار الجارية، وذلك بعد خصم ديونها.

5_ القيمة السوقية: وهي القيمة التي تتحدد للسهم في بورصة الأوراق المالية، وتتأثر هذه القيمة بالعرض والطلب.

6_ قيمة التصفية: وهي قيمة السهم التي من المتوقع أن يحصل عليها المساهم عند تصفية الشركة، بعد سداد حقوق الدائنين بما فيها حقوق حملة الأسهم الممتازة، ويمكن الوصول إلى هذه القيمة انطلاقا من المعادلة التالية¹:

قيمة السهم عند التصفية = المتحصل من بيع الأصول - المدفوعات لسداد الإلتزامات تعدد

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص، ص: 115-116.

- بن إبراهيم الغالي وآخرون، مرجع سابق، ص، ص: 161-162.

- عبد الرحمن بن عبد الله بن إبراهيم الخميس، المخاطرة في المعاملات المالية المعاصرة، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2010م/2011م، ص: 101.

ثانياً. خصائص السهم: للسهم خصائص عدة تميزه عن باقي الأصول المالية، يمكن إجمالها في النقاط التالية:

1_ التساوي في القيمة: فالأسهم متساوية القيمة الاسمية حسبما يحددها القانون؛ فلا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة، وتساوي قيمة الأسهم يقتضي تساوي حقوق المساهمين وتحديد مسؤولية الشركاء بحسب قيمة الأسهم وعددها¹.

2_ عدم قابلية السهم للتجزئة: بمعنى أنه لا يجوز أن يكون السهم مملوكاً لأكثر من شخص أمام الشركة، فإذا آلت ملكية السهم لأكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو غير ذلك، فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة، لذلك يتعين عليهم اختيار شخص واحد يمثلهم أمام الشركة مع اعتبار باقي الشركاء في السهم مسؤولين عن الالتزامات الناجمة عن هذه الملكية، ولعل الهدف من عدم تجزئة السهم هو تسهيل مباشرة الحقوق وأداء الواجبات المتبادلة بين المساهم والشركة².

3_ قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية: ومعنى ذلك هو إمكان انتقال ملكيته من شخص لآخر بأي طريق من طرق انتقال المالك؛ كالبيع والهبة، والوصية، والإرث، غير أن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول؛ منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين بالتصرف في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة، وذلك بقصد الحد من عمليات المضاربة غير الشرعية بالأسهم، وكذا تجنب قيام شركات وهمية، أو شركات غير جادة حيث يتخلص مؤسسوها من أسهمهم بنقل ملكيتها إلى الآخرين³.

¹ - محمد صالح حمدي، فقه المعاملات المالية، مركز التميز للبحوث والدراسات الاقتصادية، الجزائر، ط1، 2014م، ص:329.

² - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، السعودية، ط1، 1464هـ، ص:64.

³ - قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016/2015م، ص:113.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم باعتبارات مختلفة إلى عدة أنواع بيانها فيما يلي:

أولاً. أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها : تتنوع الأسهم من حيث هذا الاعتبار إلى أربعة أنواع وهي:

1_ الأسهم النقدية: وهي التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً، وهذه الأسهم قد تكون محررة؛ أي مدفوعة القيمة كلياً، وقد تكون غير محررة؛ أي دُفعت بعض قيمتها كالنصف مثلاً، حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزءاً منها ويكون مطالباً بالباقي، حيث لو صُفِّيت الشركة وعليها ديون مثلاً، طُوب المساهم بدفع المتبقى من قيمة السهم.

2_ الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تُعطى للشريك إذا قدّم حصته في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان؛ كأرض أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع، وهذه الأسهم لا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب¹.

3_ الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها خليطاً بين النقد والعين، كمن يساهم في رأسمال الشركة بعقار ومبلغ نقدي².

4_ حصص التأسيس: وهي صكوك خاصة ذات مردود مادي تمنحها الشركة للمساهمين بعد تقديمهم لشيء معنوي -وهو في نظر الباحثة عبارة عن منفعة- عادة ما يتمثل في براءة الاختراع، حيث تخول هذه الصكوك من منحت لهم الحق في نسبة من أرباح الشركة غير أن هذه الحصص لا تعتبر جزءاً من رأسمال الشركة، ولا يحق لأصحابها المشاركة في إدارة الشركة أو مداولاتها، بينما ينطبق عليها ما ينطبق على أسهم الشركة في التداول³.

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 117.

² - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 96.

³ - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 51.

الفصل الثاني: أسواق المشتقات المالية وآليات التداول

ثانياً. أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها القانوني : ويعني ذلك شكل السهم عند الإصدار وتتنوع بهذا الاعتبار إلى ثلاثة أنواع وهي:

1_ الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم مالکها وتثبت ملكيته لها وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم، ويقيد اسم المساهم في سجلات خاصة، تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، ويتم تداولها، ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.

2_ الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي يكتب عليها "حامله" ولا يذكر فيها اسم مالکها، حيث يعتبر حاملها مالکها لها، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة؛ أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري.

3_ الأسهم الإذنية أو لأمر: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالکها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريق التظهير، وذلك بأن يُدَوَّن البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري¹.

ثالثاً. أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: تتنوع بهذا الاعتبار إلى نوعين وهما:

1_ أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود إليه إلا عند فسخ الشركة، أو انقضائها بأي سبب من أسباب الانقضاء، ولا تُرد قيمتها إلى أصحابها في أثناء قيام الشركة².

2_ أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تُعطى للشريك عوضاً عن أسهمه التي رُدت إليه قيمتها في أثناء قيام الشركة -ويسمى رد قيمة الأسهم الاسمية لصاحبها بالاستهلاك أو إطفاء الأسهم-، حيث تدعو بعض الحالات إلى ذلك؛ كما لو كانت الشركة حاصلة على امتياز من الحكومة باستغلال مرفق من المرافق العامة مثلاً لمدة معينة، تصبح موجودات

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 17. وأحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 52.

² - دبيان بن محمد الدبيان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، مكتبة الملك فهد، الرياض، ط2، 2012م، ج13، ص: 159.

الشركة بعدها ملكا للدولة، أو كانت ممتلكات الشركة مما يتلف بمرور الزمن كشركات المناجم.

ففي مثل هذه الحالات تُرد الشركة إلى المساهم قيمة أسهمه، وتمنحه بدلا عن ذلك سهم تمتع، يخوله الحقوق التي لأسهم رأس المال، إلا في الأرباح واقتسام موجودات الشركة عند حلها، حيث يعطى مالك أسهم التمتع نصيبا من الأرباح أقل مما يعطى مالك أسهم رأس المال، كما لا يكون لمالك سهم التمتع نصيب في موجودات الشركة عند حلها، إلا بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم.

رابعاً. أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها: وتتنوع إلى نوعين وهما:

2_ الأسهم العادية: وهي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتخول حاملها حقوقاً منها:

- ◀ حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها.
- ◀ حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- ◀ حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها.
- ◀ حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
- ◀ حق الأولوية للاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
- ◀ حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريق البيع في السوق المالية أو غيرها من الطرق.
- ◀ حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
- ◀ حق الإطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

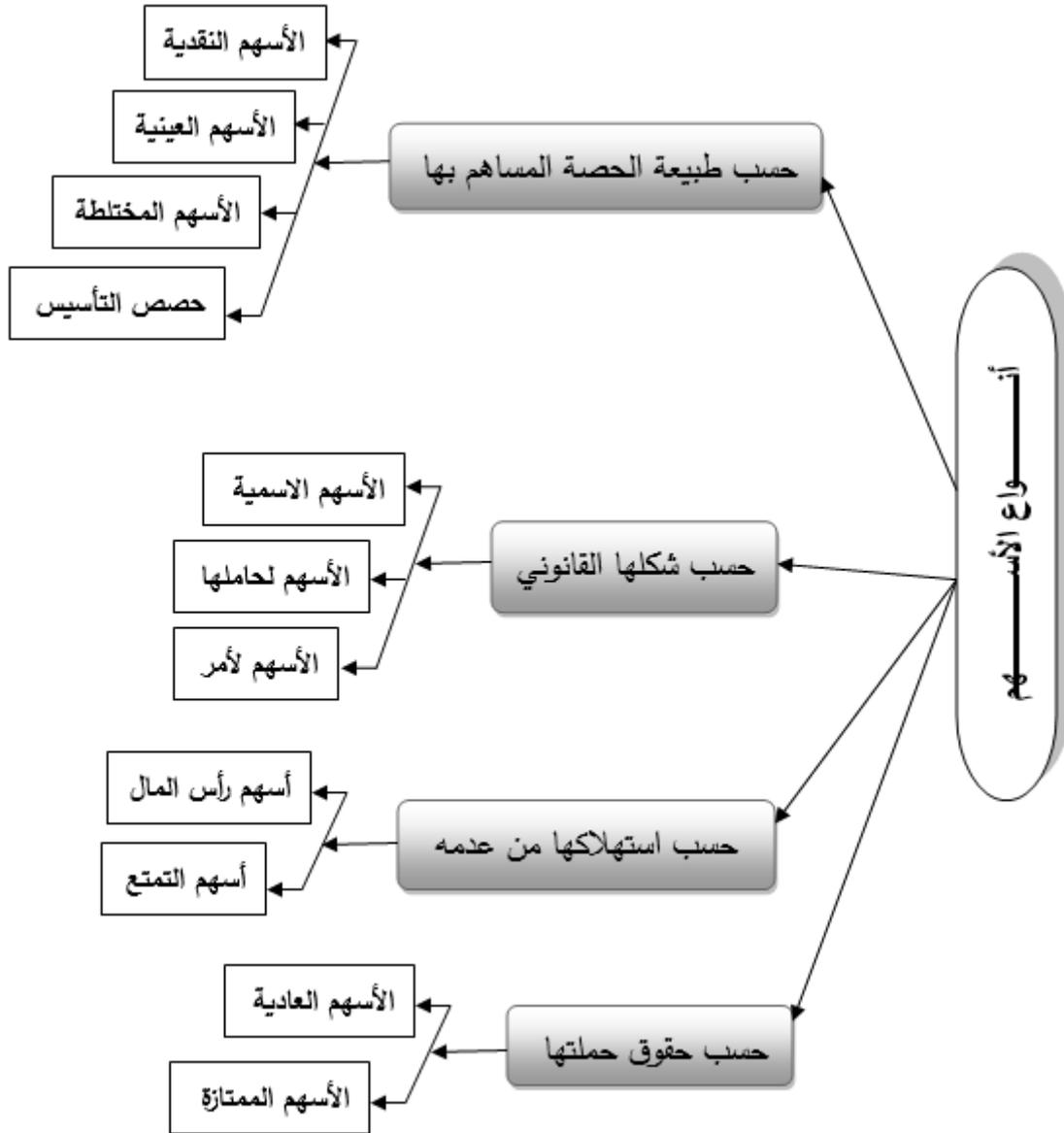
2_ الأسهم الممتازة أو المفضلة: وهي الأسهم التي يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية.¹

¹ مبارك بن سليمان، المرجع السابق، ص، ص: 119، 120.

الفصل الثاني: أسواق المشتقات المالية وآليات التداول

يمكن إيجاز تقسيمات الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية في الشكل الموالي:

الشكل رقم (08): أنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

الفرع الثالث: كيفية إصدار وتداول الأسهم

عند تأسيس شركة مساهمة، يجب على المؤسسين أن يحددوا في عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للشركة إصدارها، والقيمة الاسمية للسهم، ويعرف هذا الحد الأقصى برأس المال المرخص به Authorized .Capital

وإذا ما رغبت الشركة في الحصول على أموال لبدء نشاطها عن طريق أسهم فعليها أن تخطر هيئة بورصة الأوراق المالية بذلك، ويجب ألا يتجاوز عدد الأسهم المصدرة الحد الأقصى المرخص به، ويطلق على الجزء المصدر من رأس المال المرخص به رأس المال المصدر Issued Capital. وقد يتم بيع الأسهم المصدرة إلى مؤسسي الشركة أو لغيرهم من المستثمرين، فإذا تقرر عرض الأسهم المصدرة أو جزء منها للبيع للجمهور -سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها- فإنه يطلق على ذلك طرح الأسهم للاكتتاب العام،

ويستلزم للقيام بطروحات الاكتتاب العام وبيع الأسهم للمستثمرين من الأفراد والمؤسسات أن تقوم الشركة المصدرة بالاستعانة ببنوك الاستثمار وشركات السمسرة والترويج وتغطية الاكتتاب، حيث تقدم بنوك الاستثمار خدمة النصح والتوجيه للشركات حول ما إذا كان من الأفضل توفير التمويل اللازم بإصدار أسهم عادية أو أدوات دين كالسندات أو الائتين معاً، كما تقدم بنوك الاستثمار أيضاً المشورة بشأن تحديد توقيت الإصدار، وتساعد الشركات في عملية طرح الأسهم للاكتتاب العام، كما تساعد في بيع الأسهم للشركات ومديري الصناديق وغيرها من المؤسسات.¹

بعد إصدار الأسهم يجري التداول عليها بالبورصة، وتتحرك أسعارها وفقاً لحركة العرض والطلب في السوق؛ أي ما يرغب المشترون في دفعه وما يريد البائعون قبوله، وقد تقوم الشركة المصدرة أحياناً بشراء جزء من أسهمها وذلك لأسباب مختلفة، كأن ترى بأن سعر سهمها أقل من قيمته الحقيقية، أو أن لديها فائضاً نقدياً وتعتقد أنه من الصواب استثماره في أسهمها المصدرة المتداولة في السوق، ويطلق على ذلك أسهم الخزينة، وهي

¹ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص: 38.

أسهم انتقلت ملكيتها من الجمهور وأصبحت في حوزة الشركة، ولا تتمتع أسهم الخزينة بحق التصويت في مجلس الإدارة، أو بالحق في الحصول على أي توزيعات للأرباح، فهي مجرد أسهم محفوظة في خزينة الشركة. أما الأسهم المصدرة التي لا تزال في حوزة المستثمرين فإنه يطلق عليها الأسهم القائمة أو المتداولة¹.

المطلب الثاني: الأصول المالية الممثلة في السندات

يمكن تناول هذا النوع من الأصول المالية التي تمثل حق الدائنية من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها

أولاً. تعريف السندات

1_ السندات في اللغة: جاء في المعجم الوسيط: **السَّنْدُ: مَا قَابَلَكَ مِنَ الْجَبَلِ وَعَلَا عَنِ السَّفْحِ، وَالْجَمْعُ أَسْنَادٌ؛ وَهُوَ كُلُّ مَا يَسْتَنَدُ إِلَيْهِ وَيُعْتَمَدُ عَلَيْهِ مِنْ حَائِطٍ وَغَيْرِهِ، وَمِنْهُ قِيلَ لَصَاكُ الدَّيْنِ وَغَيْرِهِ: سَنَدٌ**².

2_ السندات في الاصطلاح: عُرِّفت السندات بتعريفات عدة نذكر منها ما يلي:

السند عند الفقهاء: "وثيقة تثبت حق شخص مخصوص في شيء مخصوص. ونريد بالسند هنا: وثيقة بقرض طويل الأجل ذات قيمة اسمية، قابلة للتداول، تعطي صاحبها حق استرداد القيمة التي سجلت عليها، وحق الحصول على فائدة محددة عنها"³.

السند في اصطلاح علماء القانون التجاري هو: "قرض طويل الأجل تتعهد الشركة المقترضة بموجبه أن تسدد قيمته في تواريخ محددة"⁴.

كما عُرِّف السند أيضاً: على أنه أداة أو صك مديونية طويلة الأجل قابلة للتداول، تلتزم حاملها بإقراض الجهة المصدرة للسند (حكومات، بلديات، شركات، منظمات، مؤسسات

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص: 40.

² - مجمع اللغة العربية، **المعجم الوسيط**، مكتبة الشروق الدولية، مصر، ط4، 2004م، ص: 454.

³ - محمد رواس قلعه جي، مرجع سابق، ص: 66.

⁴ - محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص: 213.

مالية، وغيرها من المؤسسات الأخرى)، وبالمقابل يلتزم مصدر السند في تواريخ الاستحقاق* بدفع القيمة الاسمية للسند بالإضافة إلى فوائد دورية يتم تحديدها على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند¹.

وقيل أن السند أداة مالية تعبر عن قرض ممثل في أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول، تمثل ديناً على مصدرها وحققاً لمالكها في الحصول على دفعات مالية محددة (في الزمن والقيمة) وله في نهاية المدة الحصول على قيمة القرض².

يفهم من هذه التعريفات أن السند عبارة عن صك أو ورقة مالية ذات قيمة نقدية قابلة للتداول، تصدرها الحكومات والشركات للاقتراض من الأفراد والمؤسسات للحصول على السيولة النقدية اللازمة لتنفيذ خططها وأهدافها المرسومة، مع التعهد بدفع فائدة ثابتة دورية بالإضافة إلى القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق.

ثانياً. خصائص السندات: تعتبر السندات إحدى الأوراق المالية المتداولة بكثرة للمزايا التي تمتلكها، وهذه المزايا جعلت منها أداة مهمة في البورصة والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

- ✓ تمثل السندات ديوناً في ذمة الجهة المصدرة لها (حكومة، شركة، مؤسسة)، وحاملها دائماً لتلك الجهة، فإذا أفلسَت الشركة اشترك حامل السند مع بقية الدائنين في قسمة أموال الشركة.
- ✓ يعطي السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة، وحق استرداد قيمة السند في أجل الاستحقاق.
- ✓ حق الأولوية؛ في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها تُمنح الأولوية لحملة السندات في استيفاء قيمة السندات قبل الأسهم؛ وذلك باعتبارهم دائنين للمؤسسة.

*- تتراوح تواريخ استحقاق السندات في العادة ما بين 1-30 سنة، وفي بعض الأحيان تمتد إلى 100 سنة. للاستزادة يُنظر: آليات التداول وإدارة مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، محمد سامي علي الظهراوي، ص: 126.

¹- محمد سامي علي الظهراوي، المرجع نفسه، ص: 126.

²- بن إبراهيم الغالي وآخرون، مرجع سابق، ص: 188.

- ✓ يعتبر السند أداة مالية قابلة للتداول في البورصة بالطرق التجارية كالتظهير والمناولة مثله مثل الأسهم.
- ✓ تُصدر السندات بالقيمة الاسمية وبقيم متساوية، وهي غير قابلة للتجزئة في مواجهة الشركة أو الحكومة.
- ✓ للسندات أجل لاستيفاء قيمتها؛ وهذا الأجل قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا¹.

الفرع الثاني: أنواع السندات

تتنوع السندات إلى أنواع عديدة يمكن ذكر أشهرها وفقا للاعتبارات التالية:

أولا. أنواع السندات باعتبار جهة الإصدار : تنقسم السندات باعتبار مصدرها إلى نوعين رئيسيين وهما:

1_ السندات الحكومية: وهي عبارة عن سندات تصدرها الحكومات بهدف الحصول على الأموال اللازمة وخصوصا عندما تكون إيرادات الدولة أقل من المتوقع أو عندما تكون إيراداتها أقل من نفقاتها مما يترتب عليه عجز في الميزانية²، وهي صكوك متساوية القيم، بالإضافة إلى كونها أكثر أمانا ودافعا للاستثمار نظرا لتدني درجة المخاطرة فيها؛ لأنها مضمونة بسلطة الدولة، وذات سيولة عالية وكذلك فهي معفاة من الضريبة، غير أن معدلات الفائدة الممنوحة لها منخفضة قياسا بفوائد السندات الأخرى، ويتم تداولها بالطرق التجارية، وتكون دائمة أو مستهلكة³. ومن أمثلة السندات الحكومية ما يلي:

1.1_ سندات الخزينة أو أنونات الخزنة: وهي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير؛ وهو في العادة ثلاثة أشهر، وتطرحها للاكتتاب فيها بطريقة المعطاءات. وتتمتع

¹ - رشيد درغال، التكامل الوظيفي بين المصارف الإسلامية وأسواق المال ودوره في التنمية، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2010/2011م، ص: 200. وفؤاد بن حدو، الاقتصاد الإسلامي وما بعد الأزمة المالية العالمية دراسة مقارنة مع الأنظمة الوضعية، ألفا للوثائق، الجزائر، ط1، 2018م، ص: 275.

² - محمد سامي علي الظهراوي، مرجع سابق، ص: 133.

* - السندات الدائمة: هي التي لا تحدد الحكومة تاريخا لسدادها، ولكن أصحابها يحصلون على فوائد ثابتة ومحددة كل سنة أو ستة أشهر. وأما المستهلكة: فهي التي تحدد الحكومة أجلا لتسديد قيمتها. يُنظر: موسوعة المصطلحات

الاقتصادية والإحصائية، عبد العزيز فهمي هيكل، دار النهضة العربية، لبنان، ط1، 1986م، ص، ص: 100-101

³ - رشيد درغال، مرجع سابق، ص: 201.

هذه الأذون بدرجة عالية من السيولة؛ لأنها قصيرة الأجل ومضمونة، فليس ثمة خطر من عدم الوفاء بقيمتها، ولأن البنك المركزي على استعداد دائم لتحويلها إلى نقود عن طريق إعادة خصمها، ولهذه الاعتبارات تقبل عليها البنوك التجارية برغم ضآلة ما تدره من دخل¹.

2.1_ شهادات الخزنة: وهي تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين، ولا تتجاوز مدتها العام الكامل².

3.1_ سندات البلدية: وهي عبارة عن السندات التي تصدرها الحكومات المحلية بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عمليات التنمية، وفي الغالب يتم إصدار هذا النوع من السندات بفائدة ثابتة تستحق الدفع في تاريخ مستقبلي معين، وتتسم هذه السندات بخاصية الإعفاء الضريبي شرط أن يكون حامل السند مقيماً في الدولة المصدرة له.

4.1_ سندات حكومية بعملات أجنبية: وهي عبارة عن سندات يتم إصدارها بعملة الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار، غير أن الجهة المصدرة قد تكون شركة أو حكومة أجنبية (كأن تقوم شركة يابانية تعمل في بريطانيا بإصدار سندات مقومة بعملة الباوند البريطاني)، وفي العادة يخضع هذا النوع من السندات لشروط وتعليمات الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار³.

2_ السندات الأهلية أو سندات الشركة: وهي السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، وأهم ميزة لهذه السندات بالنسبة للمستثمر هي أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، وبالمقابل فهي أكثر تعرضاً لمخاطر الائتمان من حامل السند الحكومي، وذلك ناجم على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية.

وقد قسم فقهاء القانون السندات التي تصدرها الشركات إلى عدة أنواع وهي:

¹ - محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص: 214.

² - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 213.

³ - محمد سامي علي الظهراوي، مرجع سابق، ص: 135.

- 1.2_ السند العادي: وهو صك يصدر بقيمة اسمية محددة، هي ذاتها التي يدفعها المكتب عند الاكتتاب. وعند نهاية مدة القرض يسترد ذلك المكتب قيمته الاسمية، ويحصل على فائدة ثابتة عن هذه القيمة.
- 2.2_ السند المضمون: وهو مثل السند العادي، إلا أن هذا السند متعلق بتقديم الضمانات العينية برهن رسمي على عقارات ومنقولات الشركة، أو برهن شخصي مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك.
- 3.2_ السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار: وهو عبارة عن السند الذي تصدره الشركة أو المؤسسة بمبلغ معين يسمى: "سعر الإصدار" وتتعهد برد المبلغ عند الاستهلاك بسعر أعلى مضافا إليه علاوة تسمى: "علاوة إصدار" فمثلا لو كانت القيمة الاسمية للسند مائة دينار، وتكفي الشركة بقيام المكتب بدفع تسعين دينارا، فالشركة تتنازل عن الفرق بين القيمتين والذي يسمى: "علاوة الإصدار"، وتقوم عند حلول الأجل برد القيمة الاسمية كاملة، فكأنها اقترضت تسعين دينارا إلى أجل على أن تدفعها مائة دينار، وعلى أساس القيمة الاسمية تحسب الفوائد السنوية.
- 4.2_ السند ذو النصيب: وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتب عند الاكتتاب، وهي ذاتها التي يُستند إليها في احتساب فوائد السند عند حلول أجله، إلا أن حامله قد يحصل على جائزة معينة لدى دخول سنده في اليانصيب وإجراء السحب عن طريق القرعة، ولا يسترد حامله شيئا عند الخسارة¹.

ثانيا. أنواع السندات باعتبار شكل الإصدار: والسندات بهذا الاعتبار نوعان:

- 1_ السند لحامله: وهو الذي لا يذكر عليه اسم الدائن، ويتعهد محرره دفع مبلغ معين في تاريخ معين، أو بمجرد الاطلاع لمن يحمل السند².

¹ - محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص، ص: 215-216. ومحمد صبري هارون، مرجع سابق، ص، ص: 215-216.

² - محمد صالح حمدي، مرجع سابق، ص: 333.

2_ السند الاسمي: وهو الذي يذكر فيه اسم صاحبه (الدائن)، وينتقل بطريق التسجيل (يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة)، وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا (الدين الأصلي والفائدة)، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، وأما الفائدة فيحصل عليها عن طريق الكوبونات* المرفقة بها، فتتزع منها بمجرد تحصيل فائدتها من البنك¹.

ثالثًا. أنواع السندات باعتبار الأجل: تقسم السندات بحسب طول أجلها إلى ثلاثة أنواع:

1_ سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عامًا واحدًا، وهذه السندات تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيًا، وهذا النوع من السندات يتم تداوله في سوق النقد.

2_ السندات متوسطة الأجل: وهي التي يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.

3_ السندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل، وهذا النوع من السندات يتم تداوله في بورصة الأوراق المالية.

رابعًا. أنواع السندات باعتبار الاسترداد: وهي على عدة أنواع منها:

1_ سندات دائمة: وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محددة والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذه السندات هو البيع في السوق، كما أن هذا لا يمنع المؤسسة المصدرة من شراء السند الذي أصدرته مباشرة من السوق.

2_ سندات ذات تاريخ محدد: وهي السندات التي ينص عند إصدارها على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد بأن يدفع المصدر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ

* الكوبون (Coupon): الورقة التي تحمل قيمة السهم أو السند، وهو شهادة تخول حاملها حق الحصول على فائدة عن سند معين. يُنظر: الموسوعة الاقتصادية، حسين عمر، دار الفكر العربي، القاهرة، د.ط، 1992م، ص: 388.

¹ - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 137.

الفصل الثاني: أسواق المشتقات المالية وآليات التداول

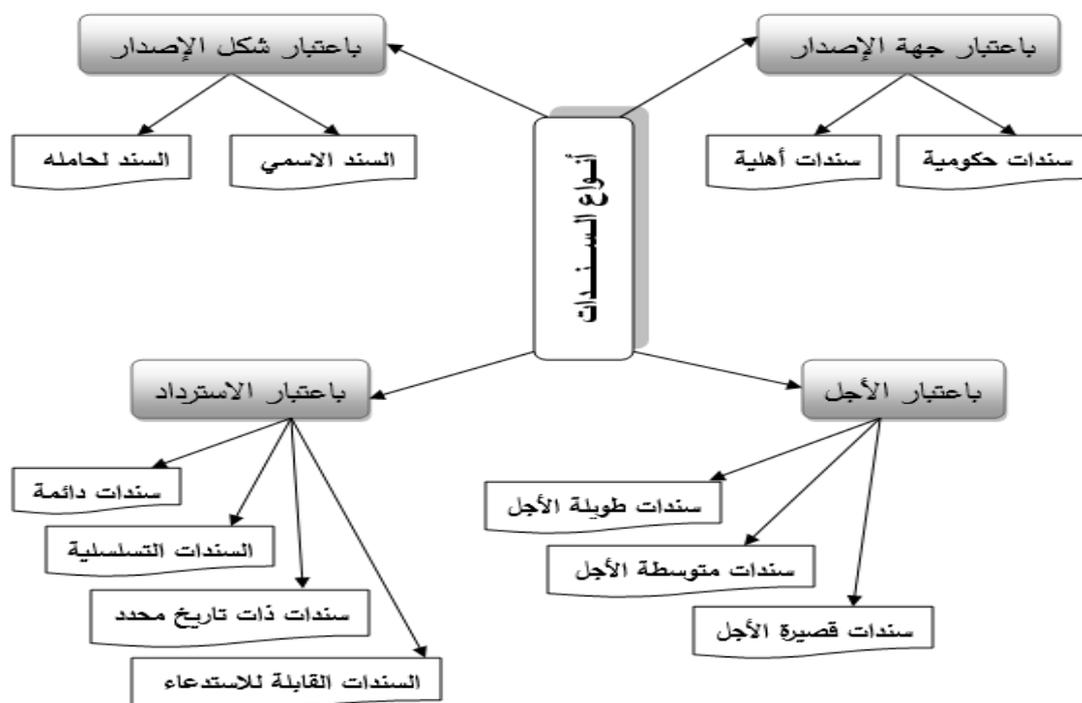
الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند بقبول الوفاء به قبل هذا التاريخ.

3_ السندات التسلسلية: وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي¹.

4_ السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي ينص في عقد الإصدار على حق المصدر في رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت مصلحة لها في ذلك. والغالب أن يتم استدعاء السند بقيمته الاسمية مع زيادة تسمى: "علاوة الاستدعاء"، بحيث تتناقص هذه العلاوة مع طول مدة الاستحقاق².

يمكن تلخيص أنواع السندات في الشكل الموالي:

الشكل رقم (09): أنواع السندات



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على ما سبق

¹ - قط سليم، مرجع سابق، ص: 101.

² - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 205.

الفرع الثالث: كيفية إصدار وتداول السندات

تتم عملية إصدار السندات عن طريق الاكتتاب العام، وتكون عادة بواسطة البنوك أو الشركات التي تُنشأ لهذا الغرض، وذلك في حالة احتياج الشركة إلى أموال جديدة لتوسيع مشاريعها، أو لمواجهة صعوبات مالية، ولا ترغب في زيادة أسهمها فتلجأ إلى الاستدانة بقروض طويلة الأجل عن طريق إصدار السند. فهو في حد ذاته عقد بين الجهة المصدرة والجهة المستثمرة، وبمقتضى هذا العقد يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محددة وسعر فائدة معين. فبعد الاتفاق على اقتراض الشركة عن طريق الاكتتاب العام الموجه إلى الجمهور من قبل الجمعية العامة لها، تتم الدعوة إلى الاكتتاب عن طريق نشرة يوقعها أعضاء مجلس إدارة الشركة وتشتمل بصورة عامة على البيانات التالية:

- قرار موافقة الجمعية وتاريخه.

- عدد السندات وقيمتها.

- تاريخ بدء الاكتتاب.

- موعد الاستحقاق.

- شروط وضمانات الوفاء.

- رأس مال الشركة والقدر المدفوع منه.

- ملخص لآخر ميزانية للشركة.

إلى غير ذلك من البيانات والتي يتم إعلانها في الجريدة اليومية، وعندما تُصدر السندات، فإنها تصدر بالقيمة الاسمية، ويتم التداول والتعامل بالسندات بعد الإصدار في السوق الثانوية، أي تباع وتشتري بواسطة السماسرة، وتقوم بيوت السمسرة بشراء أعداد ضخمة من السندات، ثم تُعطى للمساهمين بصورة مجزأة.¹

وبما أن السندات تتداول في بورصة الأوراق المالية فإن قيمتها الاسمية تتأثر بتغير سعر الفائدة في البورصة؛ حيث يؤدي ارتفاع معدل الفائدة في البورصة إلى انخفاض ثمن

¹ - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 139.

السندات، وانخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى ارتفاع ثمن السندات وذلك بسبب الفائدة الثابتة لها. وأثناء التعامل بالسندات يحصل حامل السند على القيمة الاستردادية للسند عند استحقاق الأجل، وعادة ما تكون هذه القيمة مساوية للقيمة الاسمية.¹

الفرع الرابع: الفرق بين السهم والسند

- بين السهم والسند فروق أساسية في حقيقة كل منهما، إلا أنه مع ذلك لا يخلو الأمر من نقاط التقاء وتشابه بينهما، لاسيما في الخصائص العامة، وبيان ذلك كما يلي:
- تتشابه الأسهم والسندات في أن كلاً منهما يصدر بقيم متساوية.
 - أن كلاً منهما لا يقبل التجزئة في مواجهة الشركة، فلو ورثت جماعة سندا أو سهما وجب عليهم اختيار شخص من بينهم ليمثلهم في التعامل مع الشركة.
 - كل من السند والسهم يمثل حقوقا تندمج بالصك المثبت لها، وتتداول بتداوله بالطرق التجارية.
 - أنهما يعتبران من المنقولات المعنوية التي تسمى بالقيم المنقولة.
 - أنهما يدران على صاحبهما دخلا دوريا.
 - أنهما يصدران عن طريق الاكتتاب العام، ولكل منهما قيمة اسمية وسعر في السوق.²

رغم التشابه الموجود بين الأسهم والسندات إلا أنه يوجد بينها العديد من الفوارق يمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- تعتبر السندات شهادة دين على الشركة المصدرة، أما السهم فهو جزء من رأس المال.
- يحصل حامل السند على نسبة الفائدة المحددة عند الاكتتاب بغض النظر عن ربح أو خسارة الشركة، أما المساهم فلا يستحق شيئا إذا لم تحقق الشركة ربحا.
- يتمتع المساهم بحقوق معنوية متنوعة منها حق المشاركة في إدارة الشركة أما حامل السند فليس له الحق في المشاركة في إدارة الشركة.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص: 139

² أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 99

- عند تصفية الشركة يحصل حامل السند على حقه قبل أن يحصل المساهم على أي شيء؛ لأن حامل السند يعامل معاملة المقرض وليس معاملة الشريك.
- من الناحية الشرعية يحكم على الأسهم من حيث الحل والحرمة تبعاً لنشاط الشركة المصدرة لتلك الأسهم، فتحرم المساهمة في الشركة ويحرم تملك أسهمها إذا كان الغرض الأساسي من الشركة محرماً، أما التعامل في السندات فهو حرام أصلاً لاشتمالها على الفائدة الربوية المحرمة، ولأن تداولها بالبيع والشراء من قبيل بيع الدين لغير من هو عليه، وهو غير جائز.
- تداول الأسهم مشروطة بتحول رأسمال الشركة إلى أصول (سلع وأعيان)، وبناء عليه لا تتداول الأسهم بمجرد الاكتتاب فيها؛ لأنها حينئذ بيع النقود بمثلها مع الزيادة، وإذا كان لا بد من التداول فيقع تداول السهم بقيمته الاسمية دون زيادة، أما السندات فتتداول بمجرد الإصدار.
- بما أن السند هو دين على الشركة، فإنه يشترط عادة على الشركة المصدرة شرط التساوي، وهو أن تمتنع الشركة المصدرة وحتى التسديد الكامل لجميع السندات من رهن الأموال والحقوق الثابتة التي تملكها حاضراً ومستقبلاً لصالح دائنين آخرين دون أن تدعى السندات المصدرة للإفادة من الضمانات نفسها والمعاملة المماثلة، ولا يتصور مثل هذا الشرط في الأسهم لاختلاف طبيعتها.
- الأسهم إما أن تكون مدفوعة (بالكامل أو جزئياً)، أو مكتتبة، أو مصرح بها، أما السندات فلا تكون إلا مدفوعة.
- السندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أي ينقلب الدين إلى مساهمة في رأس المال، أما السهم فلا يصبح سندا، أي لا تنقلب المساهمة ديناً، وتحويل السند إلى مساهمة في رأس المال من شأنه أن يعزز الموارد الذاتية للشركة¹.

¹ عبد الستار الخويلدي، الفروق الأساسية في المعاملات المالية الإسلامية (دراسة في ضبط الفروق في المصطلحات المالية والمصرفية المعاصرة)، معهد دبي القضائي، ط1، 2015م، ص: 100-101.

الفصل الثاني: أسواق المشتقات المالية وآليات التداول

يمكن تلخيص هذه الفروق في الجدول التالي¹:
الجدول رقم (05): مقارنة بين الأسهم والسندات

السند	السهم
<ul style="list-style-type: none"> • دين على الشركة. • حامل السند دائن للشركة بقيمة السند • عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة • حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين: تغيير الشكل القانوني للشركة، أو إدماج الشركة في أخرى. • حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد الاستحقاق السداد بالكامل. • حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية. • الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة. • حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.. 	<ul style="list-style-type: none"> • جزء من رأس مال الشركة • حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأس ماله. • ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون هناك خسارة. • حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة. • حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان. • عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة. • عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة. • للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات الخاصة بما يتعلق بسير العمل في الشركة.

المصدر: محمد الصيرفي، البورصات، ص:14.

¹ - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006م، ص:14. وزهير غرابية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 03/2015 /2016م، ص:55.

المبحث الثالث: طرق وآليات تداول المشتقات المالية ومخاطر التعامل بها
سيتم التعرف من خلال هذا المبحث على مختلف الإجراءات والخطوات الأساسية التي يتم من خلالها تداول المشتقات المالية في البورصة وكذا المخاطر التي تنجم عن استخدامها وفق مطلبين كالآتي:

المطلب الأول: آليات تداول المشتقات المالية

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية من قبل السماسرة وفق العديد من العمليات وانطلاقاً من مجموعة أوامر المستثمرين (البائعين أو المشترين) طبقاً لإجراءات محددة، لذلك سوف يتم في هذا المطلب تناول النقاط التالية:

الفرع الأول: أوامر بورصة الأوراق المالية

أولاً. مفهوم أوامر البورصة: يُقصد بأوامر البورصة تلك التي يصدرها وسطاء البورصة الذين يباشرون أعمالهم كوكلاء عن زبائنهم، وأوامر البورصة قد تكون أوامر للبيع أو أوامر للشراء، وهي بنوعها ملزمة للوسيط الذي لا يجوز له رفض الوساطة أو الرجوع عن تنفيذ الأمر¹. أو هي عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية ويحرر بشكل مكتوب أو شفاهي أو عن طريق وسائل الاتصال، يكون واضحاً ومتضمناً للشروط التالية:

- ◀ تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة.
- ◀ تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة.
- ◀ في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والأجل وفئة السند).
- ◀ في حالة الأسهم تحديد فيما إذا كان ممتازاً أو عادياً².

تختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه منعا لأي التباس قد

¹ - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 59.

² - مصطفى كولار وآخرون، مرجع سابق، ص: 69.

يحصل، فكل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط¹.

ثانيا. أنواع الأوامر: تتنوع أوامر البورصة إلى أربعة أنواع كما يلي:

1_ الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وفي هذه الحالة يتخذ العميل أحد المواقف التالية:

لـ قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالبيع أو الشراء بأحسن ما يكون أو بأفضل سعر، وفي هذه الحالة لا يتقيد السمسار بسعر معين، ولكنه يبذل قصارى جهده ليتم التعاقد وفقا لأفضل سعر، فإذا كان سعر الصك يتجه نحو الصعود سارع إلى الشراء عند فتح البورصة، وإن كان يتجه نحو الهبوط تمهل لكي يشتري قبل إغلاق البورصة مباشرة حتى يفوز في الحالتين بأحسن سعر، وهو أقل سعر عند الشراء وأعلى سعر عند البيع، ويلتزم السمسار بالتعاقد بأحسن ما يكون حتى في الحالات التي لا ترد فيها هذه العبارة في أمر البورصة، لأن ذلك مما يوجبه مبدأ حسن النية.

لـ قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر محدد، وفي مثل هذا الفرض يتقيد السمسار بهذا التحديد ما لم يتمكن من البيع بأعلى منه، أو الشراء بأقل منه حسب الأحوال على أساس أن المفهوم ضمنا أن العميل قصد أن يتعاقد السمسار بالسعر الذي عيّنه أو أحسن منه.

لـ وقد يترك العميل للسمسار تحديد السعر المناسب وفقا لتقديره؛ بحيث يكون للسمسار حرية تنفيذ الأمر مرة واحدة، أو توزيعه على عدة جلسات، أو عدم تنفيذه إذا رأى أن العملية ليست في صالحه أو أن السعر غير ملائم.

لـ وقد يُصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر الفتح، أو بسعر الإقفال، أو بمتوسط أسعار اليوم، أو بأي سعر يمكن الحصول عليه.

¹ - عزيزة بن سميحة، مرجع سابق، ص: 143.

2_ الأوامر المحدد لوقت التنفيذ: ويُقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً، أو أسبوعاً، أو شهراً، وقد يكون مفتوحاً لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه، وفي هذه الحالة يجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده، وإلا يصبح باطلاً ما لم يتفق على غير ذلك¹.

3_ الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه، وأمر بالشراء إذا صعد السعر إلى مستوى معين أو فوقه؛ وهذا لتحقيق ما يمكن تحقيقه من الربح أو لتجنب ما يمكن تجنبه من الخسارة، فمثلاً لو اشترى المستثمر سهماً عادياً بمبلغ 50 ديناراً، وكان السعر السوقي صاعداً إلى حد 65 ديناراً، وإذا كان الهدف هو الحصول على ربح مقداره 10 دنانير مثلاً، يمكن للمستثمر أن يصدر أمر توقف لسمساره عندما يبلغ سعر السهم 60 ديناراً.

وكذلك في حالة حصول الخسارة؛ فمثلاً لو أن سعر السهم السابق كان هابطاً، يمكن للمستثمر أن يصدر أمراً بوقف الخسارة لسمساره عندما يصل السعر إلى 45 ديناراً، خوفاً من هبوط الأسعار هبوطاً متوالياً حيث يترتب عليه ضياع جزء كبير من الثروة، هذا يعني أن أقصى حد من الخسارة يكون المستثمر مستعداً لتحمله هو 5 دنانير فقط، وليس أكثر من ذلك، ولذلك عندما يبلغ السعر 45 ديناراً فعلى السمسار أن يبيع السهم فوراً².

4_ الأوامر الخاصة: ومن أبرز أنواع الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف، وأوامر الإيقاف المحددة، ثم الأمر الذي يترك فيه للسمسار أن يتصرف بحرية حسبما يقتضي الحال.

1.4_ أوامر الإيقاف: ويقصد بها الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف:

1.1.4_ أوامر إيقاف تتعلق بالبيع: وفيها يكون لزاماً على السمسار تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، وإذا لم يتمكن السمسار من إبرام

¹ - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2008م، ص، ص: 130-131.

² - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 63.

الصفقة عند السعر المحدد واستمرت الأسعار بالانخفاض يكون السمسار ملزماً بتنفيذها عند أي سعر يمكن اللحاق به¹.

2.1.4_ أوامر إيقاف تتعلق بالشراء: وهي الأوامر التي يقوم السمسار بموجبها بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معيناً أو تعاداه، وتعتبر هذه الأوامر من أهم الأدوات في صفقات البيع على المكشوف، ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر أنها تمثل أداة للحد من تضائل هامش الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يتكبدها العميل، إلى جانب عدم حاجة المستثمر إلى مراقبة حركة السوق. أما عن أهم عيوبها فهي أنه إذا كان السعر المحدد قريب من سعر السوق فإن تغييراً مؤقتاً في السعر يعني تنفيذ الأمر، مما يعني إلحاق الضرر بالمستثمر بدلاً من حماية مصالحه. ومن ناحية أخرى إذا كان السعر المحدد بعيداً عن سعر السوق، فإن تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلاً، إضافة إلى ذلك فإنه طالما أن أمر الإيقاف يتحول إلى أمر سوق بعد أن يتعدى سعر السوق السعر المحدد في الأمر، فإن الأمر قد ينفذ عند سعر قد لا يكون مقبولاً للمستثمر، خاصة إذا ما كانت التغيرات السعرية سريعة.

2.4_ أوامر الإيقاف المحددة: وهي الأوامر التي يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع، وحداً أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه. ومن أخطر عيوب هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة (انخفاضاً في حالة البيع، وارتفاعاً في حالة الشراء)، بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد، في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يعني مضاعفة تضائل القيمة السوقية لما يملكه المستثمر من أوراق.

3.4_ أوامر التنفيذ حسب الظروف: والمقصود بذلك أن يُترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه. فقد تكون حرية السمسار مطلقة من حيث اختيار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أو بيعاً، وكذا توقيت تنفيذها. ويقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين يثقون بشكل كامل في كفاءة وأمانة

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص، ص: 154-155. وفواز صالح حموي، محمد رمضان إسماعيل، مرجع سابق، ص، ص: 154-155.

السماز وقدرته على الحكم. ومن مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للسماز، مما يمكنه من التصرف بسرعة لاستغلال الفرص المتاحة من دون انتظار أوامر محددة من العميل، كما أن العميل لا يشغل نفسه بمحفظه أوراقه المالية¹.

الفرع الثاني: التسعير في بورصة الأوراق المالية

أولاً. مفهوم التسعير: يُقصد بتسعير الورقة المالية في البورصة: تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الورقة عند بدأ التعامل على سهم معين، ويتم تدوين هذا السعر في لوحة الأسعار بالبورصة ليمثل: السعر الرسمي، ويسمى أيضاً بسعر البورصة، والذي يعرف على أنه: القيمة التي يبلغها أصل مالي أثناء إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة²، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعاً.

ثانياً. طرق التسعير: يتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم المتداولة في البورصة بطرق عدة تتفق في جوهرها ومضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات منها ما يلي:

1_ التسعير بالمناداة: ويتم ذلك بأن يجتمع مندوبو الوسطاء، أو الوسطاء أنفسهم ومعهم عروض البيع وطلبات الشراء، وذلك في صباح كل يوم داخل منطقة مُسيّجة، يقف وسطها دلال مختص ومعه جهاز مكبر الصوت، يُسهّل له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الأسعار على اللوحة المعدة لكل سهم، وعند افتتاح التعامل يكون كل سماز قد أخذ مقعده في مكان مخصص له، وعند ذلك يفتح الدلال المُسعّر باب المبادلة بالمناداة

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 156. وفواز صالوم حموي، محمد رمضان إسماعيل، مرجع سابق، ص: 155.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 173.

على سهم معين، مقترحا سعرا معيناً، يكون في العادة سعر الإقبال لذلك السهم في اليوم السابق، حيث يتم إبلاغ الموظف المختص بهذا السعر ليقوم بتدوينه في لوحة الأسعار، عند ذلك يبدأ الوسطاء الذين يحملون أوامر الشراء والوسطاء الذين يحملون أوامر البيع بالمناداة بصوت عالٍ؛ يقول الراغب في الشراء "أنا آخذ"، ويقول الراغب في البيع "أنا معي".

ونظراً للفوضى والضجيج المصاحب لهذه الطريقة فإن المتفاوضون يستعملون إشارة اليد للدلالة على مرادهم؛ وذلك بوضع الساعد أفقياً باتجاه الجسم في حال الشراء، وفي اتجاه عمودي في حال البيع، وفي هذه الأثناء يتم عقد صفقات مبدئية بين أولئك الوسطاء بالسعر المعلن فإن انقطعت الأصوات بعد ذلك تم اعتماد هذا السعر وتدوينه على اللوحة ليكون هو السعر الرسمي، وعند ذلك تتحول الصفقات المبدئية إلى عقود نهائية¹.

2_ تسعيرة المعارضة: وتقوم هذه الطريقة على أن يُدوّن في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يُطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة؛ حيث يهيئ المُسعّر سجلاً بناءً على البطاقات التي يتلقاها من الوسطاء، ثم يقوم بدراسة العروض وبناءً على ذلك يحدد سعر السوق بحيث يؤدي السعر المختار إلى تلبية أكبر عدد ممكن للعروض والطلبات².

3_ التسعير بالصندوق: ويُلبأ إليه عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة في بورصة الأوراق المالية، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، تقوم بعده لجنة السوق بفرز العروض والطلبات، ومن ثم تحديد أسعار الأوراق المالية.

4_ التسعير بالمقابلة: تقوم هذه الطريقة على تسجيل الأوامر في السجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتسمح بإجراء عمليات مراجعة

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 567.

² - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 69.

أو موازنة. وتجدر الإشارة هنا إلى أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، حيث جُهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب، دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويُغيّره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وقرّ نوعاً من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفاً في الصفقات كلما قلّ العرض أو الطلب، وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قلّ عرضها أو شراؤهم للأوراق التي قلّ الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة¹.

الفرع الثالث: خطوات تداول المشتقات المالية

هناك العديد من القواعد والتشريعات التي تم وضعها من قبل المشرّعين، والتي تخضع لها عمليات التداول في سوق المشتقات سواء أكانت بيعاً أو شراءً وتتضمن هذه الآليات الخطوات التالية:

1. في البداية يتعين على العميل أن يفتح حساباً لدى شركة الوساطة المالية (السمسار).
2. يقوم العميل بإيداع تأمين ابتدائي أو هامش ابتدائي، وهو يختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، ويتراوح ما بين 5% و10% من القيمة الكلية للعقد.
3. يعطي العميل لشركة الوساطة التي قام بفتح الحساب لديها أمراً بالاتصال بممثلها في بورصة العقود وتسجيل تفاصيل العملية المطلوبة منه في سجل رسمي.
4. بعد استلام السمسار لأمر المستثمر يقوم بإرساله لسمسار الصالة الذي يتعامل مع نفس شركة الوساطة التي تم فتح الحساب لديها.
5. في هذه الخطوة يقوم سمسار الصالة بنقل الأمر الذي استلمه إلى قاعة التداول، حيث يتم النداء في هذه القاعة شفويًا أو بإشارات اليد، يخاطب فيه ممثل البورصة

¹ - عزيزة بن سميّة، مرجع سابق، ص: 143.

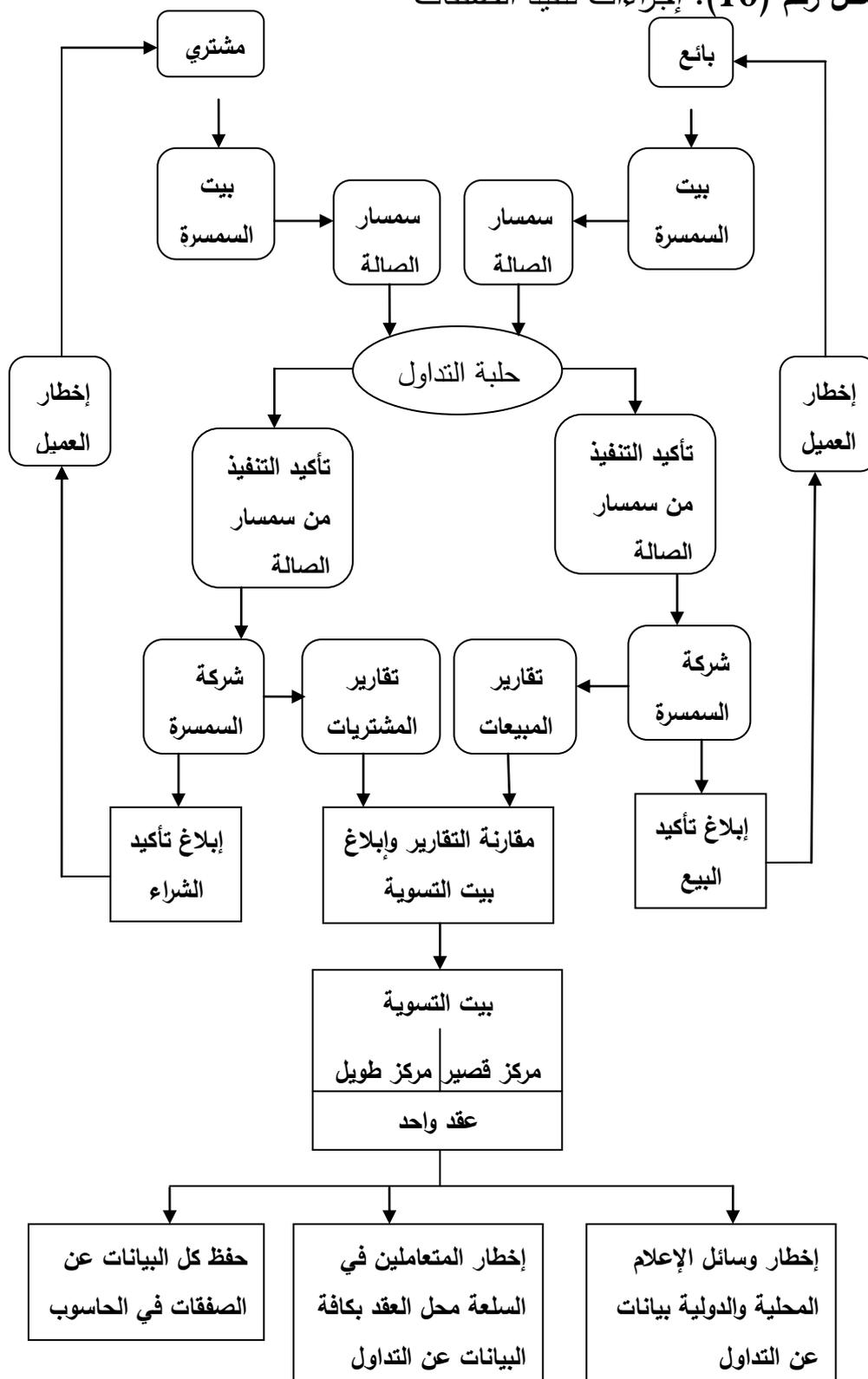
- السماسة والتجار الذين يرغبون في أخذ مركز مضاد (شراء مثلا إذا كان الأمر الصادر من العميل هو أمر بيع)، ويسمى هذا الأسلوب بأسلوب أو "نظام المناداة"، وهناك أسلوب التداول الإلكتروني والذي أخذت به العديد من البورصات، وفيه يتولى السماسر إدخال الأمر في النظام بغرض تنفيذه.
6. إذا تم تنفيذ أمر العميل يقوم ممثلو شركة الوساطة المالية الموجودين في البورصة بإخطار الشركة بتنفيذ الأمر الصادر إليهم، ومن ثم تقوم الشركة بالاتصال هاتفيا بالعميل لتعزيز عملية التنفيذ.
7. بعد ذلك يقوم كتبة الصالة بعملية جمع للأوراق التي تعبر أو تدل على الصفقات التي تم إبرامها، ومن ثم تسليمها فيما بعد إلى مندوب غرفة المقاصة، وعلى أساس تلك البيانات تقوم غرفة المقاصة، والتي تعد وسيطا وضامنا لكل عملية تعاقد؛ حيث تضمن للمشتري قيام البائع بالوفاء بالتزاماته، وتضمن للبائع التزام المشتري في الوفاء بالتزاماته، وتقوم بتسجيل جميع المعلومات.
8. تقوم غرفة المقاصة بالإعلان عن تفاصيل آخر صفقة تمت من خلال لوحة الإعلانات وتكون مثبتة على حائط غرفة التعامل، ويتم إرسال برقيات لمكتب الخدمة الإعلامية لنتم إذاعة بيانات آخر صفقة على النطاق المحلي والعالمي، وإبلاغ بيوت الوساطة المحلية والعالمية بتلك البيانات¹.

¹ - عبد الرحمن بن عبد الله بن إبراهيم الخميس، مرجع سابق، ص: 197.

- محمد داود عثمان، وعز الدين عنانزة، مرجع سابق، ص: 95.

- محمد سامي علي الظهراوي، مرجع سابق، ص: 349.

الشكل رقم (10): إجراءات تنفيذ الصفقات



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات -، ج2، ص:133.

المطلب الثاني: مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات

إن مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية كبيرة جداً، رغم أنها وجدت في الأصل للتحوط وإدارة المخاطر، غير أن طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، وفيما يلي أهم المخاطر التي يمكن أن تتجم عن التعامل بالمشتقات المالية.

الفرع الأول: المخاطر التقليدية

وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود والأدوات المالية الأخرى، والتي يمكن إجمالها في المخاطر التالية:

أولاً. المخاطر السوقية: وتتعلق هذه المخاطر أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات المالية والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد¹، فالمشتقات المالية أدوات حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق؛ وبذلك فإن أي تغيير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغيير كبير في قيمة الأداة المشتقة، وتكون هذه التغيرات في القيمة داخل السوق نتيجة لما يلي:

1. التقلبات في مستوى الأسعار كنتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بالأداة المالية المشتقة، مما يؤثر في قيمة عقود المشتقات المالية نفسها.
2. عدم التناسب بين مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عقود المشتقات، وبين مقدار الانخفاض أو الارتفاع في قيمة الأصول التي تحميها تلك العقود مع الأخذ في الاعتبار أن حجم التعامل في الأدوات المشتقة يفوق بمراحل حجم الأصول المرتبطة بها.
3. عدم المقدرة على تسهيل الأداة المشتقة بالتخلص منها عند الحاجة لذلك؛ بسبب وجود خلل في معدلات الطلب على تلك الأداة، أو بسبب عدم رغبة الطرف المتعامل معه استناداً على خلل في العقد ذاته².

¹ - إخلاص باقر هاشم النجار، الهندسة المالية الإسلامية، دار الأيام، عمان، ط1، 2019م، ص:85.

² - عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، مرجع سابق، ص:315.

كما قد تتجم تلك المخاطر عن نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور بعض الأصول وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال استمرار هذا التدهور، وإلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية؛ فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية.

ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صناع السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفرض على تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد. ومما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، وهو ما يسهل انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى¹.

ثانياً. المخاطر الائتمانية: وهي المخاطر الناجمة عن عدم وفاء أحد أطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد وتقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير.

وجدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يعد أكثر انتشاراً في الأسواق غير المنظمة مقارنة بالأسواق المنظمة، إذ لا توجد فيها غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد، وغني عن البيان أن المخاطر الائتمانية كانت ولا زالت من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المنشآت المالية والمصرفية².

ثالثاً. المخاطر التشغيلية أو التنظيمية والرقابية: وهي تلك المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المؤسسة نتيجة وجود ضعف تنظيمي في إدارة وتشغيل عقود المشتقات المالية داخل المنشأة نفسها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر

¹ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص:38.

² - عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص:97.

المالية للمنشأة¹، كما أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة، وقد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة.

كما أن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في سوق المشتقات المالية يمنع اكتشاف أي خطأ أو مشكلة من المشاكل التي يمكن أن تحول دون تحقيق الأهداف المنشودة من حياة عقود المشتقات المالية، ويرجع الفشل في هذه الحالة إلى عدم الفهم الكافي من قبل إدارة المنشأة للخصائص الاقتصادية لعقود المشتقات المالية مما يؤدي إلى تصميم غير مناسب لنظم الرقابة عليها، ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري أن لا يجمع شخص واحد بين الدورين معاً، للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها².

رابعاً. المخاطر القانونية: وهي المخاطر الناشئة عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلاً عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها، وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل.

أو هي تلك المخاطر الناشئة عن عدم تنفيذ العقد؛ وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول في التعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، أو إدخال تغيرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات³.

¹ - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، مرجع سابق، ص: 179. وإخلاص باقر هاشم النجار، مرجع سابق، ص: 85.

² - مؤيد عبد الرحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 39. وعيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، مرجع سابق، ص: 317.

³ - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 122. ومحمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص: 167.

الفرع الثاني: المخاطر الخاصة

وهي المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية أخرى إلا أنها أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة ونجد من ضمنها ما يلي:

أولاً. مخاطر الارتباط: وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة، وتنتج عن تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مالية مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.

ثانياً. مخاطر نسبة الحماية: وتعني نسبة الحماية قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها، ويتم حساب هذه النسبة عن طريق معرفة معدل التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق¹.

ثالثاً. مخاطر السيولة: وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة؛ أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات المالية، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة. وتشمل مخاطر السيولة عدم القدرة على إدارة الانخفاضات غير المخطط لها، أو التغيرات في مصادر التمويل وتسمى مخاطر سيولة التمويل، كما تنشأ أيضاً عن عدم القدرة على التعامل مع التغيرات في ظروف السوق التي تؤثر على تسهيل الأصول بسرعة وبأقل الخسائر في القيمة وتسمى مخاطر سيولة السوق، وجميع المؤسسات العاملة في مجال المشتقات تواجه هذين النوعين من مخاطر السيولة.

وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه

¹ - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، مرجع سابق، ص: 180. وإخلاص باقر هاشم النجار، مرجع سابق، ص: 86.

العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة¹.

رابعاً. مخاطر التسعير: يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة، ونماذج رياضية متقدمة وبخاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفاء لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.

خامساً. مخاطر الرفع المالي: يُقصد بالرفع المالي نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية، فإذا كانت درجة الرفع المالي في شركة ما مرتفعة فإن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلى انخفاض أكبر في صافي أرباحها، وهذه المخاطر ترتبط بحجم التمويل الخارجي أو الاقتراض والديون، وكلها تشكل عناصر التكاليف الثابتة لعملية التمويل. حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها². وبمعنى آخر التقليل من فعالية السياسة النقدية، فالمشتقات المالية تسمح لرجال ومؤسسات الأعمال بالتوسع في استخدام الرفع المالي وطلب القروض وتجاهل القيود التي تفرضها السياسة النقدية³.

الفرع الثالث: دور عقود المشتقات المالية في خلق الأزمات

فشلت المشتقات المالية في أداء دورها كأدوات فعّالة للتحوط، فكانت النتيجة نشوب الأزمة المالية العالمية، وحتى يتم التعرف على آلية الاضطراب والتقلب الناشئة عن المشتقات المالية وجب التطرق من خلال هذا الفرع إلى مفهوم الأزمة المالية، ومن ثم بيان دور المشتقات في تفاقمها وزيادة حدتها.

¹ عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، مرجع سابق، ص: 317-318.

² إخلاص باقر هاشم، مرجع سابق، ص: 87. ومصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، مرجع سابق، ص: 180.

³ طلال مزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2013/2014م، ص: 39.

أولاً. مفهوم الأزمة المالية

تعد الأزمة نتاج مجموعة من العوامل المتتابعة والمتراكمة تغذي كل منها الآخر إلى أن تصل إلى حالة الانفجار، ويمكن تعريف الأزمة بأنها: "انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار (فقاعة سعرية) مثلاً، والفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً؛ هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية"¹.

كما تعرف الأزمة من الناحية الاقتصادية بأنها: اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية، ثم تمتد هذه الانهيارات والتغيرات إلى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية الأخرى.

ومن الناحية المالية تعرف الأزمة بشكل خاص بأنها: انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي.

كما تعرف في الفكر الإداري على أنها: حالة طارئة أو حدث مفاجئ يؤدي إلى الإخلال بالنظام المتبع في منظمات الأعمال مما يضعف المركز التنافسي لها ويتطلب منها مخرجاً سريعاً واهتماماً كبيراً لمواجهة هذا الخلل².

ثانياً. دور المشتقات في تفاقم الأزمة المالية العالمية (2008م)

من المعلوم أن السبب المباشر الأول الذي أشعل فتيل الأزمة هو التعثر الكبير الذي شهده سوق القروض الممنوحة لتمويل شراء المنازل (الرهن العقاري) في الولايات

¹ - محمد حسن يوسف، الأزمة المالية العالمية لماذا تستعصي على الحل؟، الدار العربية للعلوم ناشرون، بيروت، ط1، 2013م، ص:14.

² - جامعة سانت كليمنتس العالمية، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، العراق، 2011م، ص، ص:20-21.

المتحدة بسبب عجز الكثير من المقترضين عن سداد ما عليهم من ديون، مع ما رافق ذلك من انخفاض في قيمة العقار الذي هو محل تلك الديون، ولكن الأمر لم يقف عند حد هذا القطاع بل تحول إلى أزمة عالمية يعتبرها البعض أسوأ اضطراب عرفه العالم بعد أزمة الكساد الكبير في نهاية العشرينات وبداية الثلاثينات من القرن الماضي.

فقد أشار كبار الاقتصاديين والمحللين ورجال الأعمال والساسة في الغرب إلى وجود عوامل أخرى ساهمت في تعقيد الوضع وتأزمه، حيث أضحت هذه الأزمة المضاربات في البورصات، والربا، والديون بامتياز، حيث أن المشتقات المالية كانت من بين أهم تلك العوامل، والتي أثارت الكثير من الجدل حولها خاصة بعد أن تحولت إلى مصدر كبير للمراهنة والمجازفة، حيث تطورت بشكل كبير جدا فتضاعف حجم هذه المشتقات بأكثر من ثلاث مرات خلال سنوات قليلة، حيث قفز من أقل من 100 تريليون دولار في عام 1998م إلى أكثر من 330 تريليون دولار في عام 2005م، وهو نمو لا يوازيه نمو أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي، وهذا النمو كان بفعل المراهنات حيث أن (97%) من هذا الحجم الهائل يستخدم لهذا الغرض، و (3%) فقط له صلة بأمر التقليل من المخاطر وهو الغرض الذي صممت من أجله هذه المنتجات¹.

ومما زاد الأمور تعقيدا أن جزءا كبيرا من تلك المعاملات تتم خارج إطار الأسواق الرسمية (المنظمة)؛ فعلى سبيل المثال نجد أن عقود المبادلات والخيارات باعتبارها أهم عقود المشتقات المالية يتم التفاوض عليها والتعامل فيها خارج إطار الأسواق المنظمة، الأمر الذي يجعل من الصعب مراقبتها ومتابعتها، بل يستحيل حتى فهمها الفهم الدقيق والشامل لجميع آلياتها وكيفية عملها رغم تضخم حجمها بدرجة تفوق جميع التوقعات.

وبذلك أصبحت دورات المال في القطاع المالي مستقلة تماما عن القطاع العيني، ولا تخدم الإنتاج في شيء، وإنما تخدم مصالح المضاربة وأغراض تحقيق الثروات من أقصر طريق ممكن². وهو ما أدى إلى تضاعف حجم الفقاعة خاصة خلال السنوات 2004م

¹ - أحمد مهدي بلوافي، أزمة عقار... أم أزمة نظام؟، بحث مقدم لمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي حول الأزمة المالية العالمية (الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ط1، 2009م، ص: 255.

² - محمد حسن يوسف، المرجع السابق، ص، ص: 19-20.

إلى أوائل 2007م إلى أن انفجرت في سنة 2008م، وقد تجلت مظاهر الأزمة المالية العالمية على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي:

_ الذعر والخوف والقلق والتخبط الذي أصاب الناس جميعا ومنهم على سبيل المثال: أصحاب المؤسسات المالية والقائمون على أمور الأسواق المالية، أصحاب مؤسسات الوساطة المالية، أصحاب الودائع في البنوك والمقترضون منها، الموظفون والعمال المهددون بفقد وظائفهم...

_ إفلاس وانهيار بعض البنوك والمصارف والمؤسسات المالية بسبب نقص السيولة وزيادة مسحوبات المودعين، واضطرار بعض الحكومات من خلال البنوك المركزية إلى إنقاذ ما يمكن إنقاذه؛ فقد انهارت مجموعة كبيرة من البنوك ذات المراكز العالية، حيث انهار (25) بنك في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الربع الأخير من عام 2008م، و(140) بنكا في عام 2009م، و(30) بنكا حتى منتصف شهر مارس 2010م.

_ تداعي عملاء البنوك لسحب وودائعهم مما أثر على حجم أصول البنوك فاضطرت الحكومات للتدخل بضخ مليارات الدولارات كقروض للبنوك لمواجهة طلبات السحب من قبل العملاء.

_ إفلاس بعض الشركات التي كانت تعتمد على صيغة التمويل بنظام القروض بفوائد. فقد الوظائف وارتفاع نسبة طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية وغيرها، وهو ما ألقى بالمزيد من الأعباء على ميزانيات الدول، وأوقف العديد من المشروعات الاستثمارية الجديدة، حيث ارتفعت معدلات البطالة بشكل لم يسبق له مثيل منذ أزمة 1929م. _ قيام بعض الدول بفرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في ميزانياتها بسبب ارتفاع ميزانية الدعم وتقديم المساعدات للشركات والبنوك المقبلة على الإفلاس. _ فقدان المقترضين لمنازلهم المرهونة بسبب القروض وأصبحوا في عداد المشردين والفقراء¹.

¹ - عمر ياسين محمود خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي"، 1-2 ديسمبر 2010م، عمان، ص: 08.

خلاصة الفصل الثاني

تعد الأسواق المالية أهم وسائل الاستثمار وتجميع المدخرات في المجتمع، فهي تساعد على انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، وهي بذلك تمكّن الشركات والسماصرة والأفراد من تحقيق رغباتهم من خلال إتمام المعاملات بيعة وشراء.

تنقسم بورصة الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما: السوق الأولية (سوق الإصدار)، والسوق الثانوية (سوق التداول). ويتم التعامل فيها من خلال تداول العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، ومنها الحديثة كالمشتقات المالية.

من الجدير بالذكر أن التعامل بالمشتقات المالية وتداولها يتم إما في الأسواق المنظمة والتي تخضع للقوانين واللوائح التي تحكم تعاملاتها، حيث تتصف عقودها بالتمطية (تكون شروطها موحدة من حيث أجلها وحجمها وشروط التسليم)، فهي بهذا الشكل تحقق ميزة التعامل في مكان واحد محدد تلتقي فيه كافة أوامر البيع والشراء، وذلك بواسطة جهات مختصة يطلق عليهم الوسطاء الماليون، وهم وكلاء بالعمولة عن كافة البائعين والمشتريين في السوق. وإما في الأسواق غير المنظمة، حيث أن العقود التي يتم تداولها في هذه الأسواق تخضع للمفاوضة في تحديد كافة بنودها بشكل شخصي ومباشر في آن واحد وفقا لاحتياجات طرفي العقد، فلا توجد جهة أو هيئة مسؤولة عن تنظيم أعمالها والرقابة على تداولاتها مما يجعلها مصدرا للعديد من المخاطر.

إذا كانت المخاطر عنصرا يلزم الاستثمار أيا كان مجاله، فإن هذه المخاطر تبلغ أوجها لدى الاستثمار في المشتقات المالية، والتي أدت إلى انفجار الأزمات المالية على غرار الأزمة المالية العالمية التي بدأت بالولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت العدوى إلى باقي دول العالم، والتي أدت إلى انهيار النظام المالي بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص، والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل.

الفصل الثالث:

المنظور الاقتصادي الإسلامي للمشتقات المالية

مَهَيِّدٌ

من خلال ما تم عرضه في الفصل السابق يظهر جليا قصور المشتقات المالية وعجزها عن تحقيق الأهداف المرجوة منها، بل وبرهنت الوقائع بما لا يدع مجالاً للشك على أن زيادة حجم المشتقات المالية المتداولة داخل البورصة وخارجها على حد سواء، أحد مسببات الأزمات المالية والاقتصادية في العالم، والتي امتدت آثارها إلى اليوم.

الأمر الذي جعل الكثير من العلماء والباحثين المتخصصين يتوسعون في دراسة هذه المنتجات المالية وتحليلها من الناحية الاقتصادية ومناقشتها من الناحية الفقهية، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الفصل وذلك من خلال ثلاثة مباحث كالاتي:

المبحث الأول: الانتقادات الموجهة للمشتقات المالية وأسواقها من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي

المبحث الثاني: الحكم الشرعي للتعامل بعقود المشتقات المالية

المبحث الثالث: ضوابط ومحددات الاستقرار المالي في الاقتصاد الإسلامي

المبحث الأول: الانتقادات الموجهة للمشتقات المالية وأسواقها من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي

إن الغرض الأساسي من إنشاء المشتقات المالية هو التغطية ضد المخاطر، إلا أنها في الواقع لم تكن كذلك فقد أدت إلى تصاعد المخاطر وزيادة موجة الاضطرابات المالية التي كان لها بعد عالمي كبير وترتب عنها آثار خطيرة ليس على الاقتصاد الأمريكي فحسب، بل امتدت إلى معظم دول العالم المتقدم والنامي على حد سواء، وهددت استقرار النظام المالي العالمي ككل، وغيرها من الأمور التي سيتم التعرض لها في هذا المبحث، وذلك من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى أهم الممارسات اللاأخلاقية التي تتم في بورصة الأوراق المالية لعل أبرزها ما يلي:

الفرع الأول: استفحال المضاربات الوهمية في أسواق الأوراق المالية

بداية لابد من بيان مفهوم المضاربة الوهمية، ثم توضيح العلاقة بينها وبين المخاطرة والمقامرة، وأخيرا التطرق إلى أنواع المضاربة وأضرارها.

أولا: مفهوم المضاربات الوهمية

المضاربة في البورصة تختلف تماما عن معناها في الاصطلاح الفقهي؛ فالمضاربة في البورصة وجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة يشتركون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كريح رأسمالي. ومن الملاحظ أن هدفهم هذا يتوقف على أمرين:

الأول: وجود فروق الأسعار بين البيع والشراء.

الثاني: زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل عليها

وبما أن معرفة هؤلاء بفروق الأسعار أمر تقديري يدخل في عدم التيقن والمخاطرة والمجازفة التي تقترب من المقامرة، دفعهم هذا الأمر إلى ابتكار أدوات مالية لتقليل المخاطر وزيادة عدد الصفقات وكمية الأوراق المالية المتعامل بها، ولزيادة سرعة تلك الصفقات لجؤوا إلى أساليب ملتوية لحث الآخرين على التعامل معهم؛ مثل ترويج الإشاعات الكاذبة والتأثير على حركة التداول لتسير وفق ما يحقق لهم الأرباح¹. وعلى ذلك عرف الاقتصاديون المضاربة بتعريفات عدّة حسب الزاوية التي ينظر إليها نذكر منها ما يلي:

_ هي بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معامل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية من ناحية أخرى².

_ هي التعاقد على عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها.

_ هي السعي وراء تحقيق فائض قيمة قصيرة الأجل بالاعتماد على فروق الأسعار مع الزمن

_ هي نشاط المتعاملين للتنبؤ بالحالة التنافسية العامة للسوق وتوجيهها لصالحهم.

_ هي عملية بيع أو شراء لا لحاجة راهنة، ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن التنبؤ بتغيرات قيم الأوراق المالية³.

ووفقاً لهذه التعريفات فإن كل من يقتني أوراقاً مالية أو يعقد عقداً باقتنائها أو بيعها مستقبلاً دون أن تكون له الرغبة في الإفادة من غلاتها السنوية المتوقعة ولكن بهدف

¹ _ شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 170.

² - محمود فهد مهيدات، مرجع سابق، ص: 09.

³ _ شعبان محمد إسلام البروراي، المرجع نفسه، ص: 171.

الاستفادة من صحة توقعاته بتغير قيمة هذه الأوراق المالية فإنه يكون مضاربا، ويسمى عمله هذا مضاربة.

من خلال عرض تعريفات المضاربة تم التطرق إلى مفاهيم كالمخاطرة والمقامرة، فما الفرق بين المضاربة وبين تلك المفاهيم؟ وهذا ما سنوضحه فيما يلي:

ثانيا: العلاقة بين المضاربة والمخاطرة والمقامرة

اختلف الباحثون والممارسون اختلافا كبيرا حول دور المضاربة في أسواق الأوراق المالية؛ فبينما يرى الكثيرون أنها أداة مبتكرة من أدوات المقامرة، يراها آخرون تؤدي دورا اقتصاديا إيجابيا بشأن توازن الأسعار وتغذية السوق بالسيولة، والتنبؤ بالأحوال الاقتصادية. ويقف آخرون موقفا وسطا قائلين: "أنها كملح الطعام قليل منه يفيد وكثيره يفسد الطعام".

فقد حاول البعض إبراز تعريفات واسعة للمضاربة من أجل توسيع مفهوم ونطاق المضاربة حتى يبتعدوا عن مأزق ما يحدث عمليا من مضاربات في أسواق الأوراق المالية، فحاولوا المطابقة بين المضاربة والمخاطرة التي توجد في كثير من الأنشطة الإنتاجية والتجارية خارج نطاق أسواق الأوراق المالية، وهذه المخاطرة هي قاعدة من قواعد الفقه الإسلامي "الغرم بالغنم". وقد رد على ذلك عدد من الكتاب الغربيين أكدوا على الفرق بين طبيعة المخاطر التجارية المقبولة وبين المضاربة التي تعتمد على تغير سعر السوق، وهو نفس المعنى الذي سبق أن أشار إليه الإمام ابن القيم بقوله: "المخاطرة مخاطرتان، مخاطرة التجارة وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح، والخطر الثاني: بخلاف التجارة مثل أن يبيع ما ليس عنده بقصد الربح. مثل البيع قصير الأجل. فبيعه بسعر ويشتره بأرخص منه فإن هذا الذي قدره قد يحصل كما قدره، وقد لا يحصل له فيندم، فصار من نوع الميسر والقمار، وليست هذه المخاطرة مخاطرة التجارة وإنما مخاطرة المستعجل بالبيع قبل القدرة على التسليم".¹

¹ _ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 84.

ولاختلاط مفهومي المخاطرة والمضاربة في ذهن البعض فإنهم ذهبوا للقول بأن :
"الادخار في حد ذاته يتضمن فكرة المضاربة، إذ أن المدخر عندما يقوم بشراء الأسهم
والسندات وحفظها انتظاراً لتحسن أسعارها أو الحصول على عائد مجز منها يأمل في
تحسن أسعارها وفي الاستفادة من الأرباح الناتجة عن ذلك. كما أن التوظيف مهما كان
ثابتاً فهو لا يخلو من عنصر المخاطرة التي هي أساس عمليات المضاربة".

ويؤدّ جليبرت (Gilbert) على هؤلاء بقوله: "إن حامل السهم الذي له الملكية في شركة ما
وبفترض إمكانية وجود الخسارة فإنه يتحمل مخاطرة تختلف اختلافاً واضحاً عن تلك التي
يتحملها المضارب في أسعار الأوراق المالية".

وواضح أن درجة المخاطرة أكبر في المضاربات منها في الأنشطة الإنتاجية والتجارية،
كما أن المخاطرة في القطاع الإنتاجي تكون دائماً ذات مردود إيجابي على مستوى النشاط
الاقتصادي بينما تكون المضاربة ذات أثر سلبي على النشاط الاقتصادي.

وأما فيما يخص العلاقة بين المضاربة والمقامرة فقد عرّف ريس (Rix) المقامرة
بأنها: "البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة". ومن هنا
جاء انطباع الناس (جمهور المتعاملين) بأن سوق الأوراق المالية مجرد ناد للقمار تجمع
فيه الثروات الخيالية في غمضة عين كما أن خسائر كاسحة يمكن أن تحل بالمتعاملين
في لحظات.

ونجد العذر للجمهور في اعتقاده هذا حيث أنه يطلع في الصحف على نتائج
المضاربات العنيفة في أسواق الأوراق المالية ، ويرى تحقيق الثروات الضخمة وحصول
خسائر هائلة دون أي تفسيرات اقتصادية لما يحدث، وعليه فإن الأمر أشبه تماماً
بالمقامرة.¹

كما تُعرّف المقامرة في أسواق الأوراق المالية بأنها : "عبارة عن وضع المال في عملية
مخاطرة وهمية اعتماداً على حدث عرضي"، ويرى أنه بهذا المفهوم لا توجد مقامرة في
أسواق الأوراق المالية إذ أنه لا توجد مخاطرة ولا ينتظر حادث عرضي إذ أن كل

¹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 86.

الاحتمالات محسوبة بدقة. ويريد كينز على ذلك بلقول: "إن القرارات البشرية التي ترتبط بالمستقبل على الصعيد الشخصي والسياسي والاقتصادي لا يمكن أن تكون مستوحاة بنتبؤ رياضي دقيق لأن القاعدة مفقودة لمثل هذا التنبؤ، إذ أن لانقلاب ميزان التفاضل الطبيعي آثارا مهمة وكذلك للعواطف والأمزجة والحظوظ وردود أفعال أشخاص آخرين".

ومن الجدير بالذكر أن الربط بين المقامرة والمضاربة عادة ما يكون لوجود عنصر الضرر في كليهما، ولأن المضاربة قد ارتبطت في أذهان الجمهور بالانتهازية والكسب غير المبرر نجد أن كثيرا من أنصار وجودها في سوق الأوراق المالية يعترفون بذلك، ويدعون إلى عمل ضوابط تحول دون هذه السلبيات، يقول أحد المحللين الاقتصاديين: "يجب وضع قواعد أصولية موضوعية للمضاربة تخرجها من مفهوم اليانصيب والمقامة لتقوم برسالتها في تأمين السيولة، كما يجب أن تراقبها الحكومة للحيلولة دون تلاعب بعض الأفراد بمقدرات البورصة، فتكون النتيجة الحتمية تسلط فئة على أخرى والرجوع إلى شريعة الغاب في المعترك الاقتصادي -ويضيف-: ينبغي على جمهور المتعاملين الابتعاد عن المضاربة على أساس الحدث النفساني كما لو كان الأمر يتعلق بشراء ورقة يانصيب أو بمقامة".

ويقول آخر: "أكثر الشرور أن تتحول السوق وبأكملها إلى سوق مضاربة ويصبح الاستثمار هو الاستثناء، وإذا ما تحولت المضاربة إلى مقامرة تبلغ ذروة خطورتها على الاقتصاد والمجتمع".

ويرى آخر: "أن المضاربة قد تحيد عن غرضها الأصلي فتتقلب إلى مقامرة إذا كان القائم عليها لا يعتمد على مسببات حقيقية، بل اعتمد على مجرد الحظ فالمضاربة عملية محكومة بقانون خاص لا يجب أن يكون للصدفة أي دخل فيها، فدراسة الأمور السياسية والاقتصادية والمالية أمر لا بد منه حتى تكون مضاربة سليمة وإلا كانت مقامرة"¹.

¹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 87.

ثالثاً: أنواع المضاربة وأضرارها

1_ أنواع المضاربة: هناك نوعان من المضاربة وهما:

مضاربة على الصعود: وفيه يقوم المضارب بالشراء لأجل عندما ينتبأ بارتفاع الأسعار، ثم يقوم بالبيع عندما تصدق توقعاته، والربح هو الفرق بين سعري الشراء والبيع مطروحاً منه المصاريف وعمولة السمسرة.

المضاربة على النزول: وفيها يقوم المضارب بالبيع لأجل (على المكشوف) متوقفاً هبوط الأسعار، فإذا صحت توقعاته وانخفضت الأسعار، يقوم بشراء ما سبق له بيعه، والربح هو فرق السعر مطروحاً منه المصاريف وعمولة السمسرة¹.

2_ أضرار المضاربة: تنتج عن عمليات المضاربة في أسواق الأوراق المالية العديد من الآثار السلبية على النشاط الاقتصادي، يمكن إيجازها على النحو التالي:

أ_ التأثير الضار على مستويات الأسعار: المفترض في أسعار الأسواق المالية أن تعبر وبحق عن المركز المالي الحقيقي للشركة مصدرة الورقة المالية، وعن الظروف الاقتصادية السائدة، وعن الطلب والعرض الطبيعيين إلا أن عمليات المضاربة تخل بالتوازن الحقيقي للأسعار، وذلك عبر الوسائل التالية:

◀ الإشاعات الكاذبة: والتي تستهدف رفع أو خفض الأسعار عن مستواها الطبيعي لتحقيق مصلحة خاصة اعتماداً على حساسية الأسواق تجاه هذه الإشاعات. ويوجه المضاربون المحترفون الأجهزة الإعلامية خاصة الصحف لتغذية الاتجاهات التي تخدم عملياتهم.

◀ عمليات الإحراج: وهو نوع من الاحتكار يتلخص في السعر لجمع وحبس الصكوك من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق حين لا يجد المتعاملون في هذه الصكوك ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها، الأمر الذي يجعلهم تحت ضغط هؤلاء المتحكمين ويجعلهم يخضعون للأسعار التي يقررونها.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص: 497.

◀ الأوامر المتقابلة: هذه العملية تنحصر في القيام بعمليات شراء يقابلها عمليات بيع متعادلة بقصد إيجاد حركة مصطنعة، فإن كان القصد رفع السعر زادت عمليات الشراء، أما إذا كان القصد خفض الأسعار فتزداد عمليات البيع. ونجاح هذه العمليات يتوقف على مهارة المضاربين في إخفاء أغراضهم وحجم الأسهم التي تحت تصرفهم.

◀ السيطرة على الجهاز الحكومي: يستفيد المضاربون من علاقاتهم مع المسؤولين في الجهازين التشريعي والتنفيذي حيث تعد التشريعات وترسم السياسات، وتتخذ القرارات التي من شأنها أن توجه حركة الأسعار نحو الوجة التي يريدون، كما يطلع هؤلاء المضاربون على أسرار الدولة، ويسبقون غيرهم في الإفادة منها وهكذا تؤدي عملية المضاربة عبر هذه الوسائل وغيرها إلى رفع أسعار بعض الأوراق المالية إلى مستويات يستحيل تبريرها اقتصاديا، ويعقب ذلك عادة بواحد ردة فعل قوية وشاملة تهبط بالأسعار إلى مستويات متدنية جدا¹.

ب_ زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي: تؤدي المضاربة في أسواق الأوراق المالية دورا مؤثرا في زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي وذلك لأن التقدير الناجم عن النفسية الجماعية يتعرض لتحولات شديدة ومفاجئة نتيجة استقرارات تحدثها في الرأي العام عوامل يكون تأثيرها الحقيقي على مردود المشروعات طفيفا أو منعدما. ولأن مثل هذه الاستقرارات التقديرية التي أحدثت هذه التغيرات لا تملك جذورا عميقة تسمح لها بالثبات، فسرعان ما يثور الشك حول استمرارية الوضع الجديد فتحدثت تغيرات أخرى في اتجاه مضاد. والنتيجة التي لا مفر منها لتقرير محترفي المضاربة بنجاح مشروع أو فشله، هي تغيير وجهات النظر إلى الغلات المنتظرة لمشروع معين، وتغيير وجهة نظر كل مستثمر في الاتجاه نفسه، ونتيجة لذلك لا يسلم النشاط الاقتصادي من موجات متتالية من التفاؤل الزائد والتشاؤم الزائد.

¹ _ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 93.

ولأن هذه الموجات المتزايدة من التفاؤل والتشاؤم نتجت عن حيل وأكاذيب وترويج إشاعات، فإنها تهز السوق بعنف ويصبح تحديد المشروعات المثمرة أمرا شديداً الصعوبة مما يؤدي إلى انصراف الاستثمارات عن مشروعات كان منتظرا أن تخدم الاقتصاد بإيجابية. وهذا ما حدث بالفعل في عام 1857م عندما بدأ المتعاملون في بورصة لندن في بيع استثماراتهم من الأسهم والسندات لتحقيق الأرباح بعد الصعود الكبير الذي وصلت إليه الأسعار بسبب المضاربات العنيفة، رغم أنه لم يكن هناك ركود أو كساد في النشاط الاقتصادي يستدعي سحب الأموال، وكان نتيجة حركة البيع هذه أن انهار السوق دفعة واحدة، وأسرعت البنوك في طلب قروضها، وتعثر تمويل المشروعات الجديدة، وساد الكساد النشاط الاقتصادي.

جـ دوران رأس المال بعيدا عن دورة الإنتاج : من أنواع التأثير الضار للمضاربة على النشاط الاقتصادي أنها تصرف جزءا من أصحاب رؤوس الأموال عن القيام بالعمليات الإنتاجية الحقيقية التي يتطلبها المجتمع من صناعة وزراعة وتعددين... الخ. وتجعلهم في انتظار الفرص التي قد تسنح من خلال تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم وريحوا من وراء ذلك ازدادوا تعلقا بالمضاربة، الأمر الذي يرسخ من دوران رؤوس أموال هؤلاء الأفراد بعيدا عن دورة النشاط الاقتصادي.

دـ الآثار السلبية على توزيع الثروة : ومن الآثار الضارة التي يمكن نسبتها إلى المضاربة أنها تؤثر سلبيا على نمط توزيع الثروة بين الأفراد، وذلك لأن رواج المضاربة يؤدي إلى تداول أموال ضخمة بين المتعاملين، ويستطيع كبار المضاربيين تدوير هذه الأموال لصالحهم مما يؤدي إلى إفلاس الآخرين وهم القاعدة الأكثر اتساعا¹.

¹ _ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص: 99.

الفرع الثاني: التحايل على الربا بالعقود الصورية

المقصود بصورية العقد هو أنه إذا كان اتفاق الطرفين في العقد ظاهريا فقط، وتحقق انتفاء الإرادة الحقيقية في أصل العقد، كان العقد صوريا؛ أي أن فيه مظهر العقد وصورته فقط لا حقيقته وجوهره¹.

وعرّفها الزحيلي بالقول: "يكون العقد صوريا إذا وُجِدَت الإرادة الظاهرة وحدها وانعدمت الإرادة الباطنة"². فالمقصود الذي شرع الله تعالى له البيع وأجله هو أن يحصل ملك الثمن للبائع ويحصل ملك المبيع للمشتري، ثم ينتفع كل منهما بما تملكه بالعقد بسائر أنواع الانتفاع المشروع، فيكون كل منهما حصل له مقصوده بالبيع.³ وعليه فإن كل عقد بيع لا يُقصد به نقل ملكية المبيع أو الثمن إلى الطرف الآخر نقلا حقيقيا فهو عقد صوري.

إلا أن السؤال المتبادر إلى الذهن الآن ما علاقة الحديث عن صورية العقود بما يحدث من تعامل في أسواق الأوراق المالية ؟

والجواب أن العلاقة تظهر من خلال تتبعنا للتعامل في أسواق الأوراق المالية حيث نجد أن معظم المشتريين لا يبنون استلام ما اشتروه، كما أن معظم البائعين لا يبنون تسليم ما باعوه، وتتحصر العملية في قبض أو دفع الفرق بين سعري الشراء والبيع⁴. ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صوريا لابنه أو أحد أفراد أسرته، ومن صورته كذلك قيام ذات الشخص بشراء وبيع ذات الورقة في ذات اليوم، لشخص يتفق معه على ذلك، وتتم العملية بأن يقوم المشتري بإعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي سبق أن اشتراها منه، وذلك في نفس اليوم وبسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق، وكما يبدو فإن الهدف من البيع المظهري هو إيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية،

¹ _ مصطفى أحمد الزرقا، المدخل الفقهي العام، دار القلم، دمشق، ط2، 2004م، ج1، ص:439.

² _ وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر، دمشق، ط2، 1985م، ص:190.

³ _ شمس الدين أبي عبد الله محمد بن أبي بكر (ابن قيم الجوزية)، إعلام الموقعين عن رب العالمين، تحقيق: محمد

عبد السلام إبراهيم، دار الكتب العلمية، بيروت، د.ط، 1996م، ج3، ص:178.

⁴ _ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص:103.

وأن تعاملنا نشطا يجري عليها. وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعا من الخداع والاحتيال بغرض تحقيق الربح¹.

فالمستثمر المخادع أو المحتال الذي يرغب في شراء أسهم منشأة ما بأقل من السعر الجاري لها يمكنه إذا كان سوقها غير نشط أن يمارس البيع المظهري وذلك بأن يشتري جزء من احتياجاته بالسعر الجاري، ثم يعيد بيعه صوريا لأقاربه أو أصدقائه على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، أو أن يبيعه مباشرة لأكثر من بيت من بيوت السمسة تحت أسماء بعض أقاربه أو أصدقائه. ولما كانت إحدى سمات أسواق رأس المال هو نشر المعلومات بشأن الصفقات التي تبرم، فإن سلسلة من البيوع للأسهم المشار إليها من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية، بشكل يوحي للمتعاملين بتدهور حالة المنشأة المصدرة لها، وهنا قد يصاب بعض المستثمرين بالذعر، مما يدفعهم إلى التخلص مما يمتلكونه من هذه الأسهم، الأمر الذي يترتب عليه مزيد من الهبوط في الأسعار، وحينئذ يدخل المستثمر المخادع مشتريا.

كذلك يمكن للمستثمر المخادع أن ينتهز فرصة ارتفاع في القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين لبيعها صوريا لهم بسعر أعلى من السعر الجاري، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له، مثل هذه المالبسات من شأنها أن توحى بتزايد التعامل على تلك الأسهم، وهو ما قد يعتبره بعض المستثمرين مؤشرا على تحسن في ظروف المنشأة المصدرة لها، مما قد يشجع بعضهم على الدخول لشرائها. والنتيجة مزيد من الارتفاع في قيمتها السوقية، فيقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه منها بالسعر المرتفع ويجني الأرباح.

وإلى جانب إمكانية استخدام البيع الصوري لتحقيق المزيد من الأرباح، فإنه يمكن أن يُستخدم لأغراض ضريبية. يحدث ذلك عندما يقوم المستثمر المخادع ببيع ما يمتلكه من الأوراق صوريا إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر الذي سبق أن اشتراها به،

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 176.

محققا خسائر دفترية تُخصم من إيراداته قبل حساب الضريبة¹. فمن المؤكد أن هذه الممارسات لا تقرها الشريعة الإسلامية، بل تحرمها والأدلة على ذلك كثيرة منها على سبيل المثال:

1- قول رسول الله ﷺ عندما سئل عن الانتفاع بشحوم الميتة قال: "قاتل الله اليهود، إن الله عز وجل لما حرم عليهم شحومها جملوه ثم باعوه فأكلوا ثمنه"². ووجه الدلالة هنا: هو احتيال اليهود على الانتفاع من الميتة وذلك ببيع زيتها وأكل ثمنه بدلا عن بيعها أو أكلها مباشرة.

2- منع البيع الصوري قياسا على منع بيع العينة ؛ والعينة هي أن يبيعه السلعة بثمن معلوم إلى أجل، ثم يشتريها من المشتري حالا بأقل، ويبقى الباقي في ذمته.

وواضح من التعريف أن بيع العينة نوع من الاحتيال ظاهره البيع وحقيقته الربا، والبيع صوري، ولذلك فمن السهل أن نقيس على بيع العينة كل بيع صوري لا يستهدف حقيقة البيع ولا يقصد به آثار عقد البيع³. ومن هنا يتبين لنا أن سبب المشاكل والأزمات التي اجتاحت الأسواق المالية العالمية هو تجاوز هذه القواعد الشرعية في التعاملات المالية.

الفرع الثالث: انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي

من المعروف أن الاقتصاد علما ونشاطا يدور حول قضية إشباع الحاجات من الموارد، ويتم ذلك أولا من خلال وظيفة الإنتاج، التي تعمل على تحويل الموارد من حالتها الأولية أو الخام إلى سلع، ثم وظيفة الاستهلاك التي تقوم على استخدام السلع في إشباع الحاجات، وهذا ما يطلق عليه "الاقتصاد العيني (الحقيقي)".

وهناك فرق أساسي بين ما يطلق عليه "الاقتصاد العيني، والاقتصاد المالي؛ حيث يتعلق الاقتصاد العيني (الحقيقي) بالأصول العينية التي تتمثل في كل الموارد الحقيقية

¹ _ منير إبراهيم هندي المرجع السابق، ص:176. وأزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص:81.

² _ أخرجه البخاري، صحيح البخاري، مصدر سابق، كتاب البيوع، باب لا يذاب شحم الميتة ولا يباع ودكه، رقم:2223، ج03، ص:82.

³ _ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص:107.

التي تشبع الحاجات البشرية بطريق مباشر كالسلع الاستهلاكية، أو بطريق غير مباشر كالسلع الإنتاجية، وهذا يعني أن الاقتصاد العيني أو الأصول العينية هي الثروة الحقيقية التي يتوقف عليها بقاء البشرية وتقدمها.

ونظرا إلى أنه لا يمكن للشخص الواحد أو الأسرة الواحدة أن تنتج كل السلع التي تحتاجها، كما لا تتوافر لديها كل الإمكانيات لإنتاج السلعة التي تتخصص فيها؛ لذلك فهي بحاجة إلى التعاون والتعامل مع الآخرين، ومن هنا وُجدت وظيفة الثالثة في الاقتصاد وهي "وظيفة التبادل" من خلال الأسواق. ولما كان الاقتصاد العيني يمثل القيمة الحقيقية للاقتصاد وأساس استمرار حياة البشر، وكانت عملية التبادل السلعي "المقايضة" تتسم ببعض الصعوبات مما جعل البشر يكتشفون منذ وقت مبكر أن الاقتصاد العيني لا يكفي وحده بل لابد أن يُزوّد بأدوات مالية تسهل عمليات التبادل المتعلقة بالأصول العينية من ناحية، وتيسر التعاون المشترك من أجل المستقبل من ناحية أخرى.

لذلك وُجدت النقود كأول وسيلة للتبادل وكأحد الأدوات المالية للاقتصاد المالي لخدمة الاقتصاد الحقيقي، وأصبحت حركة النقود في المجتمع تسير في تيار عكسي ومزامن لحركة السلع، ومن هنا وُجد ما يسمى "بالاقتصاد النقدي أو الاقتصاد المالي في صورته الأولية" الذي يعبر عن حركة التيار النقدي المقابل للتيار السلعي، وبذلك يسير الاقتصاد في توازن.¹

ولكي يستمر الاقتصاد متوازنا في شقيه الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي، لابد من أن يكون هناك ارتباط متزامن ومتناسق بين التيار السلعي والتيار النقدي؛ بمعنى أن كل حركة للنقود لابد من أن تقابلها حركة للسلع وإلا كان في ذلك استخدام للنقد في غير ما وُجد له وحدث من الفساد والاختلال الاقتصادي الكثير. فزيادة كمية النقود بشكل كبير عن كمية السلع والخدمات يؤدي إلى حدوث تضخم غير مرغوب في الاقتصاد، وفي

¹ - رضا فتحي علي المنسي، إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر عن الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، ص: 04.

المقابل فإن نقصان كمية النقود بشكل كبير عن كمية السلع والخدمات يؤدي إلى حدوث انكماش غير مرغوب في الاقتصاد، وكلتا الحالتين تمثلان نوعاً من الاختلال الاقتصادي.

ومن هنا نشأت العلاقة بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي، ومع تعاقب الأزمنة أخذت الأدوات المالية تتطور عبر مراحل حتى وصلت إلى أهمها وأشهرها في العصر الحديث وهي الأسهم (التي تمثل حق الملكية على بعض الموارد كالمصانع والشركات)، والسندات (التي تمثل حق الدائنية تجاه مدين معين)، وليست للأصول المالية قيمة في حد ذاتها وإنما تعبر عن قيمة ما ترمز إليه وما تعكسه من الاقتصاد العيني، ولا تولد دخولا بذاتها، وإنما تسهل من توليد الأصول العينية للدخول¹.

ومع أن تطور الأصول المالية بدأ بظهور النقود، إلا أن البشرية اكتشفت أن الكفاءة الاقتصادية تزداد كلما اتسع حجم المبادلات ومن هنا ظهرت أهمية أن تكون الأصول المالية التي تمثل الملكية (الأسهم)، والأصول المالية التي تمثل الدائنية (السندات) قابلة للتداول، ومع ظهور شركات المساهمة تطورت أشكال هذه الأصول المالية وتنوعت، وساعد على انتشار تداولها ظهور مؤسسات مالية قوية تصدر هذه الأصول باسمها، كما أن ظهور البورصات التي تُتداول فيها هذه الأصول المالية أعطى المتعاملين درجة من الثقة في سلامة هذه الأصول المالية المتداولة فيها مما أدى إلى زيادة الإقبال عليها، وبناء على ذلك فالحديث عن الاقتصاد المالي هو حديث عن الأدوات أو الأصول المالية ومؤسسات تتعامل بهذه الأصول، أما الحديث عن الاقتصاد الحقيقي هو حديث عن أصول عينية متمثلة في مجموع الموارد الحقيقية التي تشبع حاجات ومتطلبات المجتمع بطرق مباشرة أو غير مباشرة، فمن الطبيعي وجود علاقة ترابط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي².

¹ _ رضا فتحي علي المنسي، المرجع نفسه.

² _ أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته

المصرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، 19-20 ديسمبر 2009م، لبنان، ص: 08.

غير أن اختلال التوازن الذي قادت إليه الرأسمالية خلال ربع قرن من هيمنتها على صانعي القرار العالمي أدى إلى انفصام الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي، وذلك راجع إلى الأسباب التالية:

1_ فقدان التوازن بين الحكومات والأسواق: فسياسة عدم التدخل الحكومي في الأسواق

أفقدت الحكومات دورين أساسيين من أدوارها وهما: دور الضامن الأخير لعمليات الاستثمار والإنتاج عند اضطراب البيئة الاقتصادية الكلية، ودور الموجه لحركة رأس المال والمراقب لأداء الأسواق. والابتعاد عن هذين الدورين زاد من حدة الانفصام بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي، فأصبح الاقتصاد المالي يمتلك قدرة دفع خاصة به لا تمتُّ بصلة إلى تمويل عمليات إنتاج السلع والخدمات كما هو مفترض، إلى حد باتت معه تحركات رأس المال في العالم تساوي أكثر من مئة ضعف القيمة الإجمالية لحركة التجارة الدولية والاستثمارات المباشرة التي لا تتجاوز 14 تريليون سنويا.

2_ تركيز الثروة في دول الشمال: فقد أدت آليات الاقتصاد العالمي إلى فقدان التوازن

بين تركيز الثروة في دول الشمال (الدول الصناعية المتقدمة)، وتركز الإنتاج في دول الجنوب (الدول النامية والمتخلفة)، وبذلك أصبح رأس المال في البلدان الصناعية المتقدمة أمام خيارين: أولهما انتقاله للاستثمار في دول الجنوب، وثانيهما بحثه عن استثمارات بديلة في موطنه في دول الشمال، وترتب على ذلك أن تم توجيه معظم رأس المال الذي تم استثماره في موطنه بدول الشمال نحو المضاربة في البورصات والأسواق المالية، بعد التطور الهائل في تقنيات المعلومات والاتصالات بسبب التكلفة المرتفعة للاستثمار في الاقتصاد العيني في دول الشمال.¹

3_ الاستخدام المكثف للأدوات المالية المشتقة: فالنظام المالي في الدول الصناعية

اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن طريق المشتقات المالية، حيث تقوم هذه الأخيرة بتوليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد فقد سعت

¹ أحمد شعبان محمد علي، المرجع السابق، ص: 08.

المؤسسات الأمريكية إلى تحويل المديونيات الخاصة بالمقترضين إلى مديونيات عامة ومن ثم المتاجرة بها من خلال صكها لسندات تمثل هذه المديونيات، وهو ما سمي بالتجارة بالديون أو التوريق، وكان أبرز صور التوريق سندات الرهن العقاري وأخذت هذه السندات صورة أكثر خطورة سميت "بالمشتقات" وهو ما يعني التوريق المتعدد، فالمؤسسة المالية صاحبة السند سعت إلى الاقتراض من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذا السند وحولت الأخيرة الدين الذي لها إلى سند واقتضت من أخرى بضمان هذا السند... وهكذا وبالتالي اشتق من دين واحد عدد كبير من السندات (المشتقات) ومع هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية دون أصول عينية مقابلة، زاد عدد المدينين وبالتالي زاد حجم المخاطر، فإذا عجز المدين الأصلي (المقترض) عن السداد انهارت جميع هذه المشتقات، ولما عجز قطاع عريض من المقترضين عن السداد (وبالتحديد في القطاع العقاري) أفلست الكثير من المؤسسات المالية وانهارت فظهرت الأزمة المالية وانتشرت كالنار في الهشيم بين المؤسسات العالمية، ومن هنا يتبين أن الاقتصاد العالمي مبني على وهم مستندات مالية لا أصل لها وقيمتها مرتبطة سياسياً بحجم الطلب، في سيل من المضاربات دون تسلم فعلي للسلع¹، وهذا التعامل يدحضه النظام المالي الإسلامي؛ فالشريعة الإسلامية تحرم التجارة بالدين ولا تعترف إلا بالأرباح التي تنتج عن ممارسة حقيقية على الأصول العينية تجارة كانت أو إنتاجاً، أما الأرباح التي تتولد من الأصول المالية ذاتها _نقوداً كانت أو غيرها_ في انفصام بينها وبين الأصول العينية فهي محرمة شرعاً.

فهذا الشكل من التعامل يتعارض مع النظام المالي الإسلامي فلا يُسمح للتاجر في ظل هذا النظام إذا اشترى سلعة ولم يستلمها أن يربح فيها عن طريق بيعها بثمن أكبر، ويجوز له ذلك بعد استلامها مع أن عملية النقل القانونية في الفقه الإسلامي تتم بنفس العقد ولا تتوقف على عمل إيجابي بعده، فالتاجر يملك السلعة بعد العقد وإن لم يستلمها،

¹ - أحمد شعبان محمد علي، المرجع السابق، ص: 09

ولكنه بالرغم من ذلك لا يُسمح له بالاتجار بها والحصول على ربح ما لم يستلم البضاعة، حرصا على ربط الأرباح بالعمل وإخراج التجارة من كونها عمل قانوني يُدر ربحا، وهكذا يُوثق الاقتصاد الإسلامي الرابطة بين الاقتصاد المالي والعيني، بحيث لا يجنح الاقتصاد المالي بعيدا في تيه الوهم والشكليات دون تحقيق تنمية حقيقية في الاقتصاد العيني، وهو ما خالفه النظام المالي العالمي بدرجة مبالغ فيها وهو ما أدى إلى بروز إشكالية أخرى مستحدثة ظهرت على سطح العلاقة بين الاقتصاد تتمثل في ضعف دور الاقتصاد العيني في تحقيق الأرباح لصالح وهم جديد هو الذي يحقق أرباحا طائلة¹.

الفرع الرابع: غياب الرقابة المالية الفعالة

للمؤسسات المالية دور هام وخطير في اقتصاد أي دولة، وعلى الرغم من ذلك فإن هذه المؤسسات لم تكن تخضع في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية لرقابة كافية من الجهات الرقابية، ومن الأدلة على ذلك أن الأزمة المالية العالمية 2008م قد بدأت من القطاع المالي، ومن جهة أخرى فإن إزالة الحدود والحواجز التقليدية بين الأسواق والمؤسسات المالية انجر عنه أنه في حالة تعرض أحد أنشطة القطاع المالي لأزمة معينة، فإن هذه الأزمة تنتقل سريعا إلى بقية أنشطة القطاع المالي، ومما زاد الأمر سوءا تعدد الأجهزة الرقابية على أنشطة القطاع المالي دون وجود تنسيق بينها، ولذلك فحينما بدأت أزمة التمويل العقاري في الولايات المتحدة، سرعان ما انتقلت إلى باقي أنشطة القطاع المالي.

وبالإضافة إلى ذلك فإن غياب الرقابة على أعمال المؤسسات المالية أدى إلى عدم تقديم المعلومات الحقيقية عن هذه المؤسسات، الأمر الذي ساعد على قيامها بتعاملات انعكست سلبا على أدائها بصفة خاصة، ومنه على الأسواق المالية بصفة عامة، ومن بين هذه السلبيات ما يلي:

¹ - عمر ياسين محمود خضيرات، الأزمة الاقتصادية العالمية المعاصرة ومصير النظام الرأسمالي، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، 1-2 ديسمبر 2010م، الأردن، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، ص: 07.

_ ضعف الشفافية: ويتجلى ذلك في قيام البورصات والبنوك بالتستر على خسائرها، وعدم إظهار المعلومات الحقيقية في قوائمها المالية، بحيث يتم التعتيم عن الخسائر والديون المعدومة، إذ نجد أن مدراء البنوك والبورصات ينشرون قوائم مالية غير حقيقية لا يشيرون فيها إلى الديون المعدومة محاولين الاستفادة من هذه المعلومات، ناهيك عن وجود تواطؤ بين رجال السياسة وأرباب المال ومدراء المؤسسات المالية، وقد ساعد على ذلك ضعف رقابة أجهزة الدولة، وترك الحرية الكاملة للسوق، وتجدر الإشارة إلى أن أربعة أخماس أعمال المؤسسات المالية كان يتم خارج الميزانية، وهذا كله بحجة أن السوق يصحح أخطائه بنفسه، ويعالج أزماته دون الحاجة إلى أي تدخل حكومي.

_ فساد الإدارة العليا: وهو واقع الكثير من المؤسسات مما جعلها لا تهتم كثيرا بالقواعد المصرفية، وأصبحت تبحث عن أكبر ربح، فأفرطت في تقديم القروض للأفراد وخاصة في صيغة الرهن العقاري، دونما دراسات استعلامية عنهم، ودونما اعتبار للسيولة وكفاية رأس المال، بل ركزت اهتمامها فقط على المرتبات والمكافآت؛ حيث تعودوا على ابتكار الطرق والوسائل واستخدام المعادلات الرياضية، لاستغلال الثغرات الموجودة في النظم المالية، لكي يتسنى لهم تقديم المزيد من القروض للحصول على أكبر المكافآت.

_ فساد وكالات التقييم: فهذه الوكالات مهمتها الأساسية تقييم الجدارة الائتمانية، وقد انتشر الفساد والرشوة في كثير من هذه الوكالات في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية بحيث أصبح التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للقطاع المالي بأكمله¹.

المطلب الثاني: سمات التمويل الرأسمالي وهشاشة المرتكزات والفروض التي يقوم عليها

إن مستوى نشاط الأسواق المالية وحجم المعاملات التي تتم فيها يعتمد على متغيرين أساسيين هما: سعر الفائدة والمضاربة، بالإضافة إلى مجموعة من المرتكزات الأخرى التي باتت السمة الأساسية التي يوصف بها التمويل الرأسمالي، مع العلم أن هذه

¹ عقون عبد السلام، الأزمة المالية العالمية -2008- وآليات إدارتها، رسالة ماجستير، جامعة المدية، الجزائر،

2009/2008م، ص، ص: 53_54.

المتغيرات والسمات كانت ولا تزال السبب الأول لمختلف الأزمات التي يشهدها النظام المالي والاقتصادي العالمي، ويمكن رصد وبيان مجموعة من السمات الخاصة بهذا النظام كالاتي:

الفرع الأول: نظام تمويلي يقوم على أساس سعر الفائدة

كما هو معلوم أن النظام الرأسمالي يقوم على آلية سعر الفائدة، التي تعد الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها مختلف المعاملات التي تتم في الأسواق المالية، والفائدة عبارة عن عائد مستلم من قبل عون اقتصادي لديه قدرة تمويل مقابل تنازله المؤقت عن السيولة النقدية لصالح عون اقتصادي يعاني من عجز في التمويل، كما أن هذا العائد يؤكد ومحقق لصالح الجهة الدائنة بغض النظر عن ظروف الجهة المدينة، ويعد سعر الفائدة المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي والغاؤه يعني اضمحلال وانكماش الاقتصاد، غير أن ما أكدته الأزمة المالية عكس ذلك تماما، وقد أكد ذلك من قبل الاقتصادي المعروف "كينز" حينما قال: "إن معدل سعر الفائدة يعيق النمو الاقتصادي لأنه يعطل حركة الأموال نحو الاستثمار في حرية وانطلاق، فإن أمكن إزالة هذا العائق فإن رأس المال سيتحرك وينمو بسرعة"¹.

ومن الملاحظ مما تقدم أن هذه الآلية تنطوي على عيوب ونقائص عدة يمكن تلخيصها فيما يلي:

1_ إن الفائدة تولد البطالة سواء من جهة العرض أو من جهة الطلب على الأموال المستثمرة، فمن جانب الطلب على القروض لغرض الاستثمار فهي تعتمد على ما يدره الاستثمار من عائد متوقع بالنسبة لسعر الفائدة؛ أي الكفاءة الحدية لرأس المال، فكلما كانت الأخيرة أكبر من سعر الفائدة زاد حجم الاستثمار، ويتبع ذلك أن الفائدة تعيق الاستثمار والإنتاج وتؤدي إلى انخفاضهما وتراجعهما، كما أن الكفاءة الحدية لرأس المال

¹ عبد الناصر براني، إدارة الأزمات المالية العالمية مدخل مقارن بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، أطروحة دكتوراه، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، 2016/2015م، ص:127.

يضعفها سعر الفائدة، وهذا يعني أن سعر الفائدة على النقود يلعب دورا خاصا في وضع حد لمستوى الإنتاج والعمالة طالما أنه يحدد المستوى الذي يجب أن تبلغه الكفاية الحدية لرأس المال إذا ما أريد زيادة الاستثمار والإنتاج، فالفائدة (الربا) من الأسباب الرئيسية للبطالة في المجتمع، فهي تدخل في حساب تكاليف الإنتاج، وبذلك تعيق الانتعاش عندما يصيب الكساد التجارة والصناعة والمعاملات، أما من جانب عرض الأموال المستثمرة فسعر الفائدة يولد البطالة أيضا لما تؤدي إليه من تعطيل مواهب مالكي الأموال بخوض غمار الاستثمار وتحمل المخاطرة بالعمل والإنتاج بأنفسهم.

2_ إن الفائدة التي تحصل عليها الجهة الدائنة تبين أن هناك سوء توزيع للدخل الناتج عن عملية الإنتاج بين مختلف الأعوان الاقتصاديين؛ حيث يستفيد الدائن من عائد دون مجهود مباشر وحقيقي في العملية الإنتاجية.

3_ تعد الفائدة عائدا مؤكدا وهي لا تأخذ بعين الاعتبار ظروف الجهة المدينة مما يعني أن جميع المخاطر المصاحبة لعملية توظيف واستثمار رؤوس الأموال يتحملها العون الاقتصادي المدين بالرغم من عدم تسببه في وقوع بعض هذه المخاطر وهو ما سينعكس سلبا على الجهة الدائنة باعتبار أن إفلاس الجهة المدينة يؤدي إلى ضياع أموال الجهة الدائنة.

4_ إن الفائدة تدخل في حساب تكاليف إنتاج المشاريع التي اقترض أصحابها، وبالتالي فإن زيادة معدلاتها سيعمل على رفع المستوى العام للأسعار والتسبب في التضخم وإحداث الأزمات¹.

مما سبق وبالنظر لكل هذه الاختلالات يتبين أن الإقراض باستخدام سعر الفائدة يعتبر أداة تمويل غير فعّالة تؤدي إلى زيادة أعباء الأعوان الاقتصادية المنتجة على

¹ _ عبد الناصر براني، المرجع السابق، ص: 128.

المستوى الجزئي أو الكلي، وتعريض أموال المودعين لمخاطر متنوعة مما يساهم في توفير الظروف المناسبة لحدوث مختلف الأزمات المالية والاقتصادية.

الفرع الثاني: نظام تمويلي يقوم على أساس المداينة والنظرة السلعية للنقود

من المعلوم أن النقود هي وسيلة للتبادل ومقياس للقيمة ومخزن للثروة، وأن الاستئجار يكون لسلع أو أصول ذات منفعة معينة، والنقود في حد ذاتها لا تمثل أي منفعة إلا إذا تحولت إلى سلع أو أصول حقيقية، وهذا ما لا نلاحظه في نشاط الأسواق المالية في النظام الرأسمالي؛ حيث أنها تتعامل بالنقود أخذًا وعطاءً بعيدًا عن أي أصل حقيقي، وبهذا فإن نظام التمويل التقليدي يتعامل في جميع معاملاته مع النقود على أنها سلعة من الممكن أن تدر ربحًا لمجرد تداولها، فقد أصبح بيع الدين وتداوله بمختلف صورته والتي منها إجراء المزيادات أو المناقصات في سندات الخزينة، وتداول شهادات الاستثمار وسندات الديون وسائر الأوراق المالية والأكثر انتشارًا في الآونة الأخيرة المشتقات المالية؛ حيث ترجع هذه العمليات إلى بيع الدين بأنقص من قيمته الاسمية تارة، وأزيد من قيمته الاسمية تارة أخرى، وهذا ليس له أي مبرر ولا يقابله أي إضافة في النشاط الاقتصادي الحقيقي، وهذا ما يبين دور هذه الآلية في عدم الاستقرار وإحداث التضخم والفقاعات المالية، والتي هددت استقرار النظام المالي والاقتصادي ككل.¹

الفرع الثالث: طغيان المصالح المادية وغياب القيم والأخلاق في التمويل الرأسمالي

يركز النظام الرأسمالي على سعي الفرد وراء تحقيق مصلحته الخاصة بكل الوسائل المتاحة، وليس هناك من يختلف مع القول بأهمية السعي وراء تحقيق المصلحة الخاصة فالإنسان مفطور على حب الدفاع عن مصالحه الخاصة والحفاظ عليها، وليس هناك من يعترض على ذلك، إنما المشكلة تكمن في الإفراط في تقديس المصلحة الخاصة وجعلها الهدف الأسمى والوحيد في الحياة، وهو ما يسوغ للفرد فعل أي شيء لتحقيق ذلك الهدف

¹ محمد تقي العثماني، بحوث في قضايا فقهية معاصرة، دار القلم، دمشق، طبعة خاصة، 2013م، ج2، ص:9. وفضوم معمر، فعالية أدوات التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات المالية للنظام المالي الدولي دراسة حالة، أطروحة دكتوراه، جامعة المدينة، الجزائر، 2016/2017م، ص:16.

وبهذا تغطي المصالح الخاصة على المصالح العامة¹، مما يؤدي إلى ارتكاب المخالفات الشرعية نذكر منها:

_ الطغيان والجشع في الاستحواذ على المال بكافة السبل والوسائل وغياب العدل والقناعة

_ الكذب والإشاعات المغرضة وغياب الصدق والأمانة

_ الاستغلال والانتهازية وغياب قيم العدل والرحمة

_ الاحتيال والخداع والتضليل والغرر والتدليس وغياب الشفافية والمصداقية².

فالإسلام لا يمنع المصلحة الخاصة، بل يرى أنها من الرشد الاقتصادي والمالي للمسلم؛ فمن لا يدرك مصالحه الخاصة فهو قاصر أو سفيه، ولكن إذا تعارضت المصلحة الخاصة مع المصلحة العامة وجب تقديم المصلحة العامة؛ وهذا يعني أن على الأفراد والشركات والمؤسسات المالية أن يراعوا المصالح العامة التي يمكن وضعها في شكل قوانين ولوائح وهم يمارسون مصالحهم الخاصة، فالأفراد حينما يمارسون مصالحهم الخاصة المتفقة مع المصالح العامة أو التي لا تتعارض معها، فذلك يعني أن هناك يدا خفية من شأنها خدمة المصلحة العامة والتوفيق بين المصلحتين الخاصة والعامة، وهو ما يعني أن المسلمون هم من سبقوا آدم سميث في بيان اليد الخفية منذ قرون، فلا مانع من تعظيم الأرباح والمنافع في حدود الأحكام والآداب والقيود الإسلامية³، وعليه يمكن القول بأن سير الاقتصاد بشكل مستقل عن العلوم الاجتماعية وطغيان المصالح المادية وغياب القيم والأخلاق في التعامل المالي لا يمكن أن يقود إلا إلى مزيد من الدمار.

ومما يجب الالتفات إليه أن الرأسماليين يعتقدون أن المعاملات المالية تحكمها

قواعد ونظم وشروط محددة ولا علاقة لها بالأخلاق والقيم إطلاقاً، والنتيجة تفشي

¹ _ أحمد فراس العوران، الأزمة الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، ط1، 2012م، ص:65.

² _ فؤاد بن حدو، مرجع سابق، ص:679.

³ _ رفيق يونس المصري، الأزمة المالية العالمية هل نجد لها في الإسلام حلاً؟، دار القلم، دمشق، ط1، 2010م، ص:27_28.

الممارسات غير الأخلاقية في المؤسسات وبورصات الأوراق المالية، بل تجذرهما وانتشارها يوماً بعد يوم وذلك بفعل العديد من العوامل، وعلى رأسها التقدم التكنولوجي وتوفر التقنيات الميسرة لذلك، وكذا ضعف الوازع الديني الذي يحول بين المرء والوقوع في شهوات المال والثروة وجمعها بكل الطرق والوسائل دونما التقيد بالحلال والحرام، وقد ترتب على التحرر من القيم والأخلاق والمثل السامية في المعاملات المالية والاقتصادية العديد من السلبيات التي أدت إلى الظلم والفضوى والأزمات وأكل أموال الناس بالباطل، وضياح لثروات العديد من الأفراد والمؤسسات، واغتناء متسارع للقلة وافتقار أشد سرعة للكثرة¹، وفيما يلي إشارات سريعة لتلك الصور:

_ التغيير من خلال الإعلانات المضللة وبيث المعلومات الخاطئة المغايرة للواقع وهو ما يسمى بالضح والتفريغ؛ حيث يقوم المغرر (وقد يكون شخصاً، أو شركة مصدرة للورقة المالية، أو شركة منافسة، أو صندوق استثمار...) بنشر شائعة غير موثقة، بشكل مباشر أو غير مباشر، وبأي وسيلة كانت بقصد التأثير في السير الطبيعي للسوق، أو التأثير في مستوى الأسعار، أو لجذب انتباه المستثمرين نحو أسهم معينة، بقصد تحقيق مزيد من الأرباح، ليحصل من جراء ذلك تفاعلاً من المغرر بهم، كما قد يقوم المغرر بالإفصاح عن معلومات صحيحة من حيث أصلها بوسائل النشر المختلفة، معروضة بطريقة يمكن أن يفسرها بقية المتداولين بشكل خاطئ؛ مما يؤدي إلى التأثير في توقعاتهم حول القيمة الحقيقية للورقة التي يمتلكها أو يديرها، لتحقيق مصالح خاصة على حساب المتداولين والمستثمرين والمضاربين الآخرين وتضليلهم.

وتعد هذه الصورة من صور التضليل المنتشرة في الأسواق المالية؛ لسهولة النشر بالوسائل المختلفة والمتنوعة المتاحة للجميع، بل إن بعض التقارير تؤكد أنها السبب الرئيس لانهايار البورصات العالمية كبورصة "وول ستريت" بنيويورك والبورصات الآسيوية؛

¹ _ شوقي أحمد دنيا، التمويل والمؤسسات المالية الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2017م، ص:220.

وسبب ذلك عائد إلى ضعف مستوى الإفصاح والشفافية¹، وذلك لأن أغلب المضاربين في البورصات يسلكون أسلوب القطيع؛ فسلوكلهم مبني على الإشاعات وعلى معلومات وتحليلات غير حقيقية، مما يجعلهم يتهافتون على بيع ما لديهم من أوراق مالية أو شراء أكبر قدر منها، وفي ذلك ما فيه من المضار على كل الأصعدة الاقتصادية والاجتماعية، وعلى كل المستويات الجزئية والكلية، الإنتاجية والاستهلاكية.

ومما سبق يبدو جليا أن المعلومات في أسواق الأوراق المالية تعتبر من الركائز الأساسية التي يقوم عليها التعامل في السوق، وبقدر توفر المعلومات الصحيحة ونوعيتها والوقت الذي تتوفر فيه يكون القرار الاستثماري للمتداول صائبا، والعكس بالعكس، فمتى كانت المعلومة مضللة ونوعيتها ووقتها مؤثرة كان القرار الاستثماري خاطئا ومضللا للمتداول. والمقصود بالمعلومات في أسواق الأوراق المالية: تلك البيانات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، وبالجهات المصدرة لها، وبالظروف الأخرى المحيطة بتلك الأوراق وبالبورصة، سواء منها المحلية أو الإقليمية أو الدولية، والتي يكون لها التأثير في أسعار تلك الأوراق ارتفاعا وانخفاضا².

وحيثما ننظر إلى هذه الصورة نجد أن تعريف التغيرير قد انطبق عليها؛ إذ حصل فيها الخداع والإغراء لجعل المعقود عليه خلاف حقيقته، ولحمل أحد المتعاقدين عليه، مع ما في ذلك من أكل أموال الناس بالباطل والمؤدي إلى النزاع والشقاق، وقد حرم الله عز وجل ذلك لعموم قوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ﴾ [سورة النساء، الآية: 29].

_ الشراء بغرض الاحتكار: ويُقصد به قيام شخص ما (ذو القدرة المالية) بشراء كل أو معظم الكميات المعروضة من الأوراق المالية، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار،

¹ _ عبد الملك بن محمد الجاسر، أصول المخالفات الشرعية في الأسواق المالية دراسة فقهية قانونية تطبيقية، مركز نماء للبحوث والدراسات، لبنان، ط1، 2017م، ص: 333.

² _ عبد الملك بن محمد الجاسر، المرجع السابق، ص: 201.

يُمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، وفي بعض الحالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الاحتكاري في شراء الأسهم التي يبيعها الآخرون على المكشوف حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية ويحقق ربحاً مضموناً.¹

ويعتبر النوع الأخير من الاحتكار قمة الاستغلال للمضاربين. حيث يلتزم المضارب برد الأسهم محل صفقة البيع على المكشوف في أي وقت يقرره مقرض الأسهم. وفي ظل الاحتكار وارتفاع قيمتها السوقية قد يطلب المقرض أسهمه لبيعها، وهنا يضطر المضارب إلى دخول السوق مشترياً، وليس أمامه إلا قبول السعر الذي يحدده المحتكر، فإن كان الشراء بهذا القصد فقد جمع بين الاحتكار وقصد الإضرار بالغير، وإن لم يكن كذلك فقد مارس عملية الاحتكار وهي في حد ذاتها مذمومة شرعاً.

_ خيانة الأمانة واستغلال ثقة العملاء: يُقصد باستغلال ثقة العملاء الممارسات غير الأخلاقية من قبل السمسار تجاه أحد عملائه؛ وذلك بإبرامه صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام صفقات دون أن يكون في ذلك مصلحة له، ولكن لماذا يفعل السمسار ذلك؟ وكيف يقع المستثمر ضحية لمثل هذا النوع من الاحتيال؟

السمسار يحصل على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي يبرمها لعملائه، سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عدداً وقيمة كلما زادت حصيلة السمسرة. وباختصار يهدف السمسار من تلك الممارسات غير الأخلاقية إلى ابتزاز العميل لا أكثر ولا أقل، ويسهل على السمسار بالطبع ممارسة هذا النوع من الاحتيال عندما تكون أوامر العميل من النوع الذي يعطي للسمسار سلطة إبرام ما يراه من الصفقات. وحتى لو لم تكن الأوامر من هذا النوع فإن السمسار يمكنه الاحتيال بطريق آخر؛ وهو تزويد العميل بمعلومات مضللة، يترتب عليها تشجيعه على إبرام صفقات بيع أو شراء، حيث تدفعهم مصلحتهم في جني العمولات من حجم وعدد

¹ _ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 177.

الصفقات إلى التعبير بالغير، وإيهاهم بأن مصلحتهم في التعامل على الورقة بيعا أو شراء بالسعر السائد دون أن يكون لذلك مصداقية من الواقع¹.

المبحث الثاني: الحكم الشرعي للتعامل بعقود المشتقات المالية

منذ أن ظهرت المشتقات المالية أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها؛ ففي الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى المشتقات المالية كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازَه حتى الآن، يرى البعض الآخر أنها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار طلبا للربح أكثر من كونها أدوات للتحوط، وذلك يتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

وبناء على ما سبق ونظرا لاختلاف الآراء حول المشتقات المالية ومدى مشروعيتها تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب كالتالي:

المطلب الأول: نظرة الاقتصاد الإسلامي لعقود الخيارات المالية

لقد تعددت وجهات نظر العلماء المسلمين والباحثين في الاقتصاد الإسلامي إلى طبيعة عقود الاختيارات المالية ومدى شرعيتها، حيث أفضى ذلك إلى أن بعضا منهم أجاز التعامل بهذه العقود، والبعض الآخر حرّمها، وقد استند كل فريق منهم على مجموعة من الحجج لتدعيم رأيهم، وحتى يتسنى لنا الوصول إلى الحكم على مدى اتفاقها أو اختلافها مع أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي، جاء هذا المطلب لاستعراض هذه الأدلة ومناقشتها، ثم بيان الراجح منها.

الفرع الأول: المجيزون للتعامل بعقود الخيارات المالية وأدلتهم

لقد ذهب بعض العلماء والباحثين إلى جواز التعامل بعقود الخيارات المالية نذكر منهم على سبيل المثال: وهبة الزحيلي في بحثه "السوق المالية"، وكذلك محمد الجندي في

¹ _ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 178.

كتابه "معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية"، ... وغيرهم، واستدلوا على ذلك بما يلي:

أولاً: قياس عقد الخيار على بيع العربون

بيع العربون هو: "أن يشتري الرجل السلعة، ويدفع للبائع مبلغاً من المال، على أنه إن أتم البيع حسب ذلك المبلغ من الثمن، وإن لم يتم كان للبائع"¹. ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها.

والذي يظهر مما سبق أن بيع العربون يشبه خيار الشراء من وجهين:

الوجه الأول: أن الثمن الذي يدفعه المشتري في اختيار الشراء يشبه العربون الذي يدفعه المشتري للبائع؛ وذلك أنه في بيع العربون إن أتم المشتري البيع احتسب ذلك المبلغ الذي دفعه (العربون) من الثمن، وإن لم يتم ذهب عليه العربون، فكذلك المشتري في اختيار الشراء؛ إن مارس حقه في الشراء صار ثمن الخيار الذي دفعه جزء من الثمن، وإن لم يشتتر ذهب عليه.

الوجه الثاني: أن عقد الاختيار يعطي المشتري الحق في شراء عدد من الأسهم، أو غيرها خلال فترة محددة، وفي بيع العربون يكون للمشتري حق إمضاء البيع خلال فترة محددة.

وقد نوقش هذا التكييف بوجود فروق جوهرية تمنع إلحاق عقد الاختيار ببيع

العربون ومن تلك الفروق ما يلي:

1_ أن العربون جزء من الثمن الكلي للسلعة المشتراة، وإنما يذهب على صاحبه إذا لم يمض البيع، أما الثمن في عقد الاختيار فهو ثمن للاختيار ذاته، وليس جزءاً من ثمن السلعة محل الاختيار، يستوي في ذلك حال الشراء أو عدمه.

¹ - نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم، دمشق، ط1، 2008م، ص: 313.

- 2_ أن هذا التشابه الظاهري إنما ينطبق على أحد نوعي الاختيار وهو اختيار الشراء، دون اختيار البيع، مما يدل على أن تكييف عقد الاختيار على أنه بيع العربون تكييف قاصر لأنه لا يتوافق إلا مع نوع واحد من أنواع الاختيار.
- 3_ أن الخيار في عقود الاختيار قد يكون للمشتري وقد يكون للبائع، في حين لا يوجد بيع عربون يكون فيه الخيار للبائع.
- 4_ أن الخيار في عقد الاختيار يمكن بيعه وتداوله، وليس كذلك الخيار في بيع العربون.
- 5_ أن الدافع للتعامل بالاختيارات ليس الغرض منه تحصيل مقصود العقد، وهو قبض الثمن والمثمن، وإنما الغرض منه الاستفادة من فروق الأسعار، ولذلك يجري تسوية العقد غالباً تسوية نقدية، بخلاف بيع العربون الذي تكمن غايته في حبس المبيع لقبضه بعد تسليم الثمن.
- 6_ يرد عقد البيع في بيع العربون على السلعة، أما في عقد الاختيار فإن البيع يرد على الاختيار نفسه، وليس على السلعة محل الاختيار¹.
- وعليه فلا يستقيم إلحاق عقد الاختيار ببيع العربون مع وجود هذه الفروق.

ثانياً: قياس عقد الاختيار على خيار الشرط

وخيار الشرط هو: "حق يثبت بالاشتراط لأحد المتعاقدين أو كليهما، يُخَوَّل مشرطه فسخ العقد خلال مدة معلومة"². ووجه الشبه بين عقد الاختيار وبين البيع الذي اشترط فيه خيار الشرط هو أن في عقد الاختيار يكون للمشتري الحق في البيع أو الشراء خلال فترة محددة، وفي البيع الذي اشترط فيه الخيار يكون لمشرط الخيار الحق في إمضاء البيع أو فسخه خلال فترة محددة. ووجه الاستدلال أن من حق المضارب فسخ العقد في ميعاد التصفية إذا أحس بانقلاب الأسعار في غير صالحه، وفي مقابل الموافقة على أن يكون له هذا الحق يدفع تعويضاً للطرف الآخر، ولا يُرد إليه بحال ويسمى هذا بالشرط البسيط،

¹ - هاشم السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 165.

² - نزيه حماد، المرجع السابق، ص: 204.

وهو شرط صحيح، قال تعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [سورة المائدة: الآية:01]

وقال ﷺ: "...المسلمون عند شروطهم..."¹، ولما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز له أن يبيع حقه هذا. وعليه يرى أصحاب هذا الرأي أن دفع مشتري الخيار ثمن حق الخيار مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار، هو بمثابة خيار الشرط في الفقه الإسلامي، وقد أبحاثه الشريعة الإسلامية².

وقد نوقش هذا التكييف بكون الشبه الذي استندوا عليه لإجازة الخيارات المالية، لا يصلح دليلاً على جواز عقود الخيارات المالية المعاصرة؛ لأنه شبه ضعيف من جهة ومن جهة أخرى وجود فوارق جوهرية بين ماهية عقود الخيارات المعاصرة وبين خيار الشرط وهي التي يُحتكم إليها عند القياس بين العقدين، نورد أهمها فيما يلي:

1_ أن عقد الاختيار يتضمن عقدين: أحدهما على الخيار، والآخر على السلعة، يكون فيه للخيار ثمن، وللسلعة ثمن آخر، وقد يكتفي المتعاقدان بالعقد الأول، دون أن يتبعا ذلك بإبرام العقد على السلعة، أما البيع الذي اشترط فيه خيار الشرط فهو عقد واحد، يكون الخيار شرط فيه، دون أن يستقل بعقد، ودون أن يكون له ثمن؛ حيث لا يوجد انفصال بين العقد على السلعة وبين الخيار المشترط فيه، فخيار الشرط يكون ضمن عقد قائم، أما عقد الاختيار فهو عقد مستقل، قائم بذاته³.

2_ أن محل العقد (المعقود عليه) في الخيار الشرعي موجود متحقق، بينما المحل في الاختيار حق مجرد لا علاقة له بالسلعة أو الأسهم؛ لأن للسلعة أو الأسهم عقداً آخر هو عقد بيع أو شراء.

¹ - أخرجه أبو داود، سليمان بن الأشعث السجستاني، سنن أبي داود، تحقيق: محمد محي الدين عبد الحميد، المكتبة العصرية، بيروت، كتاب الأفضية، باب في الصلح، رقم: 3594، ج 03، ص: 304.

² - العموري، محمود فهد أحمد، عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي، أطروحة دكتوراه، جامعة اليرموك، الأردن، 2008م، ص: 97.

³ - هاشم السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 213.

3_ الخيار الشرطي لا يمكن أن يتم ممن لا يملك السلعة، بينما الاختيار في السوق المالية غالباً ما يتم ممن لا يملك السلعة أو الورقة المالية، إنما تكون السلعة لآخر.

4_ بالنظر في قصد كل منهما نجد أن القصد من الخيار في الفقه هو الوصول إلى كمال الرضا المطلوب شرعاً في المعاملات؛ لذا يسمى خيار الشرط عند المالكية بخيار التروي، بينما نجد أن القصد من الاختيارات في السوق المالية هو المضاربة على فروق الأسعار.

5_ بالنسبة إلى الأثر الاقتصادي في كل منهما، نجد أنه ينتج عن خيار الشرط تبادل حقيقي للسلع ويوسع دائرة السوق، وأما ما ينتج عن الاختيارات فليس إلا مجازفات وتضخماً بدون عمل أو إنتاج¹.

يتضح مما سبق أنه لا يوجد شبه حقيقي بين عقود الخيارات المعاصرة وبين خيار الشرط في الفقه الإسلامي، وعليه لا ينبغي الخلط بينهما ولا يمكن إلحاق الخيارات المالية بخيار الشرط في التخريج الفقهي فلا يشتركان في الحكم الشرعي.

ثالثاً: عقد الخيار هو التزام أو ضمان أو كفالة

وجه الاستدلال: جواز أن يكون الالتزام أو الضمان أو الكفالة محلاً لعقود المعاوضات، كونه محض الالتزام فيه منفعة مقصودة ومصالحة مشروعة مشابهة للمنافع التي تبذل في الوديعة والعارية والوكالة؛ ولذلك يصح أن يكون محلاً للعقد في الضمان والوديعة، كما جاز مبادلتها بالمال في كثير من الفروع والمسائل والتطبيقات عند الفقهاء منها ما يلي:

1_ جواز أخذ العوض المالي على بعض الالتزامات الجائزة شرعاً، ولو كان محلها ليس بمال كأن تدفع المرأة لزوجها مقابل التزامه بعدم الزواج عليها.

¹ عبد الرحمن بن عبد الله بن إبراهيم الخميس، مرجع سابق، ص: 229.

2_ جواز دفع مبلغ من المال من الدائن للمدين، إذا أحضر المدين ضامناً أو كفيلاً يكفله في سداد دينه؛ فالالتزام في عقد الكفالة مما يصح بذل المال في مقابلته.

وعليه فقد رأى المجيزون جواز خيار العرض أو الدفع، إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى قياساً على الضمان والكفالة؛ لأن مالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء الالتزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الآخر.

مناقشة الدليل: إذا سلمنا بجواز أخذ الأجرة على محض الالتزام في الكفالة نقول: إن قياس هذا على جواز أخذ العوض في خيار العرض أو الدفع قياس غير مسلم فيه وذلك لما يلي:¹

1_ إن الذين أجازوا أخذ الأجرة على محض الالتزام فقد اشترطوا في الملتمزم به _إذا كان من باب المعاوضات_ ما يشترط في الثمن والمثمن من انتفاء الجهل والغرر، وأن يكون مقدور على تسليمه، وهذه العلة منتفية في الخيارات.

2_ من العلل التي أجازوا عليها أخذ العوض على الالتزام، اعتبار أن الالتزام له قيمة مالية في ذاته، وهي علة منتفية في الخيارات، بدليل أن قيمتها مستمدة من مادة الخيار المذكورة في العقد.

3_ اشترط المجيزون في قياس الخيارات على الالتزام أن تخلو الخيارات من المخالفات الشرعية، وهذا منتف من عقود الخيارات؛ فليست خالية من المخالفات الشرعية.

4_ من خلال النظر في نصوص المالكية في جواز أخذ العوض على الالتزام، يتبين أن الملتمزم لا يستحق العوض من قبل الملتمزم له إلا إذا لم يتحقق الملتمزم به، كالمرأة التي تدفع لزوجها عوضاً مقابل أن لا يتزوج عليها، فإن الزوج لا يستحق هذا العوض إذا لم يلتزم بعدم الزواج، فإن لم يلتزم وتزوج عليها فيرد عليها عوضها. أما في عقود الخيارات

¹ - هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 216.

فإن محرر خيار الدفع يحصل على قيمة الخيار _ صحيح أنه مقابل التزامه بتنفيذ العقد عندما سيطلب مشتري الخيار ذلك منه _ لكنه يأخذ ثمن الخيار على كل الحالات سواء رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد أم لا؛ بمعنى إذا لم ينفذ المشتري فإنه لا يرجع على بائع الخيار بشيء. إذن فقياس خيار الدفع على الالتزام غير سليم لكل ما تقدم¹.

الفرع الثاني: المانعون للتعامل بعقود الخيارات المالية وأدلتهم

وممن يرى عدم جواز التعامل بعقود الخيارات (عبد الستار أبو غدة، علي أحمد السالوس، محمد علي السلامي، الصديق محمد الأمين الضرير، علي محي الدين القرعة داغي، عطية فياض، سمير رضوان، أحمد محي الدين أحمد، عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، مبارك بن سليمان آل سلمان). وقد استدلووا على ذلك بجملة من الأدلة نجمها فيما يلي:

أولاً: انطواء عقود الخيارات على بيع الإنسان ما ليس عنده وبيع ما لا يملك

بالنظر إلى ماهية تنفيذ عمليات عقود الخيارات في البورصة نجد أنها غالباً ما تتم على ما لا يملكه صاحب الخيار؛ لأن مشتري الخيار أصلاً لا يهدف إلى تسليم السلعة محل الخيار، وإنما الهدف كله هو تحقيق أقصى ربح ممكن من جراء الفروق بين الأسعار، بمعنى أن البائع لا يمتلك المعقود عليه (الأوراق المالية) التي يبيعها، بل لا ينظر إلى وجودها أصلاً، إنما يدخل السوق مضارباً على الهبوط متوقفاً انخفاض السعر في تاريخ التصفية، وأنه سيكون بوسعه حينئذ أن يشتري ذات الكمية من الأوراق التي سبق له التعاقد على بيعها، بسعر أقل من السعر الذي باع به محققاً بذلك هامشاً من الربح، يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، وعليه فإن عمليات عقود الخيارات في البورصة تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده، كون المعقود عليه ليس موجوداً لدى البائع عند إنشاء العقد.²

¹ - العموري، محمود فهد أحمد، مرجع سابق، ص، ص: 101-102.

² - هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 192.

وقد ورد النهي عن ذلك كله، فعن حكيم بن حزام قال: يا رسول الله، يأتييني الرجل يسألني البيع لما ليس عندي؛ فأبيعه منه ثم ابتاعه من السوق. فقال: "لا تبع ما ليس عندك"¹. وعلة ذلك الغرر، وبيع الغرر قد ورد النهي عنه؛ ففي الحديث الصحيح: نهى رسول الله ﷺ عن الغرر². وأما بيع الإنسان ما لا يملكه، فقد نهى النبي ﷺ أن تباع السلع حيث تباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم³. وعليه فقد أجمع الفقهاء على عدم جواز بيع الإنسان ما ليس عنده، وبيع الإنسان ما لا يملكه.

ثانياً: انطواء عقود الخيارات على الغرر والقمار

1_ الغرر: هو ما خفيت عاقبته؛ أي ما كان مجهول العاقبة. وعُرف كذلك بأنه: الشك في وجود المبيع. ووجه الغرر في عقود الخيارات هو عدم معرفة حصول العقد من عدمه، فإذا ما عدنا إلى البيانات الشارحة لماهية عقود الخيارات وكيفية تنفيذها اتضح لنا الغرر الذي تنطوي عليه هذه العقود، وتفصيل ذلك كما يلي:⁴

بالنسبة لمشتري الخيار سواء أكان خيار شراء أم خيار بيع، فإن المشتري لا يقدم على ممارسته إلا إذا تغيرت الأسعار في صالحه، بأن ترتفع الأسعار بالنسبة لمشتري حق الشراء، أو تنخفض بالنسبة لمشتري حق البيع، وتغير الأسعار في صالحه أمر مجهول له قد يحصل فيمارس حقه في الشراء أو البيع، وقد لا يحصل فتذهب عليه فائدة المعقود عليه (حق الخيار)؛ لأنه لن يستعمله حينئذ، والمعقود عليه إذا خلا من الفائدة كان كالمعدوم، وهذا غرر.

¹ أخرجه أبو داود، سنن أبي داود، مصدر سابق، كتاب البيوع، باب في الرجل يبيع ما ليس عنده، رقم: 3503، ج3، ص: 283.

² أخرجه مسلم، مسلم بن الحجاج النيسابوري، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، كتاب البيوع، باب بطلان بيع الحصة، والبيع الذي فيه غرر، رقم: 1513، بلفظ: "نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الحصة، وعن بيع الغرر"، ج3، ص: 153.

³ أخرجه أبو داود، سنن أبي داود، مصدر سابق، كتاب البيوع، باب في بيع الطعام قبل أن يستوفى، رقم: 3499، ج3، ص: 282.

⁴ هشام السعدني خليفة بدوي، المرجع نفسه، ص: 202.

وهكذا الأمر بالنسبة لمحذر الخيار؛ فهو يقدم على إبرام عقد الخيار سواء أكان خيار بيع أم خيار شراء، أملا في أن تكون الأسعار خلال فترة الخيار في غير صالح المشتري، بحيث لا يمارس المشتري حقه في الشراء أو في البيع ليبرح _ أي المحرر _ حينئذ ثمن الخيار؛ إذ لو تغيرت الأسعار في صالح المشتري، فإنه سيمارس حقه في الشراء أو في البيع، وسيضطر المحرر _ في حالة خيار الشراء إذا لم يكن مالكا للأسهم مثلا _ إلى شرائها من السوق بالسعر المرتفع، ليسلمها إلى المشتري، كما سيضطر _ في حالة خيار البيع إذا لم يكن له غرض في الأسهم _ إلى بيعها في السوق بالسعر المنخفض متكبدا في كلا الحالتين خسارة تذهب بثمن الخيار الذي قبضه من المشتري. وهذا الأمر _ أي إقدام المشتري على ممارسة حقه في الشراء أو البيع _ أمر مجهول للمحرر مبني على أمر مجهول وهو تغير الأسعار، قد يقدم المشتري على ممارسة الخيار فلا يحصل للمحرر مقصوده من العقد، وقد لا يقدم على ممارسة الخيار فيحصل للبائع مقصوده، وكل ذلك غرر بالنسبة له. إذن فالغرر متحقق في المعقود عليه أصالة، وعليه يكون الغرر هنا غررا مؤثرا في صحة العقد.

2_ القمار: هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغنم وبين أن يغرر. والقمار في عقود الخيار يكمن في المعقود عليه، وهو حق المشتري في الممارسة ليكسب ويقابله خسارة الملتزم، أو حق المشتري في عدم الممارسة ليخسر ويقابله كسب الملتزم (محرر الخيار)، ويتحقق هذا في الحالة التي تنتهي فيها الصفقة بالتسوية النقدية التي يكتفي فيها المتعاقدان بقبض أو دفع فرق السعريين (سعر التنفيذ وسعر السوق)، سواء أكان غرض المتعاقدين المضاربة على فروق الأسعار أم كان غرضهما الاحتياط ضد تقلبات الأسعار؛ وذلك لتردد كل واحد منهما بين الغنم والغرر؛ لأن البائع يضارب على الهبوط، والمشتري يضارب على الصعود. فإذا جاء يوم التصفية، يتقاضى البائع الفرق من المشتري إذا هبط السعر، أو يدفع للمشتري الفرق إذا ارتفع السعر.¹

وهذه العمليات تدخل في القمار الممنوع؛ لأن البائع يضارب على هبوط السعر في اليوم المحدد، والمشتري يضارب على صعوده، ومن يصدق توقعه يكسب الفرق. وليس

¹ _ هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص، ص: 205، 203.

هذا فحسب، بل إن الخيارات تقوم من حيث الغالب على المخاطرة والحظ والمقامرة والربح على حساب الآخر؛ حيث يكون ربح أحدهما على حساب خسارة الآخر، فمثل هذا يدخل في الميسر المحرم، وفي أكل أموال الناس بالباطل.

ثالثاً: عقود الخيارات تندرج تحت بيع الكالئ بالكالئ

بيع الكالئ بالكالئ: هو بيع الدين بالدين. وصورته: أن يشتري بضاعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل التسليم كذلك، سواء اتحد الأجلان أو اختلفا، وسواء أكان البيع للمدين أم لغير المدين. وهو بيع ممنوع شرعاً؛ لأن النبي ﷺ نهى عن بيع الكالئ بالكالئ¹.

ومثال الأول (بيع الدين للمدين): أن يقول شخص لآخر: اشتريت منك هذه السلعة بدينار على أن يتم تسليم العوضين بعد شهر مثلاً. فإذا حلَّ الأجل ولم يجد البائع ما يقضي به دينه يقول للمشتري: بعني هذا الشيء إلى أجل آخر بزيادة شيء. فيبيعه ولا يجري بينهما تقابض.

ومثال الثاني (بيع الدين لغير المدين): أن يقول رجل لغيره: بعتك السلعة التي لي عند فلان بكذا تدفعها لي بعد شهر. وهذا هو الواقع فعلاً في عقود الخيارات؛ حيث لا يتم في عقود الخيارات دفع الثمن نقداً، إنما يسجل عليه في كلا النوعين من عقود الخيارات دون أن يكون من قبله دفع، بل المعتاد أن ينتظر البائع والمشتري تحسن السوق فيما يعتقد أنه في صالحه بيعا أو شراء للحصول على الربح².

وأما الثمن والسلعة المعقود عليه فقد تبين سابقاً أن محل العقد في عقد الخيار هو حق لشراء أو حق بيع وليس الأوراق المالية أو السلع العينية، وأن هذا الحق المجرد لا يصلح أن يكون محلاً للعقد؛ كونه ليس مالاً ولا حقاً متعلقاً بمال، وهذا يعني غياب المثلث (السلعة) عن محل العقد.

¹ - أخرجه الدارقطني، أبو الحسن علي بن عمر الدارقطني، سنن الدارقطني، تحقيق: شعيب الأرنؤوط وآخرون، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط1، 2004م، كتاب البيوع، رقم: 3060، ج4، ص: 40.

² - هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 207.

من كل ما تقدم يتبين غياب الثمن والمثمن جميعاً، وأنه لا يتم قبض واحد منهما، وهذا يحيل العقد إلى بيع دين بدين، وقد نُهي عنه.

إذا ما نظرنا إلى كيفية تنفيذ عقود الخيارات في بورصة الأوراق المالية، يتضح أن أغلب عمليات عقود الخيارات في البورصة تتم بصورة بيع الدين بالدين دون تسليم مادة الخيار (محل العقد أو المثمن) ولا تسليم الثمن. وبيع الكالئ بالكالئ: هو (بيع أنشأ ديناً وخلا عن القبض). وإن شئت: (مداينة خلت عن القبض).

وعليه بالنظر إلى كيفية تنفيذ عمليات عقود الخيارات في البورصة، نجدها تنشأ ديناً على أحد الطرفين أو كليهما وتخلو من القبض من كلا الطرفين، إذن فحقيقة عقود الخيارات هي: دين يثبت في ذمة المدين على سبيل المعاوضة دون أن يقبض في مقابلة ما ينتفع به. وهذا هو حقيقة عقد الكالئ بالكالئ، ومما يزيد هذه النتيجة تأكيداً: اشتغال عقود الخيارات على حكم تحريم الكالئ بالكالئ. ويمكن بيان هذه الحكم على النحو الآتي:

_ بيع الكالئ منافع لمقاصد التشريع.

_ المقصود من العقود القبض وذلك لتحقيق الانتفاع، بينما بيع الكالئ بالكالئ المقصود منه هو الضمان والتحوط؛ لذلك فهو منافع لمقصود العقود، والخيارات كذلك تخلو من القبض ومقصودها الضمان والتحوط.¹

3_ بيع الكالئ بالكالئ منافع لميزان العدل الشرعي للمعاوضات المتمثل بقوله عليه السلام: "الخارج بالضمان"، ووجه منافاته أن أحد الطرفين يضمن للآخر المبدل دون أن يملك حق الانتفاع، وهذا اختلال لميزان العدل الشرعي بين الحقوق والالتزامات، وعقود الخيارات هي ضمان طرف لآخر دون أن يملك الضامن حق الانتفاع بشيء مطلقاً.

من كل ما تقدم يتبين أن عقود الخيارات هي صورة من صور بيع الكالئ بالكالئ، وقد ورد النهي عنه.

¹ _ هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 208.

رابعاً: منافاة عقود الخيارات لمقاصد التشريع في التبادل

إن مقصد التشريع من التبادل تحقيق منافع العباد التي يقصدونها من التبادل فيما بينهم، والطريق لذلك يكون بالقبض، فبالقبض تتحقق منافع كل واحد من طرفي العقد، وهذا يعني أن المنافع ترتبط مع القبض وجوداً وعدماً؛ بمعنى إذا وجد القبض تحققت المنافع، وإذا انتفى القبض انعدمت المنافع؛ وعليه فأي عملية تبادل تخلو من القبض لن يتمكن أي طرفي عقد التبادل من الانتفاع بالعوض، ومن غير المتصور حينئذ تحقق المنافع.

ومن خلال ما سبق بيانه لماهية عقود الخيارات وكيفية تداولها في بورصة الأوراق المالية، والتي اتضح أنه لا يتم فيها لا تسلّم ولا تسليم (أي القبض معدوم)، فعقود الخيارات وإن سميت ببيعاً لكنها في الحقيقة لا تتضمن حكمة مشروعية التبادل، ولا تحقق منفعة التبادل التي قصدها الشارع من إباحة التبادل، بل على العكس؛ فهي تتطوي على مفساد اقتصادية تناقض حكمة مشروعية التبادل، وليس لها قيمة اقتصادية واضحة للمجتمعات، فالبيع شرع لتلبية حاجة الناس، والناس متفاوتون في القدرات وفي الثروات، وحاجة كل منهم لأنواع السلع والخدمات تختلف عن الآخر، وطريق تحقيق هذا: التبادل بينهم، فيبذل كل طرف في المبادلة ما يمكنه الاستغناء عنه ليقبض ما تشتد حاجته إليه فينتفع طرفاً بالمبادلة وتكون المحصلة زيادة منفعة الجميع.¹

ولتحقيق مصلحة التبادل لا بد من القبض ليحصل الانتفاع، وعليه فإذا وجدت معاوضة خالية من القبض، فلن يتمكن أي طرف من أطراف التبادل أن ينتفع بالعوض، ومن غير المتصور حينئذ تحقق منافع التبادل. ولذلك قال الفقهاء: "إن المقصود من العقود هو القبض"، إذ يتحقق به الانتفاع. ورتبوا على ذلك أن الأصل في البيع أن يكون حاضراً، وعقود الخيارات لا يتم فيها لا تسليم ولا تسلّم، بل إن نية التسليم والتسلّم غير موجودة ابتداءً عند طرفي التبادل، إنما تباع الأوراق المالية أو السلع وتنتقل من يد إلى يد على الورق فقط دون أن يكون لها وجود؛ وعليه فهي عقود لا تفيد التمليك في الحال،

¹ - هشام السعدني خليفة بدوي، ص: 209.

وصيغة العقد غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشارع؛ وبهذا تكون منافية لمقاصد التشريع في التبادل، وبما أن قصد الشارع هو المعتبر لا قصد المكلف _بمعنى أن يكون قصد المكلف من العمل موافقا لقصد الشارع وألا يكون مناقضا للشريعة وبالتالي يكون عمله في المناقضة باطلا_ فإن عقود الخيارات باطلة؛ لأن ما بُني على باطل فهو باطل.

الفرع الثالث: الترجيح بين الآراء

بعد استعراض كل من آراء المجيزين والمانعين لعقود الخيارات المالية المعاصرة، وأدلة كل منهم ومناقشة أدلتهم يتبين أن الرأي الراجح في حكم عقود الخيارات المالية المعاصرة هو الرأي الثاني وهو: تحريم التعامل بعقود الخيارات المعاصرة في الأسواق المالية (البورصة بالصورة الحالية وتحريم تداولها بيعا وشراء)، وذلك لما يلي:

أولاً: قوة أدلة المانعين وضعف أدلة المجيزين

1_ قوة أدلة المانعين: وقد جاءت هذه القوة من خلال ما يلي:

أ_ من حيث المصدر: إن معظم الأدلة التي وردت عند المانعين مرجعها الكتاب والسنة والقواعد الأصولية الشرعية.

ب_ من حيث دلالتها: جميع الأدلة واضحة الدلالة على تحريم عقود الخيارات بصورتها الحالية، وذلك من حيث العلة أو العلل التي تلتقي عليها عقود الخيارات المعاصرة بصورتها الحالية، والأدلة التي ساقها المانعون.

2_ ضعف أدلة المجيزين: ويتمثل هذا الضعف فيما يلي:

أ_ لم تكن الأدلة واضحة الدلالة على جواز عقود الخيارات، وإنما هي إشارات ضعيفة لا ترقى إلى درجة الاستدلال بها على جواز الخيارات.¹

¹ _ هاشم السعدني خليفة بدوي، المرجع نفسه، ص: 210.

ب_ جميع الأدلة انطلقت من القياس_ صحيح أن القياس مصدر من مصادر التشريع باتفاق الجمهور ما عدا الظاهرية_ لكن توظيف هذا المصدر في الاستدلال على صحة التعامل بعقود الخيارات الحالية لم يكن سليماً، إنما كان قياساً مع الفارق، وذلك لما يلي:

_ أساس القياس هو العلة المشتركة بين الأصل والفرع التي أوجبت التساوي في الحكم؛ بمعنى أن تكون متعددة غير مقصورة على موضع الحكم الذي عللت به، ولقد تقرر من خلال المناقشة للأدلة، أن العلة كانت منتفية بين الأدلة التي ساقها المجيزون وبين عقود الخيارات، وعليه حتى يكون القياس في موضعه، يجب أن تكون علل أدلتهم متوفرة في عقود الخيارات، وانتفاء العلة ينفي القياس.

_ إذا سلمنا بوجود التشابه في العلة بين الخيارات وتلك الأدلة؛ فإن من شروط العلة أن تكون منضبطة؛ أي لا تختلف باختلاف الأشخاص، ولا باختلاف الأحوال، وعليه يجب أن تكون محددة المعنى في كل ما يتحقق فيه؛ كالشركة سبب لطلب الشفعة، ولا يناط طلب الشفعة بالغرر من المشتري الجديد. لذلك يجب أن تكون العلة في الخيارات منضبطة حتى يصح فيها القياس، وهذا ليس موجوداً في عقودها، فعلى سبيل المثال: العلة التي أجاز الفقهاء على ضوئها خيار الشرط_ وهي إعطاء المشتري فرصة التريث في إمضاء الصفقة من عدم الإمضاء لحماية نفسه من الغبن ونحوه_ علة منضبطة، أما في عقود الخيارات فإن الهدف هو التريح من خلال المضاربة على فروق الأسعار.

_ بعض الأدلة التي استدلوها بها هي محل خلاف بين الفقهاء؛ بمعنى أن بعضهم أجازها وبعضهم حرمها_ كأخذ الأجرة على الكفالة والالتزام، وحتى الذين أجازوها ما أجازوها إلا بضوابط وشروط، وقد ثبت خلو عقود الخيارات من تلك الضوابط.¹

ثانياً: اشتمال عقود الخيارات المالية على المخالفات الشرعية

1_ الشروط الفاسدة: تشتمل عقود الخيارات على عدد من الشروط التي تعد شروطاً فاسدة في مختلف المذاهب الفقهية، والشرط الفاسد_ كما بينه الفقهاء_: هو ما كان منافياً

¹ _ هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 221.

لمقتضى العقد، واشتمل على منفعة لأحد المتعاقدين، وناله الغرر والجهالة والقمار بسبب شرط من الشروط التي يشترطها العاقدان.

2_ عدم صلاحية محل العقد فيها أن يكون معقود عليه : محل العقد في الخيارات عبارة عن إرادة ومشئئة، ومن شروط المعقود عليه: أن يكون مالا متقوما شرعا، ومقدورا على تسليمه، وقبضه قبضا حقيقيا. وهذه العقود إنما هي حق محض يباع ويشترى في الأسواق المالية مستقلة عن الأسهم والسندات ونحوها.

3_ جهالة المثلن : المثلن في عقود الخيارات هو المعقود عليه، والمقصود بجهالة المثلن: عدم تحديد كميته في العقد عند التعاقد. أي الجهالة بمقدار محل العقد؛ حيث لا يعلم الطرفان الكمية التي سيتم تنفيذ العقد عليها، والجهالة بالمثلن متحققة في العمليات المضاعفة التي يكون للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها وبسعر التعاقد.

4_ المعقود عليه ليس قابلا لحكم العقد المخصص له شرعا : لعدم قبول محل العقد لحكم العقد شرعا أسباب هي:

_ انتفاء القبض: وقد تقرر أن عمليات الخيار لا ثمن فيها ولا سلعة ولا تسليم ولا تسلّم.

_ انتفاء مالية المعقود عليه: بمعنى أن المعقود عليه ليس مالا متقوما، وفي الخيارات المعقود عليه هو حق معنوي مجرد لشراء أو بيع.

_ انتفاء الملكية: بمعنى أن المعقود عليه يجب أن يكون مملوكا للبائع عند التعاقد، إلا ما استثنى في بعض العقود كالسلم، وعقود الخيارات لا تمليك فيها ولا تملك لمادة الخيار من قبل المضاربين عند التعاقد.

_ انتفاء القدرة على تسليم المعقود عليه: وفي عقود الخيارات المعقود عليه عند التعاقد معدوم، وخاصة في البيع على المكشوف.¹

¹ - هاشم السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 222.

5_ عقود الخيارات حيلة ربوية: المراد بالحيل إذا قصد بها المكلف غاية محرمة تبطل أحكام الشرع وتناقض قصده. وصورتها: أن يبحث المضارب عن ممول يخرج من ورطته، وهي الخسارة التي سيتحملها نتيجة تغير الأسعار في غير صالحه، مقابل زيادة يدفعها له، وتسمى هذه: (زيادة بالمرابحة)؛ أي تأجيل المرابحة، وهي قرض ربوي مقابل التأجيل.¹

من كل ما تقدم ترى الباحثة رجحان الرأي الثاني القائل بتحريم التعامل بعقود الخيارات بصورتها الحالية التي يُتعامَل بها في الأسواق المالية.

المطلب الثاني: نظرة الاقتصاد الإسلامي للعقود الآجلة والعقود المستقبلية

سوف يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى العقود الآجلة والعقود المستقبلية لكشف اللثام عن مدى اتفاقها أو اختلافها مع أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي.

الفرع الأول: العقود الآجلة من منظور الاقتصاد الإسلامي

يتضمن عقد المعاملات الآجلة أمرين:

الأمر الأول: لا يترتب على هذه العقود لا تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلّم، فالثمن والمثمن مؤجلين إلى يوم التصفية، وبالتالي فهذه العقود لا يترتب عليها آثار العقد عند إنشائه بل يتم تأجيلها إلى يوم التصفية.²

الأمر الثاني: أغلب العقود الآجلة تجري على المكشوف، بمعنى أن البائع لا يمتلك الأصل المباع وقت إبرام العقد بل يقوم بشراء هذا الأصل في يوم التصفية.³

ومما سبق يتبين أن العقود الآجلة التي لا يترتب عليها تمليك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند إنشاء العقد، ويتأجل فيه تسليم الثمن والمثمن إلى يوم التصفية المحدد لتنفيذ العقد، غير جائز شرعاً؛ وذلك لعدة أسباب نوجزها فيما يلي:

¹ هاشم السعدني خليفة بدوي، المرجع السابق، ص: 223.

² سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص: 488.

³ مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 800.

_ أن هذه العقود تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده؛ وذلك لأن أغلب هذه العقود تتم على المكشوف، أي أن البائع يبيع أسهما لا يملكها على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل، ليقوم بشرائها في هذا الوقت وتسليمها للمشتري، وفي ذلك ارتكاب للمحظور وهو بيع الإنسان ما ليس عنده المنهي عنه شرعا.

_ يتم في هذه العقود تأجيل تسليم المبيع وأيضا تأجيل تسليم الثمن؛ أي تأجيل الثمن والمثمن وهذا من قبيل النسئة بالنسئة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه.

_ يقوم المضارب عادة بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا توقع تعرّضه لخسارة في تاريخ التصفية، وذلك مقابل دفعه لمبلغ من المال يسمى بدل التأجيل لمن ينقل إليه مركزه، سواء كان مضاربا يرغب في تأجيل التسليم أو ممولا يرغب في تثمير أمواله، وحيث أن بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محددة زمتا ومقدارا، يدفعها المستقرض أي المضارب للمقرض وهو الممول، وهو ما يعني أن بدل التأجيل بهذا المعنى يُعد من ربا النسئة المجمع على تحريمه.

_ في الغالب يكون البيع غير مقصود من قبل المتعاملين بهذا النوع من المعاملات، وغالبا ما تنتهي هذه التعاملات بالمحاسبة على فروق الأسعار بين البائع والمشتري دون تسليم أو تسلّم الأصل، فإذا كان ذلك مشروطا في العقد أو كان عرفا معمولا به فهو رهان وقمار لعلم كل طرف أنه وبإبرامه لهذا العقد فهو إما أن يغتم أو يغرم وهذا حقيقة القمار، أما إذا كان ذلك غير مشروط في العقد ففيه أيضا معنى القمار لعلم الطرفين أن أحدهما خاسر لا محال وهذا هو معنى القمار.¹

_ أضف إلى ذلك أن القبض في هذه العقود ليس مقصودا للمتعاقدين، ولذلك كان فيها التزاما وشغلا لذمة كل طرف منهما بالدين بلا فائدة إلا المخاطرة وانتظار الخسارة التي

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر...، المرجع نفسه، ص: 519.

ستنقع على أحدهما لا محالة، ولذلك فإن المتعاملين والمستثمرين في هذه السوق فالأصح والأنسب أن يطلق عليهم المجازفون أو المقامرون.

وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة بمكة المكرمة سنة 1404هـ، بما نصه: "إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية (البورصة) غير جائزة شرعا، لأنها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتمادا على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد المحدد، وهذا منهي عنه شرعا...¹".

الفرع الثاني: العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي

لقد ناقش الفقهاء في مصنفاتهم بعض العلل الموجبة للتحريم في المعاملات المالية، والتي يمكن من خلالها استنباط الحكم الشرعي والوقوف عليه في مثل هذه العقود المستحدثة، ويمكن بيان ذلك كما يلي:

أولاً: الحكم الشرعي للعقود المستقبلية على السلع

لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على السلع سواء كان الغرض منها الاحتياط لتقلبات الأسعار أم المضاربة وذلك للأدلة التالية²:

1_ في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

2_ ما في هذه العقود من الربا المجمع على تحريمه، وهو ربا النسيئة وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة، حيث أنها تباع بالنقود الورقية، والنقود الورقية تنفق

¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، الجزء الأول، ص: 545.

² مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص، ص: 944-946.

مع الذهب والفضة في علة الربا وهي الثمنية_ على الراجح من أقوال أهل العلم_ فلا يجوز النسأ والتفرق قبل التقابض في مبادلة أحدهما بالآخر.

3_ تنتهي غالبا العقود المستقبلية بالتسوية النقدية بين المتعاقدين فإن كان ذلك مشروطا في العقد كانت العقود المستقبلية من عقود القمار المحرم، لأن كل واحد من المتعاقدين لا ينفك من أن يكون غانما إذا تغيرت الأسعار في صالحه، أو غارما إن حدث العكس، وكل عقد دخل فيه الطرفان كل واحد منهما متردد بين الغنم والغرم فهو عقد قمار يحرم الدخول فيه بإجماع المسلمين.

4_ وقد نص على تحريم العقود المستقبلية على السلع البيان الختامي لندوة الأسواق المالية من الوجة الإسلامية المنعقدة في الرباط بين 20_25 ربيع الآخر 1410هـ وقرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابع والمنعقد بجدة من 07_12 ذي القعدة 1412هـ، كما نص على ذلك من الباحثين المعاصرين الدكتور علي محي الدين القرة داغي، والقاضي محمد تقي الدين العثماني.

5_ جاء في بيان ندوة الأسواق المالية بعد تعريف العقود المستقبلية، وهذا البيع يطلق عليه الفقهاء بيع السلم ويشترطون في صحته أن يتم تسليم الثمن_ ويسمى رأس مال السلم_ في مجلس العقد عند الجمهور، وبعد مدة لا تزيد على ثلاثة أيام عند المالكية، وحكمة هذا الشرط تلافي بيع الدين بالدين أو ابتداء الدين بالدين كما يعبر عنه المالكية، وهو معاملة يرى الفقهاء أنها لا تحقق مصلحة اقتصادية، ولا تضيف جديدا في مجال الإنتاج أو التبادل، إذ أن الشريعة الإسلامية لا تجيز التبادل إلا إذا تضمنت الصفقة أو العقد قبض أحد العوضين على الأقل، وإذا كان هذا العقد باطلا، فإنه يحرم التعامل به، ولا يرتب حقوقا أو التزاما على طرفيه¹.

¹ - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، ج2، 1990م، ص:1664.

وجاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، يتم التعامل بالسلع في الأسواق المنظمة بإحدى أربع طرق، منها الآتية¹:

_ الطريقة الثالثة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد أجل ودفع الثمن عند التسليم وأن يتضمن شرطاً يقتضي أن ينتهي فعلاً بالتسليم والتسلم وهذا العقد غير جائز لتأجيل البدلين، ويمكن أن يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة، فإذا استوفى شروط السلم جاز، وكذلك لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها.

_ الطريقة الرابعة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الثمن في موعد أجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرطاً يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعليين، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس وهذا هو النوع الأكثر شيوعاً في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز أصلاً.

أما الدكتور علي محي الدين القرة داغي فيرى أن هذا العقد يشترط فيه تأجيل الثمن والمثمن، وبما أن الشريعة الإسلامية لا تجيز التبادل إلا إذا تضمنت الصفقة قبض أحد العوضين على الأقل، فإن هذه العقود لا تجوز، ولا يجوز إجراء أي تصرف آخر عليها².

وهو نفس رأي القاضي محمد تقي العثماني حيث يرى أن هذه العقود محرمة شرعاً ومصادمة لعدة أحكام الشريعة الإسلامية الغراء، فهي بيع لما لا يملكه الإنسان³.

ثانياً: الحكم الشرعي للعقود المستقبلية المالية

¹ - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السابع، ج1، ص:716.

² - علي محي الدين القرة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، ج01، ص:189-190.

³ - محمد تقي العثماني، بحوث في قضايا فقهية معاصرة، دار القلم، دمشق، طبعة خاصة، 2013م، ج1، ص:130.

1_ **حكم العقود المستقبلية على الأسهم:** لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على الأسهم للأدلة التالية¹:

_ بيع الأسهم هو من قبيل بيع المعين، والمعين لا يجوز تأجيله بإجماع أهل العلم، وفي العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الأسهم، وذلك محرم.

_ في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز؛ لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

_ لا يملك البائع في الغالب_ الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا، فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره؛ لأن جميع الأسهم مملوكة لجميع المساهمين، وهو ليس واحدا منهم، فيكون ذلك من بيع الأعيان غير المملوكة للبائع وهو مما لا خلاف بين أهل العلم في عدم جوازه.

_ تنتهي أغلب العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، وهذا قمار ظاهر إذا كان ذلك مشروطا في العقد، أو في معناه إن كان غير مشروط.

وقد نص على تحريم العقود المستقبلية على الأسهم البيان الختامي لندوة الأسواق المالية المنعقدة في المغرب² وكذلك الدكتور علي محي الدين القرة داغي³. فقد جاء في بيان ندوة الأسواق المالية أن الورقة المالية التي تمثل حق المشتري في تسليم السلعة أو الورقة المالية في المستقبل ليست لها قيمة مالية فلا يجوز تبادلها.

أما الدكتور علي محي الدين القرة داغي فيرى أيضا عدم جواز هذه العقود؛ لأن الشريعة الإسلامية لا تجيز التبادل إلا إذا تضمنت الصفقة قبض أحد العوضين على الأقل.

2_ **حكم العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت**

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 959.

² - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، ج2، 1990م، ص: 1664.

³ - علي محي الدين القرة داغي، المرجع السابق، ص: 189.

الأوراق المالية ذات الدخل الثابت هي أوراق تمثل ديناً لصاحبها على مصدرها، فبيعها في الحقيقة هو بيع لذلك الدين الذي تمثله وفي ضوء ذلك يعرف حكم العقود المستقبلية على هذه الأوراق، وهو التحريم وذلك لما يأتي¹:

ما في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بثمن مؤجل، وبيع الدين لغير من هو عليه وإن كان جائزاً على القول الراجح، إلا أن ذلك مشروط بكون العوض حالاً غير مؤجل؛ حتى لا يدخل في بيع الدين بالدين المنهي عنه. وهذا لا يتوفر في العقود المستقبلية على هذه الأوراق؛ حيث إن الدين الذي تمثله هذه الأوراق مؤجل، وبيعاً بثمن مؤجل، فكان حراماً.

الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود، وإذا بيعت بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية كان ذلك صرفاً لم تتوفر فيه شروطه، وهي الحلول والتقابض والتماثل إذا بيعت بنقود من جنسها، والحلول والتقابض فقط إذا بيعت بغير جنسها، وهذا منتف في العقود المستقبلية على تلك الأوراق، حيث إنها تباع بنقود من جنسها لا تقل عن قيمتها الاسمية أو تزيد عليها، مع اشتراط تأجيل التقابض إلى تاريخ لاحق، فكان تحريم العقود المستقبلية على تلك الأوراق مما يُعلم من دين الإسلام بالضرورة.

غالباً ما يكون البائع في العقود المستقبلية غير مالك للأوراق المالية التي أبرم عليها عقد البيع، فهو يبيع مثلاً سندات على جهة معينة وهو غير مالك لتلك السندات أي أنه غير دائن لهذه الجهة بقيمة تلك السندات، فكان بائعاً لما لا يملك، وهو حرام في شرع الله عز وجل.

وفضلاً عن ذلك فالتقابض الذي هو مقصود العقود غير المتعاقدين؛ إذ غالباً ما تتم تصفية تلك العقود بالتسوية النقدية بين الطرفين، وهذا يجعل التعاقد بهذا النوع من العقود

¹ - مبارك بن سليمان، المرجع السابق، ص: 960.

داخلا في دائرة القمار والميسر، على النحو الذي سبق توضيحه عند الكلام عن العقود المستقبلية على السلع.

3_ حكم العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم للأدلة الآتية:

_ ما في هذه العقود من وقوع العقد على ما ليس بمال، ولا يؤول إلى المال وذلك لا يجوز؛ لأن من شروط المعقود عليه أن يكون مالا أو حقا متعلقا بمال، ومؤشرات الأسهم إن هي إلا أرقام مجردة يقع العقد عليها، وليس على الأسهم الممثلة في تلك المؤشرات.

_ ما في هذه العقود من الرهان المحرم بإجماع المسلمين كما ذكر ذلك شيخ الإسلام ابن تيمية _ رحمه الله _ فإن حقيقة العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم؛ المراهنة على هذه المؤشرات من حيث بلوغها رقما معيناً، أو عدمه على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المراهن عليه المسمى بـ "سعر التنفيذ" وبين الرقم الذي يصل إليه المؤشر فعلا في الأجل المضروب. فالمراهن على الصعود يكسب الفرق إذا زاد سعر المؤشر (أي رقمه) في الأجل المضروب عن سعر التنفيذ، والمضارب على الهبوط يكسب إذا نقص سعر المؤشر عن سعر التنفيذ، فكان كل واحد منهما إما غانما، وإما غارما، وهذا هو ضابط القمار المحرم¹.

وبتحريم العقود المستقبلية على المؤشرات صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة المنعقدة في جدة من 7 إلى 12 ذي القعدة سنة 1412هـ، فقد جاء فيه: "لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"².

¹ - مبارك بن سليمان، المرجع السابق، ص: 961.

² - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، 1990م، ج1، ص: 716.

4_ حكم العقود المستقبلية على العملات الأجنبية

لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على العملات للأدلة الآتية:

_ في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن وهذا لا يجوز، لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه¹.

_ إن التعامل في النقود (الصرف) يشترط فيه التماثل والتقابض في المجلس عند اتحاد الجنس، والتقابض في المجلس عند اختلافه، وفي هذا النوع اشترط فيه التأخير فلا يجوز².

_ ما في هذه العقود من القمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية، والمحاسبة على فروق الأسعار، دون أن تكون نية التسليم والاستلام لدى المتعاقدين، على ما سبق توضيحه عند الكلام عن العقود المستقبلية على السلع³.

وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم العقود المستقبلية على العملات الأجنبية فقد جاء في قرار المجمع في دورة مجلسه الثالثة عشر المنعقدة بمكة المكرمة في يوم السبت 5 شعبان 1412هـ: "إذا تم عقد الصرف مع الاتفاق على تأجيل قبض البديلين أو أحدهما إلى تاريخ معلوم في المستقبل، بحيث يتم تبادل العملتين معا في وقت واحد في التاريخ المعلوم، فالعقد غير جائز؛ لأن التقابض شرط لصحة تمام العقد، ولم يحصل"⁴.

كما نص على تحريمها قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته السابعة حيث جاء فيه: "يتم التعامل بالعملات في الأسواق المنظمة

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 966.

² - علي محي الدين القرعة داغي، مرجع سابق، ص: 191.

³ - مبارك بن سليمان، المرجع السابق، ص: 966.

⁴ - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، ص: 129.

بإحدى الطرق الأربع المذكورة في التعامل بالسلع، ولا يجوز شراء العملات وبيعها بالطريقتين الثالثة والرابعة¹.

المطلب الثالث: نظرة الاقتصاد الإسلامي لعقود المبادلات

سبق الحديث عن أهم أنواع المبادلات، وأنها تتمثل في: عقود مبادلة أسعار الفائدة، وعقود مبادلة العملات لذلك سيتم من خلال هذا المطلب التطرق لموقف الاقتصاد الإسلامي منها وذلك كما يلي:

الفرع الأول: الحكم الشرعي لعقود مبادلة أسعار الفائدة

عقد مبادلة أسعار الفائدة _ كما تقدم _ هو عقد لمبادلة فائدة ثابتة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما قد يظهر، وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود، يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد، بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في الوقت المحدد لإجراء المبادلة.

وإذا كان الأمر كذلك، كان ذلك في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود مع التفاضل والتأجيل، فدخل ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل وriba النسيئة إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة)، أو ربا النسيئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين)، وهذا ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات للأدلة الشرعية الثابتة الدالة على تحريم الربا بنوعيه، وأن الواجب في بيع النقود بالنقود (الصرف): التماثل، والحلول، والتقابض في مجلس العقد إذا كانت النقود من جنس واحد، والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين.

¹ - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورات من 1 إلى 10، القرارات من 1 إلى 97، ص: 140. وقد سبق ذكر هاتين الطريقتين عند الكلام عن حكم العقود المستقبلية على السلع.

وهناك أمر آخر يقضي بتحريم هذا النوع من العقود وهو: اشتماله على القمار؛ وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانماً أو غارماً، وتلك حقيقة القمار¹.

الفرع الثاني: الحكم الشرعي لعقود مبادلة العملات

بينما يطلق على هذه العقود في أسواق المشتقات المالية "عقود مبادلة العملة" إلا أن هذا المسمى لا يصح شرعاً؛ فالعقد على غير نقد هو الذي يطلق عليه شرعاً عقد مبادلة، أو عقد معاوضة، أو عقد مقايضة، أما إذا كان العقد نقداً سمي "صرفاً" أو "مصارفة".

غير أن العقد الذي نحن بصددده ليس هذا ولا ذاك، وإن كان ظاهره يشير إلى أنه عقد مصارفة لما ينطوي عليه من حصول كل من المتعاقدين على احتياجاته من عملة الطرف الآخر. ولكن بإمعان النظر في هذا النوع من العقود سوف يتبين أن كلا المتعاقدين ملتزم أمام الآخر بأن يرد العملة التي حصل عليها من الطرف الآخر وهو ما لا يتحقق في عقد المصارفة والذي ينتهي فيه التزام كل طرف قبل الآخر بتقابضهما قبل أن يفترقا لما صح عن رسول الله ﷺ أنه قال: "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح مثلاً بمثل، سواء بسواء يداً بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كانت يداً بيد"².

ولما رُوي عن ابن عمر رضي الله عنهما قال: قلت يا رسول الله إني أبيع الإبل بالبيع فأبيع بالدنانير وأخذ الدراهم، وأبيع الدراهم وأخذ الدنانير، أخذاً من هذا،

¹ - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص، ص: 1104-1105.

² - أخرجه مسلم، صحيح مسلم، مصدر سابق، كتاب المساقاة، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، رقم: 1587، ج3، ص: 1211.

وأعطي هذا من هذا، قال رسول الله ﷺ: "لا بأس بأن تأخذها بسعر يومها ما لم تفترقا وبينكما شيء"¹.

وبناء على ذلك فهذه المعاملة تنطوي على عدد من العقود وذلك على الوجه التالي:

1_ تنطوي على صفتين في صفقة، أو بيعتين في بيعة، وقد نهى رسول الله ﷺ عن بيعتين في بيعة، فعن أبي هريرة رضي الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ: من باع بيعتين في بيعة فله أوكسهما أو الربا ، وفي لفظ نهى رسول الله ﷺ عن بيعتين في بيعة². وقد فسر الإمام الشافعي بيعتين في بيعة بالآتي:

_ أن يقول له أبيعك هذه السلعة بألف نقدا أو بألفين إلى سنة نسيئة.

_ أن يقول له بعتك هذا العبد بألف على أن تبيعني دارك بكذا.

قال صاحب الروضة الندية: وفي شرح السنة فسروا البيعتين في بيعة على وجهين: أحدهما أن يقول بعتك هذا الثوب بعشرة نقدا أو بعشرين نسيئة إلى سنة فهو فاسد عند أكثر أهل العلم، والآخر أن يقول بعتك عبدي هذا بعشرين دينارا على أن تبيعني جاريتك. وبتطبيق ذلك على عملية مبادلة العملة يتبين لنا أنها من قبيل بيع الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ، لأنها تنطوي على مبادلة قرض بقرض، والمبادلة مشروطة من قبل الجانبين، شأنها في ذلك شأن من يقول أقرضك كذا دولارا على أن تقرضني كذا دينارا، فكانت هذه المعاملة في معنى الصفقتين في صفقة التي نهى عنها رسول الله ﷺ لأن

¹ - أخرجه أحمد، أبو عبد الله أحمد بن حنبل الشيباني، مسند الإمام أحمد، تحقيق: شعيب الأرنؤوط وآخرون، مؤسسة الرسالة، ط1، 2001م، مسند الكثيرين من الصحابة، مسند عبد الله بن عمر رضي الله عنهما، رقم: 6239، ج10، ص:359.

² - أخرجه أحمد، المصدر السابق، مسند الكثيرين من الصحابة، مسند عبد الله بن عمرو بن العاص رضي الله عنهما، رقم: 6628، ج11، ص:203.

حصول أحد الطرفين على قرض من الآخر مشروط أيضا بحصول الطرف الثاني على قرض من الطرف الأول.

أما من حيث انطواء هذه المبادلة على بيع الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ، فمفاد ذلك أن الزيادة المشروطة من قبل كل عاقد من العاقدين على العاقد الآخر بمثابة دين في الذمة يتعين الوفاء به من قبل كل من العاقدين للآخر، وتاجر المبادلات بمقتضى القوانين الحاكمة للتعامل مسؤول عن صحة وسلامة هذه المبادلة وما يتبعها من ديون مستقرة في ذمة العاقدين يتعين الوفاء بها طول مدة العقد.¹

أما عن حكم بيع الكالئ فقد أجمع الفقهاء على عدم جواز الدين بالدين، ومن ذلك ما ذكره صاحب بداية المجتهد ونهاية المقتصد بالقول: أما بالنسيئة بين الطرفين فلا يجوز بإجماع لا في العين ولا في الذمة لأنه الدين بالدين المنهي عنه². وما ذكره صاحب المغني بقوله: "بيع الدين بالدين لا يصح وذلك بالإجماع"³. وما ذكره ابن القيم أنه قد ورد النهي عن بيع الكالئ بالكالئ⁴، وقال: والكالئ هو المؤخر الذي لم يقبض كما لو أسلم شيئاً في شيء في الذمة، وكلاهما مؤخر؛ فهذا لا يجوز بالاتفاق، وهو بيع كالئ بكالئ⁵.

ثانياً: الحكم الشرعي في عقود مبادلة أسعار الصرف

تتضمن هذه العقود وجود عقدين في عقد واحد، يشمل العقد الأول مبادلة عملة بعملة في مجلس العقد، وفي هذا العقد استيفاء الشروط الشرعية المطلوبة من حيث الظاهر، ولكنه يتضمن في داخله شرطاً لإنشاء عقد ثان وأن هذا العقد الجديد يقوم على

¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص: 566.

² - أبو الوليد محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد ابن رشد القرطبي، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، تحقيق: ماجد الحموي، دار ابن حزم، لبنان، ط1، 1995م، ج03، ص: 1159.

³ - أبو محمد عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة، المغني، تحقيق: طه محمد الزيني، مكتبة القاهرة، القاهرة، د.ط، 1969م، ج04، مسألة 3192، ص: 224.

⁴ - سبق تخريجه في الصفحة: 163.

⁵ - شمس الدين أبي عبد الله محمد بن أبي بكر (ابن قيم الجوزية)، مرجع سابق، ج1، ص: 293.

إعادة عملية البيع بطريقة عكسية ولكن مع تأخر أحد العوضين؛ ويتضح من صورة هذا العقد أنه محرم لعدة أسباب منها:

- ◀ أنه عقد يتضمن شرطا، نتج عن هذا الشرط عقد آخر وبالتالي تتحقق حرمة العقد من جهة النهي عن بيع وشرط، بحيث يكون هذا الشرط مخالف لمقتضى العقد كما تقدم، وأن هذه الصورة تدخل في مسألة "النهي عن بيعتين في بيعة".
- ◀ أن العقد الأول هو عقد صوري يهدف إلى إعادة بيع العملة نفسها بطريقة آجلة، تقوم على تأخير قبض العوض وهو ربا النسيئة المحرم، وهذا يخالف الصورة الصحيحة التي يتحد فيها السعر في العقدين دون زيادة، ويكون التقابض في مجلس العقد دون تأجيل.
- ◀ في معظم الأحوال تجري عقود مبادلة أسعار الصرف وفق صورة جديدة تعتمد على أسلوب المضاربة، وهي تعمل من أجل تحريك أسعار الصرف عند مستويات مطلوبة في فترة زمنية محددة، وهذا الأسلوب لا يخلو من الممارسات التي تضر بعلاقات السوق.¹

¹ - ياسر عبد الكريم الحوراني، الاستثمار في عقود المشتقات المالية من منظور إسلامي، مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، الأردن، المجلد:30، العدد:04، 2015م، ص:9.

المبحث الثالث: ضوابط ومحددات الاستقرار المالي في الاقتصاد الإسلامي

لقد اتضح مما سبق أن موضوع الاستقرار المالي أصبح مهما خاصة في العقود الأخيرة؛ حيث أصبح النظام المالي أكثر تعقيدا وذلك نتيجة ظهور المشتقات المالية، وتنوع الأنشطة، وانتقال المخاطر، وبالرغم من أن هذه الاتجاهات أدت إلى تعزيز الكفاءة الاقتصادية وزيادة قدرة النظم المالية على الصمود أمام التحديات، فقد غيرت من طبيعة المخاطر المالية وأحدثت موجات من عدم الاستقرار المالي، لذلك وجب التطرق لمفهوم الاستقرار المالي والاقتصادي وشروط تحققه وضوابطه في الاقتصاد الإسلامي كما يلي:

المطلب الأول: الاستقرار المالي والاقتصادي

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى مفهوم الاستقرار المالي والاقتصادي في الفرع الأول، ثم عرض موجز لآثار الاضطرابات المالية على الاستقرار الاقتصادي في الفرع الثاني.

الفرع الأول: مفهوم الاستقرار المالي والاقتصادي

نظرا للأهمية الكبيرة التي يحظى بها موضوع الاستقرار المالي، دفع بالكثير من الباحثين والمتخصصين إلى صياغة تعريفات عدة للاستقرار المالي والاقتصادي نستعرض أهم تلك المحاولات فيما يلي:

_ يمكن تعريف حالة الاستقرار المالي بأنها الحالة التي يكون فيها القطاع المالي قادرا على التحوط ضد الأزمات، والاستمرار في حالة وقوع الأزمات، في أداء وظيفته المتمثلة في توجيه الموارد المالية إلى الفرص الاستثمارية بكفاءة، وكذا الاستمرار في أداء المدفوعات بالكفاءة والسرعة والوقت المناسبين، وذلك مع عدم الإخلال بعمل الآليات المتعلقة بالحد من المخاطر المرتبطة بعملية منح الائتمان والسيولة، أو مخاطر السوق أو

المخاطر التشغيلية، مع مراعاة تناسب النمو في قيم الأصول المالية مع النمو في الاقتصاد الحقيقي، ونمو فرص العمل المنتج والمستدام.¹

_ إن الاستقرار المالي هو: "تجنب وقوع الأزمات المالية وكذلك كفاءة الموارد المالية والاقتصادية وتوزيعها جغرافيا وفق المعاملات المالية (الادخار والقروض والاستثمار)، وكذلك الجوانب الاقتصادية مثل تراكم الثروة ونمو الناتج المحلي، بالإضافة للعمليات الإدارية مثل تقييم المخاطر المالية وإدارة السيولة وتوزيعها من خلال العمل على التأكيد بقوة وسلامة مكونات النظام المالي".² بناء على هذا التعريف يمكن القول بأن الاستقرار يحدث في النظام المالي إذا توفرت فيه مجموعة من الأسس والتي تتمثل في:

✓ الكفاءة في توزيع الموارد الاقتصادية حسب المناطق الجغرافية بشكل مستمر، بجانب مختلف العمليات المالية الأخرى كالادخار، الاستثمار، الإقراض، تسعير الأصول وتراكم الثروة...

✓ تحديد المخاطر المالية وتسعيورها وإدارتها.

✓ القدرة على أداء وظائفه الأساسية حتى مع التعرض للتقلبات والإختلالات

الخارجية.³

_ عادة ما تكون مؤسسات النظام المالي مستقرة، إذا ما توفرت لديها درجة عالية من الثقة في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها باستمرار ودون مساعدة خارجية، وتكون الأسواق

¹ _ فطوم معمر، مرجع سابق، ص:201.

² _ فاضل موسى حسن المالكي، وإسراء نظام الدين حسين الطائي، ضوابط الاستقرار المالي في المصارف الإسلامية، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، المجلد:05، العدد:20، ص:182.

³ _ العشناني خالد، فرص الاستفادة من التمويل الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2007_2008م، رسالة ماجستير، جامعة عمار تلجي بالأغواط، الجزائر، 2014/2015م، ص:135.

المالية مستقرة إذا تمكن المشاركون فيها من التعامل بثقة مع أسعار الأدوات المتداولة فيها، والتي لا تتغير على المدى القصير إذا لم يحدث تغيرات في العوامل الأساسية.¹

_ أما مصطلح الاستقرار الاقتصادي فقد عُرّف على أنه: "تحقيق التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، وتفادي التغيرات الكبيرة في المستوى العام للأسعار مع الاحتفاظ بمعدل نمو حقيقي مناسب في الناتج القومي".

_ كما عُرّف الاستقرار الاقتصادي أيضا بأنه: "ذلك الوضع المرتبط بحدوث التغيرات البسيطة والهينة التي تصنع ديناميكية المنظومة، فلا يمكن تصور منظومة تتصف بالثبات، بل يقصد بالاستقرار التغيرات البسيطة في مستوى الأسعار، وأسعار الصرف ومعدلات النمو وأسعار الأوراق المالية.

فالاستقرار الاقتصادي هو واحد من العلاجات الرئيسية للسيطرة بشكل فعال على دورات الأعمال الدورية، التي يعاني منها الاقتصاد الرأسمالي، ويستهدف الاستقرار الاقتصادي باعتباره منظومة في الوصول إلى استدامة تحقيق معدلات نمو اقتصادي يسمح بتوفير مناصب عمل لمصلحة المنتهقين الجدد بسوق العمل، ومن ثم توفير فرص العمل لاستيعاب البطالة، فضلا على ذلك تتجلى مظاهر الاستقرار في ضمان استدامة استقرار المستوى العام للأسعار للحفاظ على القوة الشرائية للنقود داخليا، وهو ما يعد عاملا حاسما لزيادة تنافسية السلع المحلية في السوق الدولية، ومن ثم يعزز صادرات البلد وتزيد معها القيمة الخارجية للنقود المحددة طبقا لأسعار الصرف.

كما يعد استقرار الاقتصاد الكلي الشرط الذي يتم به تأسيس الإطار المركب لنجاح عمل جميع المؤسسات والسياسات الاقتصادية النقدية والمالية، باعتباره منظومة متكاملة من أجل تحقيق ثلاثة أهداف تتمثل في السيطرة أو التحكم في التقلبات الدورية، وصولا إلى تشجيع واستدامة النمو الاقتصادي عند مستوى عمالة مرتفعة، والحفاظ على قيمة

¹ _ عبد الغاني بن علي، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2015م، ص: 110.

النقد من خلال استقرار الأسعار ثالثاً، أو بشكل مختصر فإن هدف الاستقرار الاقتصادي هو الحد من التقلبات وتشجيع النمو وتعزيز الرفاه.¹

من خلال ما سبق وأياً كان التعريف المعطى لاستقرار المالي والاقتصادي، ونظراً لأن النظام المالي يتسم بحالة من التغيير، نجد أن مفهوم الاستقرار المالي والاقتصادي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد وثابت يمكن للنظام العودة إليه بعد صدمة ما، وإنما يشير إلى نطاق واسع أو سلسلة متصلة من الأحداث، فهو يشمل جوانب مختلفة من النظام المالي منها البنية التحتية، والمؤسسات، والأسواق... وعلى الرغم من صعوبة الاتفاق على مفهوم واحد للاستقرار المالي نتيجة اختلاف الهياكل الاقتصادية، إلا أن المفهوم الأكثر شيوعاً في العالم حالياً يكمن في التوصل إلى الحالة التي يستطيع فيها القطاع المالي استيعاب وتخفيف حدة الضغوط على مؤسساته من جراء الأزمات الاقتصادية.²

الفرع الثاني: آثار الاضطرابات المالية على الاستقرار الاقتصادي

للاضطرابات المالية آثار عدة على الاستقرار الاقتصادي يمكن ذكر أهمها

كالآتي:³

- أن الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي، فقد أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي الذي حمل عنوان "المخاطر العالمية 2008م" أن النظم المالية المضطربة وخاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في منتصف وأواخر العام الماضي، تمثل تحدياً كبيراً يؤثر على

¹ _ كبوط عبد الرزاق، تأثير سعر الفائدة على الاستقرار الاقتصادي، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014/2015م، ص: 171.

² _ عبد الغاني بن علي، المرجع السابق، ص: 109.

³ _ أحمد مهدي بلوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد: 21، العدد: 02، ص: 80.

استقرار الاقتصاد العالمي، لهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر. وأكد التقرير على أن التركيز المتزايد على الأسواق المالية المضطربة والتوترات السياسية المتفاقمة في عام 2008م قد يدفعان الحكومات والشركات إلى تجاهل المخاطر الأقل إلحاحاً مثل التغيرات المناخية، وهذا من شأنه أن يزيد في صعوبة التعامل مستقبلاً مع هذه القضايا الحرجة بعيدة المدى.

- غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، ففي ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري التي انطلقت شرارتها من أمريكا وامتدت إلى غيرها، أعاد صندوق النقد الدولي النظر في توقعاته بشأن النمو الاقتصادي لهذا العام وللعام المقبل. ففي مراجعاته التي أصدرها في أبريل من هذا العام، ذكر الصندوق أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت فترة بقائها كلما قلت معدلات النمو الاقتصادي، وبسبب استمرار أزمة الرهن العقاري وتداعياتها يتوقع الصندوق أن ينمو الاقتصاد العالمي بمعدل (3,7% بدلا من 4,9%) وهي تقديرات سنة 2007م، وفي عام 2009م سينمو الاقتصاد العالمي بمعدل (3,8%) وتعد هذه التقديرات الأكثر تفاؤلاً حيث أن هناك تقديرات أخرى تشير إلى احتمال نمو الاقتصاد العالمي لهذا العام وللعام المقبل بنسب تتراوح بين (2,5%) و(3%)¹.

- انتشار الاضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الاقتصاد المحلي وعلى المستوى العالمي، فالاهتزازات المالية تُحدث تأثيراً متزايداً على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الاقتصاديات المتقدمة، بينما تتزايد الأدلة على حدوث ضائقة ائتمانية واسعة النطاق وإن لم تتحول بعد إلى أزمة ائتمان

¹ _ أحمد مهدي بلوافي، المرجع السابق، ص: 81.

مكتملة الملامح بسبب أزمة الرهن العقاري. ويلاحظ تشديد معايير الإقراض المصرفي في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية، وتراجع حركة إصدار الأوراق المالية المهيكلة، وشدة اتساع فروق العائد على سندات دين الشركات. ويبلغ التأثير أقصى درجاته في الولايات المتحدة؛ حيث يسهم في تعميق التصحيح الجاري في سوق المساكن. وكانت قنوات انتقال الآثار في أوروبا الغربية هي البنوك الأكثر تعرضاً بشكل مباشر لمخاطر الأوراق المالية الأمريكية منخفضة الجودة واضطرابات أسواق المعاملات بين البنوك وأسواق الأوراق المالية. وكان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية في الآونة الأخيرة أثر أيضاً على أسواق النقد الأجنبي. فقد زاد انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه في منتصف 2007م، في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية في السندات والأسهم الأمريكية والذي أحدثه أحد انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها، فضلاً على ضعف احتمالات النمو في الولايات المتحدة وزيادة توقعات خفض أسعار الفائدة. وجاء الهبوط في قيمة الدولار الأمريكي ليعطي دفعة لصافي الصادرات، وليساعد على خفض العجز في الحساب الجاري الأمريكي إلى (5%) من إجمالي الناتج المحلي، بانخفاض مقداره (1,5%) تقريباً من إجمالي الناتج المحلي عن الذروة التي بلغها في عام 2006م¹ ولا يزال المقابل الأساسي لانخفاض الدولار الأمريكي هو ارتفاع سعر اليورو والين، وعمليات معومة أخرى كالدولار الكندي، وبعض عملات الأسواق الصاعدة. ومن جهة أخرى حسب دراسة قام بها صندوق النقد الدولي وجد أنه منذ الثمانينات من القرن الماضي فإن 130 دولة من أصل 180 دولة عضو في الصندوق تعاني من اضطرابات مالية مرتبطة بأسواق المال، وأن هذا الوضع ازداد بعد الأزمة التي

¹ _ أحمد مهدي بلوافي، المرجع السابق، ص: 82.

أصاب دول جنوب شرق آسيا في أواخر التسعينات من القرن الماضي. كما أن انتشار هذه الاضطرابات يبين مدى هشاشة النظام المالي القائم، فقد ذكر صندوق النقد الدولي في تعليقه على أزمة الرهن العقاري الأمريكية على إثر نشره للتقرير الدوري عن الاستقرار المالي في هذا العام أن أحداث الأشهر الستة الماضية (أكتوبر 2007م إلى أبريل 2008م) برهنت على الهشاشة التي يتسم بها النظام المالي العالمي، والتي أثارت تساؤلات جوهرية حول مدى فعالية الاستجابة التي أصدرتها مؤسسات القطاعين الخاص والعام.

- نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة؛ الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية أو أزمة مصارف اليابان في نهاية الثمانينات ومطلع التسعينات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عامي 2001 و 2002م، والتي أدت إلى تعثر بيت إيلاص للتمويل الإسلامي وعشرة (10) مصارف تقليدية من بينها ثمانية مملوكة للدولة، وخسارة إجمالية قدرت بـ (30,5%) من حجم الناتج المحلي الإجمالي، ثم أزمة الرهن العقاري التي يعيش الاقتصاد العالمي تبعاتها وآثارها والتي قد تصل تكاليفها إلى 1 تريليون دولار (1000 مليار دولار)، إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدد فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات، كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية كيندلبرجر وغيره مثل الاقتصادي الأمريكي الشهير هيمان مينسكي (HymanMinsky) الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته وغير مستقر، ومعرض للأزمات المالية.¹

¹ _ أحمد مهدي بلوافي، المرجع السابق، ص: 82.

نتيجة لما سبق ذكره وغيره من آثار للاضطرابات المالية، فقد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسة التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي. فلا يكاد يخلو اجتماع مهم لقادة الدول الثماني أو غيرها إلا ويضع ضمن برنامج أعماله الحديث عن الأمر والحث على ضرورة تكاثف الجهود للحد من النزيف الذي تحدثه هذه الاضطرابات، كما لا يكاد يخلو بنك مركزي إلا وبه وحدة خاصة ينصب عملها على الاستقرار المالي بإصدار التقارير والدراسات وتوجيه التحذيرات والتنبيهات.¹

المطلب الثاني: التحوط من منظور الاقتصاد الإسلامي

إن تطور المحيط الاقتصادي والمالي الحديث أدى بطبيعة الحال إلى حدوث تغيرات كبيرة في الأوساط المالية تتطلب وجود وسائل للتحوط من مثل هذه التغيرات، لاسيما وإن كانت تحمل في طياتها مخاطر جديدة تطورت بتطور المؤسسات المالية، مما جعل القائمين على المالية يسعون وراء أساليب للتحوط ضد هذه المخاطر

الفرع الأول: موقف الشريعة الإسلامية من التحوط

يعتبر التحوط من المفاهيم الحديثة التي دخلت عالم المالية، فهو يطلق على الإجراءات والسياسات التي يتخذها الفرد أو المؤسسة لوقاية أصوله وأمواله من التقلبات المستقبلية غير المتوقعة، والتي من شأنها التقليل من المخاطر، أو إزالتها، أو ترميم آثارها، وهذا لا يتعارض مع مقاصد الشريعة الإسلامية التي تدعو إلى حفظ المال وصيانته وعدم إتلافه. بل جعلت الشريعة الإسلامية المال من المقاصد التي تقوم الحياة الإنسانية بها، وهذه المقاصد هي عين ما كُلف العبد بها؛ لأنها الضروريات التي يكون بها خليفة الله على الأرض، وتكون إقامتها وفق الأسباب الظاهرة التي رسمها الله تعالى في الشرائع، وأودع في العقول إدراكها، فهي وضعت لجلب المصالح ودرء المفساد. وإقامة هذه المصالح تكون بحسب طاقة الإنسان ومقدار سعته.

¹ _ أحمد مهدي بلوافي، المرجع نفسه.

فالتحوط من الخصائص التي وجدت مع الإنسان، فعندما يشعر بالخطر يتحوط ضده، لأن الخطر موجود في الحياة الإنسانية، ولا يمكن لأي نشاط اقتصادي أو غير اقتصادي أن ينفك عن الخطر، وهذه المخاطر في تزايد مستمر نتيجة الانفتاح على العالم الخارجي والعولمة وعمليات تحرير التجارة، ومن هذا المنطلق أصبح لزاما على المسلم أن يحافظ على ماله، وأن يعمل كل ما من شأنه أن يقي ماله من المخاطر التي من الممكن أن يتعرض له نشاطه الاقتصادي.¹

وهناك من الحوادث في الأزمان السالفة التي تشير إلى هذا التحوط؛ فقد جاء في

سورة يوسف قوله تعالى: ﴿ قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا

تَأْكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَحْصِنُونَ ﴿٤٨﴾ [سورة يوسف:

الآية: 47_48] فالشاهد في هذه الآية هو قوله تعالى (فذروه في سنبله)، فالتعبير القرآني في هذه الآية الكريمة سبق كل الإجراءات والوسائل الحديثة التي تتخذ لحماية الحبوب من التلف من تعقيم وغيرها من المواد الكيماوية، فجاء التعبير القرآني (فذروه في سنبله) أي أتركوه في سنبله؛ لأن هذا أفضل وسيلة لحفظه من السوس، والرطوبة، والمؤثرات الجوية وغيرها من المخاطر التي تؤدي إلى تلفه. فجاء التخطيط، والتحوط الاقتصادي في الآية الكريمة لما يجب أن يفعلوه لتلافي الخطر الذي جاءت به الرؤية (فترة قحط وجفاف) سبع سنين حتى لا يهلك الناس، واستعدادا لأحداث وظروف المستقبل المليء بالمخاطر، فالتحوط هنا يكون بالادخار والكيفية التي يتم بها الادخار، ويعد هذا من التحوط بالمعنى العام.

وقد أشار الله عز وجل أيضا للتحوط في آية الدين وذلك في قوله تعالى: ﴿ يَأْتِيهَا

الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنُكُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُبَ بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ

¹ _ عبد محمود هلال السميريات، التحوط في التمويل الإسلامي: دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، جامعة اليرموك، الأردن، 2009م، ص:14.

كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلَكَ تُبٌّ وَيَمْلِكُ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَيَسْتَقِ اللَّهُ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسُ مِنْهُ شَيْئًا ﴿ [سورة البقرة: الآية: 282] فهذه الكلمات الكريمة فيها الدلالة الواضحة على التحوط وبيان الإجراءات التحوطية من: كتابة وتوثيق الدين، واختيار الكاتب، والشهود، وغيرها من الوسائل وكل ذلك تحوطا من الأخطار المستقبلية التي يمكن أن تحدث في ظل حب النفس للمال والتي من الممكن أن تؤدي إلى إنكار وجود المال في المستقبل، فالكتابة والشهود والرهان أدوات تحوطية تُتخذ لحفظ المال وتلافي الأخطار المستقبلية، وقطع دابر المنازعة والخصومة.

وبالعودة للسنة الشريفة نجدها أيضا دعت إلى التحوط في أحاديث كثيرة نذكر منها ما روي عن ابن عباس _ رضي الله عنهما _ أنه قال: قدم النبي ﷺ المدينة وهم يسلفون في الثمار السنة والسنتين فقال: " من أسلف في ثمر فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم " ¹. فالتحوط في هذا الحديث يظهر من خلال دعوة النبي ﷺ إلى تحديد وضبط الكيل والوزن عند التعامل في بيع السلم، وذلك منعا للمنازعات والخصومات المستقبلية.

ومن الأحاديث أيضا ما روي عن حكيم بن حزام صاحب رسول الله ﷺ أنه كان يشترط على الرجل إذا أعطاه مالا مقارضة له به: ألا تجعل مالي في كبد رطبة، ولا تجعله في بحر، ولا تنزل به بطن مسيل، فإن فعلت شيئا من ذلك فقد ضمنت مالي " ². فقد أجاز النبي ﷺ هذه الشروط فهي من باب التحوط من المخاطر المستقبلية التي يمكن أن تعترض المال وتؤدي إلى هلاكه. ³

¹ _ أخرجه البخاري، صحيح البخاري، مصدر سابق، كتاب السلم، باب السلم في وزن معلوم، رقم: 2240، ج3، ص: 85.

² _ أخرجه الدارقطني، سنن الدارقطني، مصدر سابق، كتاب البيوع، رقم: 3033، ج4، ص: 23.

³ _ عبد محمود هلال السميريات، المرجع السابق، ص، ص: 15_ 17.

الفرع الثاني: ضوابط التحوط في الشريعة الإسلامية

يستمد الاقتصاد الإسلامي أحكامه من الشريعة الإسلامية؛ لذلك فهو يخضع لتعاليم واضحة وضوابط محددة في التعاملات المالية لا يمكن الإخلال بها، وهذه الضوابط يمكن إجمالها فيما يلي:¹

1_ يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على منظومة من القيم والمثل والأخلاق مثل الأمانة والمصداقية، والشفافية والبيئية والتمسك والتيسير والتعاون والتكامل والتضامن، فلا اقتصاد إسلامي بدون أخلاق ومثل. وتعتبر هذه المنظومة من الضمانات التي تحقق الأمن والاستقرار لكافة المتعاملين، وفي نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والاقتصادية التي تقوم على الكذب والمقامرة والتدليس والغرر والجهالة والاحتكار والاستغلال والجشع والظلم وأكل أموال الناس بالباطل. ويعتبر الالتزام بالقيم الإيمانية والأخلاقية عبادة وطاعة لله يثاب عليها المسلم وتضبط سلوكه سواء كان منتجاً أم مستهلكاً، بئناً أم مشترياً وذلك في حالة الرواج والكساد وفي حالة الاستقرار أو في حالة الأزمة.²

2_ يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات ويحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية وتحقيق المنافع المشروعة والغنم بالغرم. والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة والعمل وفق ضابط العدل والحق، وبذل الجهد هذا يقلل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائماً وأبداً وفريق خاسر دائماً أبداً بل المشاركة في الربح والخسارة. ولقد وضع الفقهاء وعلماء الاقتصاد الإسلامي مجموعة من عقود

¹ محمود الوادي، وإبراهيم خريس، وحسين سمحان، دور الاقتصاد الإسلامي في الحد من الأزمات الاقتصادية، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الدولي السابع: "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال _التحديات، الفرص، الآفاق_ 10_11 نوفمبر 2009م، جامعة الزرقاء الخاصة.

² خالد غسان يوسف المقدادي، عالم الفقهاء الجدد: كيف غيرت الأزمة المالية النظام الاقتصادي العالمي والإسلامي والعربي، دار النفائس، الأردن، ط1، 2011م، ص263.

الاستثمار والتمويل الإسلامي التي تقوم على ضوابط شرعية ومن هذه العقود: صيغ التمويل بالمضاربة وبالمشاركة وبالمرابحة وبالاستصناع وبالسلم وبالإجارة والمزارعة والمساقاة ونحو ذلك. كما حرّمت الشريعة الإسلامية كافة عقود التمويل بالاستثمار القائمة على التمويل بالقروض بفائدة، والتي تعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية 2008م.

3_ حرّمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية والتي تقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة ولقد كيف فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعا. وقد أكد الخبراء وأصحاب البصيرة من علماء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة المالية العالمية المعاصرة هو نظام المشتقات المالية لأنها لا تنتج ثروة اقتصادية حقيقية، بل هي وسيلة من وسائل توليد السيولة التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار، كما أنها تسبب الانهيار السريع في المؤسسات المالية التي تتعامل بمثل هذا النظام، وما حدث في أسواق دول شرق آسيا، وحديثا ما لحق بمجموعة من الشركات في أمريكا اللاتينية، ليس ببعيد عن سلبيات التعامل بالمشتقات.

4_ لقد حرّمت الشريعة الإسلامية كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين كخصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد، كما حرّمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة. وقد أكد خبراء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة المالية المعاصرة هو قيام بعض شركات الوساطة المالية بالتجارة في الديون مما أدى إلى اشتعال الأزمة.

5_ يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض الذي لا يستطيع السداد لأسباب قهرية، كما في قوله تبارك وتعالى: ﴿وَإِنْ كَانَتْ ذُوْعُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ﴾ [سورة البقرة: الآية: 280] في حين أكد خبراء النظام المالي والاقتصادي الوضعي أن من أسباب الأزمة توقف المدين عن السداد، وقيام الدائن برفع سعر الفائدة، أو تدوير القرض بفائدة أعلى أو تنفيذ الرهن على

المدين وتشريده؛ وهو ما يقود إلى أزمة اجتماعية وإنسانية والتسبب في العديد من المشكلات النفسية والاجتماعية والسياسية والاقتصادية وغيرها.

المطلب الثالث: آليات التحوط في الاقتصاد الإسلامي

إن المعاملات المالية تشكل أهم عامل في بناء الاقتصاد وتطوره واستقراره، ومن أجل ضمان سلامة التعامل الاقتصادي والمالي ودوران المال بشكل سليم، بينت الشريعة الإسلامية أحكام المعاملات المالية الفاسدة بنصوص صريحة، كانت كآليات وقائية حتى تضمن حماية الاقتصاد واستقراره من مختلف الاختلالات والأزمات هذا من جهة، ومن جهة أخرى تبرز جوانب القوة في الاقتصاد الإسلامي والتي تكفل _ لو كانت قد اعتمدت _ عدم حدوث مثل هكذا أزمات مالية كبرى، فآليات الاستقرار المالي وإدارة الأزمات في الاقتصاد الإسلامي هي آليات وقائية أكثر منها علاجية، كما أنه بالرجوع إلى كتب الفقه الإسلامي نلاحظ أن اهتمام العلماء المسلمين بالمسائل الاقتصادية والاستقرار المالي متردد على مختلف المراحل التاريخية، من خلال الكتب الاقتصادية والفقهية التي توضح سبق الإسلام في الجانب التطويري الاقتصادي والحل الواقعي للمشاكل الاقتصادية والمالية، ولعل أهم تلك الآليات ما يلي:¹

الفرع الأول: آلية منع كثرة الوسائط والمضاربات

من جملة ما يفسد حركية الاقتصاد ويزيد من ارتفاع الأسعار بشكل غير طبيعي، هو وجود وسائط متعددة بين العارضين والطالبين، بحيث يحقق هؤلاء الوسطاء عوائد وأرباحاً دون أن يساهموا في إنتاج حقيقي، فهم يسرقون جهد الآخرين ويتسببون في ارتفاع الأسعار واختلال السوق والإضرار بقيمة العملة كما يحدث في الأسواق المالية، ومن هنا

¹ _ عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص: 221.

جاء النهي عن بعض المعاملات المالية لمنع الوسطاء الذين يتسببون في مثل هذه الاختلالات والأزمات ومن أمثلة ذلك:¹

1_ النهي عن بيع تلقي الركبان: حيث يفيد مفهوم تلقي الركبان أن يَعْمَد بعض التجار بملافاة الذين يأتون بالسلع من خارج المدينة قصد بيعها في سوق المدينة، حتى يستحوذوا على السلع كلها ويتحكموا في أسعارها في السوق، لما جاء في السنة عن أبي هريرة رضي الله عنه أن رسول الله ﷺ قال: "لا تلقوا الركبان ولا يبيع بعضكم على بيع بعض، ولا تناجشوا، ولا يبيع حاضر لباد، ولا تُصَرُّوا الغنم، فمن ابتاعها فهو بخير النظرين بعد أن يحتلبها، إن رضيها أمسكها وإن سخطها ردها وصاعا من تمر" ². وعليه فهذا البيع صورة من الصور المسببة للتضخم والأزمات المالية، فكان من عدل الشريعة أن تنهى عن هذا البيع تحقيقاً للمصلحة ودرءاً للمفسدة.

2_ النهي عن بيع الحاضر للبادي: والحاضر هو ساكن الحضر والبادي ساكن البادية، وقد يطلق على الوافد من غير أهل البلدة البادي، سواء أكان بدويًا أو من قرية أو من بلد آخر، وقد وردت عدة نصوص نبوية تنهى عن هذا البيع منها: قوله ﷺ: "لا يبيع حاضر لباد، دعوا الناس يرزق الله بعضهم من بعض"³، فهذا البيع مثل الصورة الأولى لاعتباره يتسبب هو أيضا في ارتفاع الأسعار والتضخم الاقتصادي، وعليه منعت الشريعة الحاضر كونه يعلم بالأسعار وقد يكون وكيفا يتولى البيع للبادي _ الذي ليست له دراية بأحوال السوق _ لما جلبه من سلع إلى سوق البلدة، لأنه لو ترك البدوي أو صاحب الإنتاج بصفة عامة يبيع سلعته مباشرة لأهل البلدة دون كثرة الوسائط فسيقع التبايع بسعر تلقائي وفق

¹ _ كمال لدرع، النهي عن المعاملات المالية الفاسدة آلية شرعية لحماية الاقتصاد وضمان استقراره، المؤتمر الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 1_2 ديسمبر 2010م، ص: 07.

² _ أخرجه البخاري، صحيح البخاري، مصدر سابق، كتاب البيوع، باب النهي للبائع أن لا يحفل الإبل والبقر والغنم وكل محفلة، رقم: 2150، ج03، ص71.

³ _ أخرجه مسلم، صحيح مسلم، مصدر سابق، كتاب البيوع، باب تحريم بيع الحاضر للبادي، رقم: 1522، ج03، ص: 1157.

قانون العرض والطلب، وفي ذلك توسعة على الناس وهو ما يقصده تنمة الحديث "دعوا الناس يرزق بعضهم من بعض".

الفرع الثاني: آلية تحريم الفائدة (الربا)

مما تعارف عليه في الأدبيات الاقتصادية للنظام الرأسمالي مقولة "أنه لا اقتصاد بلا بنوك، ولا بنوك بلا فوائد" وظلت هذه الفكرة صحيحة عندهم إلى أن توالى الأزمات المالية، وما كان لنظام الفائدة من دور رئيسي فيها، جعل الكثير من الاقتصاديين يعيدوا مراجعة أفكارهم في ما إذا كان للفائدة دور إيجابي أم سلبي في الحياة الاقتصادية، في مقابل ذلك نجد أن النظام الاقتصادي الإسلامي يمنع هذا النوع من المعاملات مستندا لقوله تعالى: ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِينَ يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ﴾ [سورة البقرة : الآية: 275]

وتظهر الكفاءة الاقتصادية لتحريم الفائدة ودورها في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي من خلال:¹

1_ الفائدة والتضخم: سعر الفائدة عنصر أساسي من عناصر تكلفة الإنتاج، وهي التكلفة التي يعكسها المنتج ويضيفها إلى سعر منتجاته، مما يسبب الغلاء والانحرافات المالية، فالفائدة التي يدفعها المنتج إلى المقرض تضاف إلى تكاليف الإنتاج (سعر السلعة أو الخدمة = تكلفة الإنتاج + معدل الفائدة + معدل الربح)، وبما أن أي مشروع لا يعطي أرباحه إلا بعد سنة أو أكثر، بينما تكون الفائدة مستحقة في فترة لا علاقة لها بالأرباح، مما يؤدي إلى تضخم الأسعار والتسبب في أزمات، فإن كانت الفائدة 5% مثلا، أضافها المنتج على ثمن السلعة كجزء من تكلفة الإنتاج، فإذا ارتفعت الفائدة إلى 15% زاد السعر على المستهلك النهائي بقيمة هذه الفائدة، مما يؤدي إلى التضخم هذا من جهة، كما أن

¹ - كمال لدرع، المرجع السابق، ص: 17.

الفائدة تعد بمثابة ضريبة تؤدي على السلعة، ومن هنا نكون كأننا نعاقب، وينتهي بنا الأمر إلى أن ينخفض بنا الاستثمار عن الادخار ومن ثم ندخل في نفق الركود، لذلك لا يستطيع أحد أن ينكر أن الفائدة هي أحد أهم عوامل التضخم والأزمات في البلاد.

كما تؤثر الفائدة على إنشاء الصناعات الجديدة، وتوسع الصناعات القائمة، فالآلات التي تخترع يجب أن تحقق ربحاً سنوياً يعادل (تكلفتها + معدل الفائدة)، حتى يستطيع الصناع توظيفها في الإنتاج. لذلك يمكننا القول أن لسعر الفائدة أثراً على سلوك المستهلكين والمستثمرين، فارتفاع أسعار المنتجات سيؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، وبالتالي انخفاض الدخل الحقيقي للفرد (انخفاض مستوى المعيشة) ومن ثم دخول الاقتصاد في مرحلة من مراحل الركود في الأجل الطويل، بما له من آثار سلبية على مستويات التوظيف العام للموارد الإنتاجية وعلى رأسها ازدياد معدلات البطالة وانكماش الاستهلاك.

2_ دور معدل الفائدة في عدم التخصيص الأمثل للموارد والحد من النشاط الحقيقي: تعتمد هذه القاعدة أساساً على نظرية "الكفاءة الحدية لرأس المال لكينز"، والتي تنص أن قرار الاستثمار لدى المشروع يتخذ بناءً على مقارنة معدل العائد الصافي المتوقع من الاستثمار مع سعر الفائدة (معدل العائد أكبر من سعر الفائدة) وعليه يؤدي سعر الفائدة دوراً مهماً حسب "كينز" في التخصيص الأمثل للموارد (المدخرات المتاحة للإقراض) إلى أعلى المشروعات عائداً أي أكثرها إنتاجية، لكن هذه النظرية تعرضت لانتقادات عند اختبار مدى صحتها أهمها:¹

_ أن معدل الفائدة هو أداة رديئة ومضللة في تخصيص الموارد ولا تعبر الناحية الاجتماعية إي اهتمام فتحرم المجتمع من مشروعات ضرورية وتعيق حركة التنمية فيه.

¹ _ عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص: 222.

_ أن رأس المال في الاقتصاديات المعاصرة قد أُسيء تخصيصه إلى حد خطير بين قطاعات الاقتصاد وأنواع الاستثمارات بسبب سعر الفائدة، فالمشروعات الكبيرة (بحجة ملاءتها) تحصل على قروض أكبر وبسعر فائدة أقل، بينما العكس تماماً بالنسبة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة التي قد تكون أكثر فائدة وإنتاجية، ومن ثم قد يتجه الاستثمار إلى مجال إنتاجي قد لا يكون المجتمع في حاجة إليه، مما يؤدي إلى إفراط في استخدام الموارد في قطاع هامشي، ويساهم في التوزيع غير التوازني للثروة بخلاف التمويل الإسلامي الذي يعطي للفقراء ومحدودي الدخل والمؤسسات الإنتاجية الصغيرة دون شروط مجحفة ولا ضمانات مرهقة، وبالتالي يساهم في تحقيق العدالة ويخفض الفوارق التي عادة ما تؤدي إلى تفاقم الأزمات.

3_ دور معدل الفائدة في زيادة الكتلة النقدية دون أن تقابلها زيادة سلعية: إن اعتماد النظام التمويلي المعاصر بشكل كبير على الإقراض بفائدة يجعل المؤسسات المالية تحرص على تجنب التمويلات السلعية والمشاركات وتفضل القروض بفائدة، وبالتالي تتحول عملية التمويل إلى مجرد بيع نقد حال بنقد آجل، حيث يسترد مقدم التمويل ماله بغض النظر عن استفادة الطرف المتمول وانتفاعه به أو عدمه خلال الأجل المتفق عليه، وهي أشبه ما تكون بعملية تأجير النقد، ومعلوم أن جميع الفوائد العادية والمركبة المفروضة على الديون هي بمثابة نقود جديدة تضخ في الاقتصاد وتؤدي إلى الزيادة من حجم الكتلة النقدية وإحداث التضخم.¹

إن نظرية الإسلام حول طبيعة النقود تخالف النظرية التقليدية القائمة على اعتبار النقود سلعة ذات قيمة في حد ذاتها، وأن الفائدة التي يتقاضاها المستثمر للأموال تمثل السعر المحدد لقيمة الوحدة النقدية فهذه النظرية هي التي عمقت المشكلة التي تواجه المجتمعات الرأسمالية، فارتفاع معدل الفائدة الذي يمثل سعر النقود بمعدل يزيد عن معدل زيادة كمية النقود المطروحة للتبادل يؤدي إلى تضائل القيمة الحقيقية للنقد المتداول، مما

¹ _ عبد الناصر براني، المرجع السابق، ص: 223.

يؤدي إلى ارتفاع قيمة السلع والخدمات، ولهذا فالإسلام لا ينظر إلى النقود على اعتبار أنها سلعة بحد ذاتها، وإنما هي أداة للتبادل، ثم إن نشوء دين في الذمة ليس له مقابل من الإنتاج والقيمة المضافة؛ يعني إمكانية نمو الدين بمعدلات تتجاوز معدلات نمو الثروة، وهو ما ينتهي إلى اختلال البناء الاقتصادي، مما يهدد استقرار النظام وهذه حكمة نص عليها القرآن الكريم بجلاء في أكثر من آية بالتحريم الصريح للربا كما في قوله تعالى:

﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَرْبَابًا أُضْعَفًا مَضْعَفًا وَتَاتُوا اللَّهَ لَمَلَكُم تَفْلِحُونَ ﴾ [سورة آل عمران: الآية: 130] والأضعاف المذكورة في الآية الكريمة منسوب إلى أصل الدين الذي له ما يقابله من الثروة، فالربا يؤدي إلى أن يتضاعف الدين بأضعاف الثروة الحقيقية للمجتمع، وهو الخطر الذي يهدد الاقتصاد وينذر بالكارثة، فإذا أردنا تجنب الكوارث المالية وبناء نظام اقتصادي يجمع بين الاستقرار والإنتاجية فإن من أوائل المؤشرات التي تحمي هذا النظام هو اجتناب الربا.¹

الفرع الثالث: آلية التعامل مع القيم الحقيقية والنهي عن التعامل مع الوهمية منها

جاءت التعاليم الإسلامية بمجموعة من الأحكام التي تنظم النشاط الاقتصادي والمالي وتضمن له مبدأ الاستقرار، وحماية لهذا المبدأ حرمت الشريعة الإسلامية بعض الممارسات والمعاملات التي تؤدي إلى الاختلالات والأزمات المالية، ومن جملة هذه المعاملات المشتملة على قدر عال من الغرر والمخاطرة، والتي قد تأخذ صور المقامرة التي تخضع فيها النتيجة النهائية إلى الصدفة البحتة، كبيع ما لا يملك، والبيع الصورية والوهمية، وبيع الديون، ونظام المشتقات المالية... الخ، والتي أثبتت الأزمة المالية 2008م أنها كانت سببا مهما في إحداثها، كما دعت الشريعة الإسلامية إلى التركيز على وضع سلم أولويات يحدد فيه احتياجات المجتمع خلال الفترة القادمة، وذلك بما ينسجم مع أهداف التنمية الاقتصادية، وبناء عليه وفي ظل صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة ستركز على الإنتاج من البداية، فهي ترتبط بالمشروعات والإنتاج، وما يرتبط بها من أصول

¹ _ عبد الناصر براني، المرجع السابق، ص: 224.

حقيقية تسهم فعلا في زيادة الموارد وتوظيفها، وعلى النحو الذي يؤدي إلى توفير فرص العمل وزيادة الإنتاج وزيادة مستوى الدخل، وبالتالي النهوض بمستوى رفاهية المجتمع.¹

الفرع الرابع: آلية تيسير تداول المال ورواجه بالنهاي عن الاحتكار والاحتياز

رواج المال وتداوله بين الناس له أثر فعال في استقرار الاقتصاد وتطوره، ومن هنا جاء تشريع العقود المختلفة لنقل الحقوق المالية بمعاوضة أو بتبرع بين أفراد المجتمع لتحقيق هذا المقصد هذا من جهة، ومن جهة أخرى نهت الشريعة الإسلامية عن الاحتكار والاحتياز لما لهما من أثر على عدم الاستقرار الاقتصادي والمالي، فالاحتكار يعتبر من أخطر المعاملات المالية الفاسدة التي تؤدي إلى اختلال الاقتصاد وتفسد حركية تداول الأموال، لقوله ﷺ: "الجالب مرزوق والمحكر ملعون"². فحبس أي أصل مالي أو منفعة حتى يتناقص المعروض منها بهدف التأثير على قوى السوق ورفع السعر المترتب على ندرة السلعة له أثر فعال في تغيير مستوى الأسعار، ومن ثم إحداث الأزمات، ومن هذه الآثار ما يلي:

_ إن ارتفاع أثمان السلع عن قيمتها الحقيقية في حالة عدم توفرها بالسوق وتحكم المنتج أو صاحب السلعة في عرضها للمستهلك له أثر على القيمة الحقيقية للعملة والنقد، وبالتالي المساهمة في خلق أزمات مالية.

_ إن ممارسة أساليب الاحتكار والتي تتعلق بالسيطرة على المواد الأولية والتحكم بالإنتاج، وإقفال الأسواق في وجه المنافسة يؤدي إلى عدم استخدام كل ما من شأنه تحسين وتجديد الوسائل المستخدمة في الإنتاج نتيجة لغياب عنصر المنافسة في الأسواق الإنتاجية.³

¹ _ عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص، ص:226.

² _ محمد ناصر الدين الألباني، ضعيف الجامع الصغير وزيادته، المكتب الإسلامي، رقم: 2645، حكم المحدث: ضعيف، ج01، ص:392.

³ _ كمال لدرع، مرجع سابق، ص:12.

_ يدفع الاحتكار نحو تحديد الإنتاج وتقليل الكميات المنتجة للحصول على أقصى حد ممكن من الأرباح، مما يؤدي إلى عدم التوظيف الكامل للموارد الإنتاجية من عمال وموارد أولية تدخل في الإنتاج، وهي ذات أثر سلبي على الناتج القومي الإجمالي فتتعدم الفرصة لتحقيق الإشباع الكامل لحاجات المجتمع من السلع والخدمات.

ونظرا لهذه الآثار التي من شأنها أن تحدث خللا بالسوق وبالأسعار وكميات المعروض من السلع، يتضح جليا خطورة الاحتكار على النشاط الاقتصادي واستقراره، ما يبرر حكمة تحريمه ومحاربة كل محتكر. كما حارب الإسلام اكتناز المال حتى تضمن حركيته وتداوله بما يحقق الاستقرار الاقتصادي لقوله تعالى: ﴿وَالَّذِينَ يَكْتُمُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ﴾ [سورة التوبة : الآية: 34] وللاكتناز آثار اقتصادية ضارة نذكر منها:

_ حجب الأموال عن التداول مخالف للهدف الذي وجدت من أجله النقود، فتصبح النقود لدى المكتنز أداة للادخار وتفقد الخصائص الأخرى.

_ اكتناز النقود يعني غيابها عن السوق التي قامت على أساس التوازن بين الإنتاج والاستهلاك والتبادل، فإذا قام بنفس العمل مجموعة من التجار أو المنتجين فإن القاعدة سوف تختل وتتناقص الكتلة النقدية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى الركود الاقتصادي.

_ الاكتناز يسحب جزءا من الدخل خارج إطار النشاط الاقتصادي مما يؤدي إلى خلل بين الاستثمار والادخار.¹

_ إن احتفاظ الأفراد بالنقود بدافع تفضيل السيولة والاكتناز يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي، وبالتالي انخفاض الأسعار، مما يدفع الأفراد إلى اكتناز المال لشدة طمعهم في زيادة جديدة للقدرة الشرائية للنقود التي في حوزتهم، فيزداد الركود الاقتصادي، وتلجأ الحكومة للتخلص من الأزمة الاقتصادية إلى زيادة الإصدارات من كميات النقود وطرحها

¹ _ كمال لدرع، المرجع نفسه.

للتداول، ويؤدي استمرار هذه السياسة إلى زيادة الطلب الفعلي عن الإنتاج، مما يحدث أزمة اقتصادية عكسية وهي التضخم الاقتصادي، وهكذا يسبب الاكتناز في إحداث تقلبات اقتصادية.

فالشارع الحكيم يحرم الاكتناز لما يفوته على الناس من منفعة تداول الثروة النقدية، إذ هو عقبة من عقبات التنمية والنمو والاستقرار الاقتصادي في البلد، فهو يحرم كتلة نقدية معينة من التداول والاستغلال والدخول في الدورة الاقتصادية، وبذلك تكون هذه الكتلة النقدية التي تعتبر عامل من عوامل الإنتاج معطلة ومكدسة، تتعطل معها المعاملات المالية والأيدي العاملة.¹

الفرع الخامس: آلية عدم فصل الاقتصاد عن القيم والأخلاق الإسلامية

لقد نبه بعض علماء الاقتصاد إلى خطورة فصل الاقتصاد عن الأخلاق، إلا أن واقع الاقتصاد الرأسمالي المعاصر يعلن بصريح العبارة أنه لا دور للأخلاق في الاقتصاد وهذا الأمر واضح من خلال الواقع الاقتصادي المعاصر، حيث أظهرت الأزمة المالية أن من أهم أسبابها السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي مثل الطمع، إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في المؤسسات والأسواق المالية كالفساد والمعلومات المضللة، والاحتكار والغش، والتدليس والشائعات والغرر والمعاملات الوهمية... الخ، فكلها تعكس الفساد الأخلاقي الاقتصادي، ولعل من أهم مظاهر الفساد ما يتعلق بالتقويم المالي للشركات واعتماد حساباتهم، واستخدام الرشوة للحصول على القروض، وإخفاء الحقائق عند بيع الديون الرديئة، والادعاء بتحقيق أرباح وهمية للحصول على رواتب ومكافآت، وذلك لأن الدافع الرئيسي للمتعاملين في الأسواق المالية هو "الغاية تبرر الوسيلة" للحصول على مزيد من الفوائد والأرباح، فغاية تعظيم الأرباح في النظم الغربية تبرر استخدام أي وسيلة ولو كانت غير أخلاقية، وهذا ما جعلها نظماً مولدة للأزمات.

¹ _ كمال لدرع، المرجع نفسه.

في المقابل نجد أن الاقتصاد في الإسلام مربوط ربطاً محكماً بالأخلاق في جميع جوانب الاقتصاد، فالأخلاق الإسلامية منطلقها الوحي الإلهي "قرآناً وسنة" إذ هي والعقيدة والأحكام نسيج واحد، وأنها الضمان الوحيد للاستقرار المالي والاقتصادي، ولذلك يمكن القول بأن الإسلام يعالج الاقتصاد بروابط أخلاقية تؤمنه من انتكاسات تنشأ بسبب غياب الأخلاق، وهنا تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات المالية الإسلامية تلتزم بأخلاقيات التعامل المالي في الإسلام وضمان المصلحة العامة، حيث لا يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية أن تمول أي مشروع يتناقض مع نظام القيم الأخلاقية الإسلامية، كما لا يستطيع المتعاملون في السوق المالي الإسلامي استخدام أي أسلوب يتنافى مع منظومة القيم التي دعا إليها الإسلام كالصدق والأمانة والوفاء بالعقود، والسماحة والتيسير، وحل الخلافات التجارية، ومحاربة الغش والترويح المزيف في المعاملات والبعد عن الظلم، وعدم التعامل بالرشوة، والتزوير... الخ فلا يمكننا أن نجمع كل القيم الأخلاقية التي حث عليها الإسلام والمنهيات التي زجر عنها.¹

¹ _ فطوم معمر، مرجع سابق، ص: 206.

خلاصة الفصل الثالث

من خلال ما تم تناوله في هذا الفصل توصلنا إلى بعض النقاط المهمة والمتمثلة في الآتي:

_ نظرا للممارسات غير الأخلاقية التي تُميّز سوق الأوراق المالية التقليدي، فالحاجة ماسة إلى إيجاد البديل الشرعي الذي يحقق مصالح المسلمين الاقتصادية من خلال سوق أوراق مالية إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية.

_ حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية الذي يقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة، وقد كيف فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعا، فهي لا تنتج ثروة اقتصادية حقيقية، بل هي وسيلة من وسائل توليد السيولة التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار، كما أنها تسبب الانهيار السريع للمؤسسات المالية التي تتعامل بمثل هذا النظام.

_ بعد فشل النظام الرأسمالي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، أصبح تطبيق نظام الاقتصاد الإسلامي أمرا ملحا، ومطلبا ليس عربيا وإسلاميا فقط، بل أصبح مطلبا عالميا؛ لما يمكن أن يقدمه من منتجات مالية متينة وآمنة، وذات مقدرة على توفير الاستقرار المالي والاقتصادي، وإحداث النمو، وتجنب الوقوع في الأزمات المالية، نظرا لقيام هذه المنتجات على ضوابط شرعية محددة لا يمكن الإخلال بها.

الفصل الرابع:
الصناعة المالية الإسلامية
والبيئات الشرعية للمشتقات
المالية

مَهَيِّدٌ

بعد أن تفجرت وتعمقت الأزمة المالية العالمية سنة 2008م انطلقت أصوات كثيرة تدعو إلى الأخذ ببعض التطبيقات الاقتصادية الإسلامية كحلول ومخارج من الأزمة المالية العالمية، وتبني المبادئ والقواعد والأسس التي تعتمدها الصناعة المالية الإسلامية خصوصاً في مجال المعاملات المالية، وقد قدم بعض الباحثين الرؤى والأدلة التي تبرز جوانب القوة في الاقتصاد الإسلامي، والتي تكفل _لو كانت قد اعتمدت_ عدم حدوث مثل هكذا أزمات مالية كبرى، في ظل تصاعد الدعوات والحديث عن دور النظام الاقتصادي الإسلامي في مواجهة هذه الأزمة المالية العالمية والتخلص من آثارها وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي سنحاول أن نستعرض من خلال هذا الفصل مدى حصانة النظام المالي الإسلامي من خلال ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: ماهية الصناعة المالية الإسلامية

المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطوير أدواته

المبحث الثالث: البدائل الشرعية للمشتقات المالية

المبحث الأول: ماهية الصناعة المالية الإسلامية

تعدّ الصناعة المالية الإسلامية من أهم الصناعات تطورا وانتشارا في العالم، ولعل أهم الأسباب الداعية إلى بروزها هو انتشار الأزمات المالية، التي عصفت بكبرى الشركات العالمية بل زعزعت استقرار العديد من الأنظمة المالية. وفي ظل هذه الأوضاع بدأت الصناعة المالية الإسلامية تعطي ثمارها وتبين أهم أدوارها والمتمثل في الحد من تداعيات الأزمات المالية، حيث تقوم الصناعة المالية الإسلامية على العديد من المبادئ والتي تهدف في مجملها إلى إضفاء الصبغة الشرعية على أنشطتها. وللتعرف أكثر على هذه الصناعة المالية جاء هذا المبحث لإبراز كل من مفهومها وأهميتها، والفرق بينها وبين نظيرتها التقليدية، وأسباب الحاجة إليها من جهة، ومن ثم خصائصها وأهدافها ومتطلباتها وذلك من خلال المطالب التالية

المطلب الأول: الهندسة المالية الإسلامية: مفهومها، تاريخها، وأهميتها

إن التغييرات السريعة في عالم التمويل والاستثمار أدت إلى تغيير سيناريو التمويل في الأسواق المالية، وفي ظل المنافسة المتزايدة بين مختلف المؤسسات المالية والتي انجر عنها منتجات أكثر تعقيدا في بيئة سريعة التغيير، هذه العملية عرفت باسم الهندسة المالية والتي أصبح ينظر إليها على أنها شريان الحياة والأداة التي تساعد على التكيف مع مختلف العمليات المالية لتمكين المؤسسات من تلبية الاحتياجات المتغيرة للعملاء والمواكبة بشكل أكثر فعالية مع العالم المتغير

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

لقد عُرّف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية بتعريفات عدة صيغت جميعها من وجهة نظر معينة ومن زوايا مختلفة وقبل الحديث عن تعريف الهندسة المالية الإسلامية لا بد من تعريف الهندسة المالية التقليدية.

أولاً: مفهوم الهندسة المالية التقليدية

تعددت المفاهيم والتعريفات التي تدور حول الهندسة المالية، نتيجة تعدد جهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، ومصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، نعرض بعضاً منها كما يلي:

1_ تعريف الهندسة المالية باعتبار الهدف منها

عرف Finnerty (فينيرتي) الهندسة المالية بأنها: "تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل". فهو يرى أن نطاق الهندسة المالية يتحدد بثلاث مجالات وهي:

_ ابتكار أدوات مالية جديدة (وينطوي هذا النوع على تلك الأدوات التي وضعت أساساً لتمويل الشركات كالخيارات والعقود الآجلة وغيرها من أدوات إدارة المخاطر).

_ ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض تكاليف المعاملات، وعادة ما تكون نتيجة التغيرات التشريعية والتنظيمية أو نتيجة التطور التكنولوجي.

_ ابتكار حلول إبداعية للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال¹.

أما Marshall & Bansal (مارشال وبانسال) فإن الهندسة المالية عندهم هي شريان الحياة للابتكار المالي، وهي تعني: "العملية التي يتم من خلالها التكيف مع الأدوات والعمليات المالية الموجودة وتطوير عمليات مالية جديدة حتى يتمكن المشاركون في السوق المالي أن يواجهوا مشكلة بطريقة أكثر فاعلية في ظل التغيير العالمي الذي تشهده حياتنا اليوم"².

¹ _ زكية الصالح بوسته، مرجع سابق، ص: 12.

² _ شيرين محمد سالم أبو قعنونة: الهندسة المالية الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية، دار النفائس، الأردن، ط1، 2016م، ص: 29.

كما عُرِّفت أيضا بأنها: "توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجددة لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها"¹. وعرفها سامي السويلم بأنها: "المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مبتكرة"². الناظر في التعريفات السابقة يجد أنها تتمحور حول عناصر أساسية تضبط معنى الهندسة المالية وتتمثل فيما يلي:

_ أن الهدف من الهندسة المالية هو تحقيق المخرجات المالية المنشودة من خلال هيكله الحاجات المختلفة والمتنوعة للمستثمرين.

_ محاولة إسقاط رغبات المستثمرين على أرض الواقع وإيجاد ما يناسبها من التقنيات المالية (تصميم منتجات وآليات مستحدثة).

_ صياغة حلول عملية قابلة للتطبيق في التعامل مع المشاكل المالية بطريقة مغايرة لما كانت عليه في السابق بالتركيز على جانب الابتكار والإبداع في إحداث هذا التغيير.

2_ تعريف الهندسة المالية باعتبار علاقتها بإدارة المخاطر

عرَّفها دون شانس (Don M. Chance) بقوله: "إن الهندسة المالية هي عملية ابتكار منتجات مالية جديدة، بحيث تؤدي إلى تحسين فرص إدارة المخاطر".

وعرَّفها فابوزي (Fabozzi) بأنها: "التحول النهائي للمنتج المالي الموجود لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دورا في تغيير أوضاع السوق المالي"³.

¹ _ الجلي أبو ذر محمد أحمد، الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، مجلة المقصد، العدد: 17، 2005م، ص: 01.

² _ سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط1، 2007م، ص: 106.

³ _ شيرين محمد سالم أبو قنونة، المرجع السابق، ص: 31.

وقد ذكر منير الهندي أن الهندسة المالية هي: "تطوير وابتكار منتجات مالية جديدة وتقديم خدمات وحلول مبتدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال بل وإنها ظهرت لأول مرة للوجود لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المنشآت"¹.

هذه المفاهيم نظرت إلى الهندسة المالية من زاوية ضيقة مقارنة بسابقتها؛ حيث ربطت بشكل خاص بين الهندسة المالية وإدارة المخاطر، بيد أنه كلما كان هناك مخاطر مالية وجب اللجوء إلى الهندسة المالية لضمان إدارة المخاطر بطريقة إيجابية، ولتحقيق هذا التلازم فإنه على الهندسة المالية ابتكار واستحداث طرق جديدة للحد من المخاطر المصاحبة للنشاط الاستثماري وتحسين عائداته لتتناسب والهدف المنشود.

3_ تعريف الهندسة المالية باعتبار علاقتها بإدارة الأصول والخصوم

عرّفها سميث (Smith) بأنها: "بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم".
وعرّفها إيليس (Eales) بأنها: "تلك العملية التي تسمح بإعادة صياغة وتركيب المنتجات المالية الموجودة لاستحصال الميزة الضريبية المتغيرة في ظل المناخ الاقتصادي العام".
وقد عرّفها غالتر (Galitz) أيضا بأنها: "استخدام الأدوات المالية لإعادة تنظيم الحافطة المالية الموجودة للحصول على أخرى ذات خصائص مرغوب فيها أكثر"².
أما هاشم العبادي فقال عن الهندسة المالية أنها: "تلك الفلسفة التي تهتم بإدارة الأدوات المالية خارج الميزانية بالإضافة إلى بنود المركز المالي وحسابات الأرباح والخسائر والتي تشتمل على تجارة الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية لآجال قادمة"³.

¹ — منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، الإسكندرية، د.ت، ج1، ص:13.

² — شيرين محمد سالم أبو قعنونة، مرجع سابق، ص:33.

³ — هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، دار الوراق، الأردن، ط1، 2007م، ص:23.

هذه التعريفات تعتبر الهندسة المالية بمثابة طوق النجاة الابتكاري الذي سيمكن المؤسسات المالية من حسن توزيع الموارد المتاحة على بنود الالتزامات والاستخدامات المختلفة بالطريقة التي تضمن الموازنة بين الاحتياجات من السيولة وتعظيم الربحية عند المستوى الملائم من المخاطر وبهذا تكون الهندسة المالية من وجهة نظرهم عبارة عن قرارات خاصة بتكوين هيكل الأصول، وتخصيص الأموال على البنود المختلفة ضمن جملة من الاعتبارات تتمثل في:

_ الوفاء بمتطلبات السيولة (أي القدرة على دفع التزاماتها عندما تحل).

_ الحصول على أموال بتكلفة منخفضة عن طريق الأدوات المالية المتعددة.

_ خفض مخاطر التشغيل وما يتبعها من مخاطر التقصير في الأداء.

_ مراعاة المتطلبات النظامية للمؤسسة.

ثانياً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

إن مفهوم الهندسة المالية الإسلامية لا يختلف عن التقليدية من حيث الجوهر وهو (الحث على الابتكار والاعتماد عليه لإيجاد قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية). بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف، فلا بد من شرعية الوسائل المستخدمة في عملية الابتكار وتكون موجهة لتحقيق أهداف تلبي المصالح العامة وفق الشريعة الإسلامية، وعليه فإنه من مجموع المفاهيم التقليدية السابقة استطاع بعض علماء الشريعة ذوي العناية بهذا المجال الخروج بتعريف لمصطلح الهندسة المالية الإسلامية، حيث عُرِّفت بأنها: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف".¹

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، العدد: 26، 2002/03/31م، بنك السودان المركزي، السودان.

وقيل في تعريف آخر بأنها: "ابتكار الحلول المالية وتنميطها في منتجات تحقق الأغراض المالية مع السلامة الشرعية".¹

إن مصطلح الهندسة المالية الإسلامية هو مصطلح يحمل دلالات عميقة لكثير من المبادئ والقيم الإسلامية في مجال تدبير المال وحفظه، مما يعني وضع أسس ومعايير واضحة يمكن الاستناد إليها عند تصميم أو ابتكار منتجات مالية إسلامية بما يحافظ على القيمة المضافة للابتكار، وهو ما يميز الهندسة المالية الإسلامية عن محاولات الالتفاف على الأنظمة والقوانين والاحتيايل عن الأحكام الشرعية لأن الحيل التي تم بحثها في الأبواب الفقهية لا تلبى مصالح حقيقية للمتعاملين في السوق المالية، ولا تندرج ضمن الهندسة المالية المنشودة في الصناعة المالية الإسلامية. لذا فنحن في أمس الحاجة إلى المهندس المالي الإسلامي الذي يستشرف المستقبل بأن يكون فقيها اقتصاديا، أي يزوج بين الفقه والاقتصاد؛ لأن الفقه يرسم الطرق لإشباع الحاجات المختلفة، أما الاقتصاد فيشق تلك الطرق بأقل التكاليف. وعليه فإن الفقيه هو الذي يضع الأطر التشريعية للمعاملات بما يحدد كيفية الفصل فيما ينشأ عنها من مشكلات وذلك يستلزم ضوابط وقيود وقواعد ناظمة وحاكمة وفق أحكام الشريعة الإسلامية فكان ذلك عناية بالمال توفيراً وتديباً وتثميراً.

كما أن مصطلح الهندسة المالية الإسلامية لم يطلق عبثاً، وإنما تبعاً لوظائف مقاصدية عدة يؤديها من خلال استعمالاته وتتراوح وظائفه بين وصف لماهية ما يمكن اعتباره هندسة مالية إسلامية حقيقية وهذا ما هو راسخ في التشريع الإسلامي أصالة، وفي مفاهيم التشريع الإسلامي والاقتصادية منها تبعاً بناء على ضرورة وضوح المعاملة دون تغليف الفاسد منها بغلاف حسن كي يجذب إليها الناس متوهمين صلاحها وحسبما ذكرناه آنفاً من محاولة لصياغة مفهوم مصطلح الهندسة المالية الإسلامية فإنه يتضمن الحكم الشرعي لهذه الهندسة من حيث انضباطها بموجهات الشرع الحنيف، وهو في ذلك إنما

¹ - شيرين محمد سالم أبو قعنونة، مرجع سابق، ص 41.

كان مشيراً صراحة إلى مقاصد شرعية تؤول في الغالب إلى حفظ المال الذي هو من المقاصد الكلية للشريعة الإسلامية لتكون الهندسة المالية الإسلامية بذلك قادرة على الوفاء بكل متطلبات التمويل الإسلامي.¹

من خلال المفاهيم السابقة يمكن إعطاء تعريف للهندسة المالية الإسلامية على أنها: " كل النشاطات والعمليات القائمة على صياغة وابتكار أدوات تمويلية مرتكزة على ضوابط الشريعة الإسلامية، وهذا يكون إما بصناعة أدوات تمويلية جديدة أو إضفاء الصبغة الشرعية على أدوات تمويلية قديمة، بهدف إيجاد حلول لمشاكل التمويل. "

الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية الإسلامية وتطورها

تتمثل حقيقة الصناعة المالية الإسلامية في إيجاد منتجات وحلول مالية لمشاكل التمويل القائمة فلعل في توجيه النبي ﷺ لبلال المازني -رضي الله عنه- حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له رسول الله ﷺ: " لا تفعل بع الجمع بالدرهم واشتر بالدرهم جنيباً ".² إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً.

وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس حجرت دائرة الممنوع وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.³

¹ - شيرين محمد سالم أبو قعنونة، مرجع سابق، ص:44.

² - أخرجه البخاري، صحيح البخاري، مصدر سابق، كتاب الوكالة، باب الوكالة في الصرف والميزان، رقم:2302، ج03، ص:98.

³ - سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، د.ط، 2004م، ص:10.

فقد حرم القرآن الكريم عدة معاملات مالية اعتاد عليها العرب، وكانت تحتل حيزا كبيرا من أسواقهم، فقد عرف المسلمون الأوائل الابتكار والتطوير ووضعوا حلولاً إبداعية لمشاكلهم المالية في إطار ظروفهم المعيشية وأوضاعهم الاقتصادية وفق مبادئ فقه المعاملات المالية الذي حدده الإسلام.

فالمعاملات المالية الإسلامية تركز على مصادر معينة تحدد مسارها وتهدب ممارساتها لتحقيق الأهداف الاقتصادية والأبعاد الشرعية، فجاءت الهندسة المالية كوسيلة لتمكين المؤسسات المالية من مواجهة المخاطر المختلفة وتحقيق الاستراتيجيات المحددة والتي تتعلق باقتصاديات المال والأعمال، فهي وليدة الحاجات الآنية والظروف المحيطة التي تخلقها عدة عوامل واعتبارات.¹

إن الهندسة المالية الإسلامية بصورة من الصور قد ضلت موجودة منذ القدم ولا شك أن المخارج الفقهية التي اقترحها رواد المذاهب الفقهية في محاولة التيسير على المسلمين في تعاقداتهم المالية وفقا لضوابط الشرع الإسلامي لا تخرج عن دائرة الهندسة المالية الإسلامية، ويمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية الإسلامية، ومن أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن الحسن الشيباني حين سُئل عن مخرج للحالة التالية: إذا قال شخص لآخر: اشتر هذا العقار _مثلا_ وأنا أشتريه منك وأربحك فيه، وخشي إن اشتراه ألا يشتريه منه من طلب الشراء، فقال الإمام: المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على صاحبه، فإن لم يشتريه فسخ العقد ورد المبيع. ففيل للإمام الشيباني: أُرأيت إن رغب صاحبه _من طلب الشراء_ في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟ فأجاب: المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه، فإن فسخ صاحبه

¹ _ مرداسي أحمد رشاد، دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية (دراسة حالة السوق المالية الماليزية)، أطروحة دكتوراه، جامعة عباس لغرور خنشلة، الجزائر، 2017/2018م، ص: 03.

العقد في مدة خياره استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه.

لاشك في أن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة مالية بالمعنى الحديث للمصطلح، وهي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة، بل وتستخدم تلك الحلول إلى يومنا هذا.¹

كما أن الصناعة المالية الإسلامية عرفت تطورا وازدهارا واضحا، لاسيما مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، حيث شهدت خلال السنوات الأخيرة ترجيحا وقبولاً في كثير من بلدان العالم الإسلامي كما شهدت تطورا ملموسا في التطبيق خلال الأربع عقود المنصرمة، وكان التطبيق في كل من السودان، باكستان وإيران تطبيقا كاملا لصيغ التمويل الإسلامي منذ الثمانينات، وهناك تطبيق جزئي في اقتصاديات ماليزيا، البحرين، الإمارات، قطر، مصر، الأردن، سوريا وسلطنة عمان مؤخرا، وأصبح الاهتمام متعاظما حتى شمل الدول الأوروبية والأمريكية والصين واليابان، حيث تم فتح العديد من النوافذ الإسلامية لتتيح للمسلمين التعامل بالصيغ الإسلامية.²

كما شمل التطور أيضا صناعة الأوراق المالية الإسلامية "صكوك التمويل الإسلامية" فالصناعة تعتمد أساسا على تصكيك الأصول الحقيقية القائمة أو استحداث أصول جديدة في الاقتصاد، فالسودان كان له السبق في استحداث أوراق مالية إسلامية في النصف الثاني من التسعينات، حيث تم إصدار شهادة مشاركة البنك المركزي "شمم" وشهادات مشاركة الحكومة "شهامة" في العام 1998، وتم إصدار صكوك إسلامية

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، سوريا، ط1، 2008م، ص:163.

² بلقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية: دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والماليزي، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2017/2018م، ص:08.

عالمية بماليزيا في التسعينات وتلتها البحرين والإمارات وأخيرا الأردن، وفي هذا السياق قامت بعض بلدان العالم الغربي بإصدار صكوك إسلامية مثل بريطانيا.

كما أخذت الكثير من المصارف التقليدية تعطي التجربة اهتماما، وتقدم بعض الخدمات المصرفية من خلال تأسيس وانتشار المؤسسات المالية الإسلامية التي كانت وليدة ومحصلة لمراحل مرت بها تطور الصناعة المالية الإسلامية، ففي عقد التسعينات أين شقت البنوك الإسلامية طريقها نحو إثبات الذات، من خلال تطوير أدوات ومنتجات جديدة خارج إطار التمويل التقليدي، بظهور صيغ تمويلية مثل الإجارة، الاستصناع والسلم وأصبحت بعض المصارف تقود عمليات تمويل مجمعة بصيغ إسلامية وأخرى تؤسس صناديق استثمار إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. إن تميز هذه المرحلة بالانتشار الدولي يعود إلى توالي إنشاء البنوك الإسلامية على مستوى العالم، حيث شهد التمويل الإسلامي توسعا سريعا في النظام المالي، لاسيما أن 600 مؤسسة مالية اليوم تتوزع على 75 دولة توفر الخدمات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.¹

وحسب التقرير الصادر عن شركة بيتك للأبحاث المحدودة التابعة لبيت التمويل الكويتي حول أهم التطورات في التمويل الإسلامي على المستوى العالمي لسنة 2013م والتي أكدت أن قيمة الأصول قد بلغت 150 مليار دولار منتصف التسعينات، إلا أنها شهدت نموا يتجاوز في المنتصف الثاني من 2013م إجمالي الأصول عتبة 8,1 تريليون دولار، حيث يسيطر قطاع الخدمات المصرفية على صناعة التمويل الإسلامي بنسبة 80%، في حين بلغ قطاع الصكوك نسبة 15%.

من جهة أخرى أظهر تقرير حديث لغرفة تجارة وصناعة دبي استند إلى أرقام شركة أرنست آندبورغ أن النظام العالمي التقليدي يشهد تحولا جذريا باتجاه التمويل الإسلامي؛ حيث سجلت الأصول المصرفية الإسلامية العالمية معدل نمو تراكمي سنوي بنسبة 16% خلال الفترة من 2008م إلى 2012م، مبينا أن أكبر الأسواق المصرفية الإسلامية

¹ _ بلقيس دنيا زاد عياشي، المرجع السابق، ص:10.

تتصدر في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بحصة تبلغ نسبتها 45% مع زيادة التركيز في دول مجلس التعاون الخليجي والتي بلغت حصتها بمفردها 37%.¹

الفرع الثالث: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ودوافع وجودها

أولاً: أهمية الهندسة المالية في الاقتصاد الوضعي والإسلامي

تكتسي الهندسة المالية أهمية بالغة خاصة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ويمكن إيجاز الأهمية العلمية والعملية للهندسة المالية الإسلامية فيما يلي:

1_ الأهمية العلمية للهندسة المالية : يمكن إيجاز الأهمية العلمية للهندسة المالية الإسلامية فيما يلي:

- يؤدي البحث والتطوير اللذان هما موضوع الهندسة المالية إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة في العلوم المالية.
- يساعد وجود علم الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد الكوادر الإدارية التي يتطلبها العمل المصرفي الإسلامي والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المصرفية الإسلامية
- أن الأصل في المعاملات الإباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها.
- أن العبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد حيث أن أحكام فقه المعاملات معللة وعللها بالحكم الشرعي وجودا وعدمًا بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص، لذلك فعملية إلحاق العقود المالية المستجدة بأصول لها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة².

¹ _ بلقيس دنيا زاد عياشي، مرجع سابق، ص:11.

² _ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص:176.

- أن الإسلام لم ينشئ العقود المالية، وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات وتشريع الأحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها.

2_ الأهمية العملية للهندسة المالية: بالنسبة للأهمية العملية تكمن فيما يلي:

- معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وقد كانت تفي بحاجات المجتمعات آنذاك، لكن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تتزايد بشكل مستمر، وهو ما يتطلب إيجاد ما يلبي تلك الحاجات التمويلية وذلك في إطار الالتزام بالحلال، ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق ذلك.

- الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية ومحاولة الاستفادة منها بدلاً من اتخاذ مواقف حيادية تجاهها.

- ضمان استمرارية النظام المالي الإسلامي ككل مع استفادة كل أجزائه والحفاظ في ذات الوقت على أصالته من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية التي تُقوّم مسيرته.

- رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة، ولكي يكون للفقهاء الإسلامي حضور قوي على الساحة الاقتصادية بدلاً من تعطيله.

- إن المعاملات المالية وإن كانت مقاصد المكلفين فيها لا تخرج عن معاني الاكتساب وطلب الرزق وتنمية المال وقضاء الحوائج الدنيوية والأخروية، إلا أن سمة وسائلها التبدل والتغير والتطور بحسب الأمكنة والأزمنة والأحوال والعادات والأعراف الجارية، وهذا ما يستدعي عدم غلق باب الاجتهاد في تكييف العقود الموجودة أو تطويرها أو إيجاد أخرى مستحدثة لما في ذلك من رفع المشقة والحرج على الناس.¹

¹ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، المرجع نفسه.

- إذا اعتبرنا التكييف الفقهي جزءا من الهندسة المالية، فإنه قد يكون أساسا لتطوير كثير من العقود المالية فتكييف الأموال التي يودعها آلاف المودعين في حسابات استثمارية لهم في المصارف الإسلامية والتعامل مع هذه الأموال كوحدة واحدة في عمليات المضاربة (مع العلم أنه لا يجوز خلط مال المضاربة بعد بدء عمليات المضاربة) أدى إلى استحداث ما يسمى بالمضاربة المشتركة وتطوير عقد المضاربة الثنائية التقليدي المعروف في الفقه، وذلك للابتعاد عما لا يجوز في قيد المضاربة.

- طبيعة عمل المؤسسات التي تقوم بإجراء العقود المالية بآلياتها المختلفة، فكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف التعامل معها إلا باستحداث مستجدات ملحقة بها أو أفكارا جديدة تمكنها من أن تكون عملية قابلة للتطبيق.¹

ثانيا: دوافع وجود هندسة مالية إسلامية

تبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب أهمها:

1. انضباط قواعد الشريعة الإسلامية: إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل وإن كانت معدودة لكنها منضبطة ومحددة وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبى احتياجات الناس بصورة كفاءة اقتصاديا يظل مرهونا بعلم منافاته لهذه القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى استيعاب القواعد والمقاصد الشرعية وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية والجمع بين هذين المطلبين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبى الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.²

¹ _ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، المرجع نفسه.

² _ سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص:10.

2. تطور المعاملات المالية: المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور، فالربا والغش والغرر من المعاملات المحرمة إلى يوم يبعثون وليس لأحد أن يُحلّ صورة مستحدثة أو شكلا جديدا مادام يدخل في جوهره تحت ما حرّمه الله وكذلك البيع هو حلال إلى يوم يبعثون، لكن نقود اليوم ليست كنقود الأمس ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل واستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم ومادام البيع يخلوا من المحظور فليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين لهذا كان لابد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز ما بين الثابت والمتطور وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن، فتطور المعاملات المالية المعاصرة في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة ويزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها، وتعتبر سد الفجوة بين طلب التمويل وعرضه إحدى الحاجات الاقتصادية التي تسعى الهندسة المالية الإسلامية لتلبيتها، أو بمعنى آخر تساعد الهندسة المالية الإسلامية على التماشي مع النمو الكبير الذي يعرفه التمويل الإسلامي كازدياد حجم الاحتياجات التمويلية سواء للأفراد أم الشركات أم الحكومات.

3. المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية: والتي فرضت قدرا كبيرا من التحدي فالحلول التي يقدمها المسلمون لا تكفي أن تكون عملية فحسب بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأس مالية.¹

4. البحث عن البديل للهندسة المالية التقليدية: خاصة بعد أن اتضح أن الابتكار من خلال الهندسة المالية كما هو في التطبيق أدى إلى اضطراب النظام المالي وهناك مزيد

¹ _ تيغزة سهام، دور الهندسة المالية الإسلامية في وقاية البنوك الإسلامية من الأزمة المالية العالمية: دراسة حالة مجموعة البركة المصرفية، رسالة ماجستير، جامعة البليدة2، الجزائر، 2014/2015م، ص:97.

من التجارب العالمية التي تثبت ذلك باستمرار ومرد ذلك عدم انضباطها بأية ضوابط أخرى في الوقت الذي يبحث فيه العالم عن البديل مهما كانت طبيعته.¹

المطلب الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية وخصائصها

تعتمد الهندسة المالية على مجموعة من المبادئ والأسس لتحقيق أهم أهدافها وعملياتها المختلفة في التصميم والإبداع والابتكار للحلول المالية والآليات التمويلية للإدارة المالية وتشخيص المشاكل المالية، التي تعترض المستثمر المالي في توظيف موارده لتحقيق الأرباح، كما يمكن أن تعترض أيضا المهندس المالي في تجسيد ما تم بناؤه من نماذج مالية، والتي تستخدم في عمليات التحوط وإدارة المخاطر، كما أنها

الفرع الأول: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

يمكن القول بأن المبادئ هي مقررات التشريع الإسلامي وما يجب أن تتضبط به الهندسة المالية الإسلامية في تعاملها مع التمويل الإسلامي؛ حيث أمكن تحديد أربعة مبادئ للهندسة المالية الإسلامية، اثنان منها يتعلقان بالأهداف وهما: التوازن والتكامل، واثنان يختصان بالمنهجية وهما: الحل والمناسبة. وبيانها كما يلي:

أولاً: مبدأ التوازن: لقد نجحت الشريعة الإسلامية في تحقيق التوازن بين مختلف الرغبات والميول والحوافز، ووضعت لكل الإطار المناسب له دون إفراط أو تفريط، وحققت هذا التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية ما يتعلق منها بالمصالح الشخصية وما يتعلق بالمصالح الاجتماعية، ما يتعلق بتحقيق الربح وما يتعلق بالأعمال الخيرية، ما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون باعتبار أن كل جانب مكمل للآخر، وعلى النقيض تماماً فقد اعتمدت فلسفة الرأسمالية على آلية السوق والحوافز الربحية لعلاج معظم مشاكلها مرجحة بذلك الكفة لفئة دون غيرها، في حين نجد أن الاشتراكية تخالف الرأسمالية في

¹ _ تيغزة سهام، المرجع نفسه.

المبدأ، أي أن الاشتراكية تهتم بمبدأ الحوافز الخيرية والتعاونية مغفلة الحوافز الشخصية هذا الأمر الذي أدى بحلول الركود على الواقع الاشتراكي.

وفي مقابل كل هذا اهتم الاقتصاد الإسلامي بالجانبين الشخصي والتعاوني، معطياً لكل منهما حقه معترفاً بوظائفهما للوصول بالأداء الاقتصادي إلى الوضع الأمثل، كما يتطلب مبدأ التوازن وجود العدالة في تحمل كل من طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه، فلا ينبغي أن يتحمل طرف التزامات الطرف الآخر ولا ينتقص من حقوقه، كما يجب كذلك مراعاة الالتزام بالشروط، فالمسلمون عند شروطهم وموجب ذلك كله إلى حكمة الشريعة ورغبتها في قطع الطريق على النزاع والخصومة، ومن أمثلة تحقيق التوازن كأهم مبادئ الصناعة المالية الإسلامية تحريم اشتراط الزيادة في القرض إلى أجل، أو الغرر والجهالة في المبيع أو الثمن أو الأجل وكل شرط أو عرف من شأنه أن يخالف مقتضى العقد، وعلى هذا الأساس تسعى الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق التوازن بين جميع الأطراف كأحد أهم المبادئ.¹

ثانياً: مبدأ الحل: يقتضي هذا المبدأ أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية أو أدت إلى مقصد أو مآل يتعارض أو يخالف المقاصد الشرعية التي أرادها الشارع الحكيم من تشريع الأحكام حتى تحقق مآلاتها المبتغاة. وبناء على هذا المبدأ يقتضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول المحرمات وهي الربا والغرر، وليس أحكام البيع وشروطه وأركانه، فإن المحرمات إذا تم اجتنابها فالعقد صحيح بناء على هذه القاعدة. وإذا وجد رأيان بخصوص عقد معين أحدهما يختار المنع والآخر الجواز، فإن القائل بالمنع هو الذي يلزمه بيان الدليل، أما

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 110. ومحمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: "الواقع وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20_21 مارس 2010م، ص: 6. وبلقيس دنيا زاد عياشي، مرجع سابق، ص: 13.

القائل بالجواز فلا يلزمه الدليل لأنه موافق للأصل. مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذا المبدأ هو الأساس للابتكار المالي لأنها تدل على أن دائرة المسموح لا حدود لها بخلاف المحرم فإنه محصور ومحدد لذا يعتبر هذا المبدأ أساسياً في فهم وتطوير المنتجات المالية الإسلامية.¹

ثالثاً: مبدأ التكامل: حتى تستوفي عمليات الابتكار والهندسة المالية شروط الكفاءة الاقتصادية والسلامة الشرعية لابد من أن يحكمها مبدأ التكامل بين التفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية وبين تفضيلات الزمن والمخاطرة مع توليد الثروة الحقيقية. حيث يتحقق هدف الاعتبارات الموضوعية في أي نشاط اقتصادي إسلامي بتوليد ثروة حقيقية، تتمثل التفضيلات الشخصية بالبعد بأكبر قدر ممكن من المخاطرة مع تحقيق الاعتبار الموضوعي ضمن أقل زمن ممكن. مما يستلزم القول بضرورة عدم الفصل بين الزمن والمخاطرة مع الرغبة في توليد ثروة حقيقية في إطار متكامل منسجم مع طبيعة العلاقات الاقتصادية في المنظور الإسلامي على خلاف المنظور التقليدي القائم على فصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة حيث يتم فصل الزمن باللجوء إلى الربا وعزل الخطر عن طريق اللجوء إلى الغرر أخذاً بالاعتبار أن الزمن والخطر في الغالب وجهان لعملة واحدة إذا تمثل عنصر الخطر ذاته في الزمن (وهنا يكمن موطن تحريم الشريعة الإسلامية لهما)، وقد يكون الزمن وعاء للمخاطرة. مع مراعاة أن هدف الفصل الأساسي حسب المنظور التقليدي هو تحقيق الكفاءة الاقتصادية وخفض التكاليف إلا أن نتيجة الفصل مغايرة تماماً لهذا الهدف، حيث ستنزاد تكاليف الفصل باستمرار وسيقوم القطاع الحقيقي بدفع التكاليف الناتجة عن الفصل لأنه هو المصدر الرئيسي للثروة الحقيقية، لكنها ستكون أضعافاً مضاعفة. وفي هذا رد على الزعم الخاطئ للمؤيدين للمشتقات المالية التي اجتاحت الأسواق المالية العالمية، الذين قالوا: إن فصل المخاطر عن

¹ — سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 115. شيرين محمد سالم أبو قعنونة، مرجع سابق، ص: 46.

الأصول نوع من التخصص وتقسيم العمل الذي يرفع الإنتاجية حيث فصل المخاطر عن النشاط الحقيقي هو التجريد أكثر منه تخصص لأن الخطر مفهوم يمتنع وجوده خارج الذهن البشري. فالتخصص يعني الاقتراب من الواقع بشكل أكبر، ومن ثم فرض مزيد من القيود الفعلية على النشاط الاقتصادي، بينما التجريد يعني الابتعاد عن الواقع والتخفيف من القيود التي تفرضها التعقيدات الكثيرة، فهما في الحقيقة متنافيان.

أما إذا نظرنا إلى الأسس التي يقوم عليها التمويل الإسلامي والقواعد التي تحكم أنشطته المختلفة وجدناها تشجع على التخصص بسبب ارتباطها الوثيق مع النشاط الاقتصادي المنتج، فعقود التمويل الإسلامية (كالبيع والإجارة والمشاركة وغيرها...) هي عقود تفرض الترابط بين التمويل وبين النشاط الحقيقي. هذا الترابط يقتضي نوعاً من التخصص في النشاط التمويلي بحسب القطاع الذي تطبق فيه هذه العقود، وذلك لكي ينجح الممول في حفظ حقوقه وتحقيق الكفاءة ومن ثم الربحية اللازمة، فقواعد التمويل الإسلامي تقتضي تخصص المؤسسات المالية بحسب مجالها ونطاق عملها. والتخصص من شأنه أن يرفع مستوى الكفاءة ومعدل الإنتاجية كما أنه يتيح الفرصة لبناء صناعة مالية تتكامل فيها المؤسسات المتخصصة مع بعضها لتصبح الصناعة إجمالاً أقدر على الاستجابة للمتطلبات الاقتصادية للتنمية.

وعليه فإنه يلزم لتحقيق مبدأ التكامل في المنتجات المالية حال تقويمها أن تتضمن قيمة مضافة للتبادل، تتحقق بالتلازم بين أمرين: الأول: أن تتضمن المبادلة عنصراً حقيقياً كالسلع والخدمات. والثاني: أن يكون التمويل وتبادل المخاطر تابعاً لهذا التبادل وبهذا فإن اكتساب المنتجات المالية الإسلامية صبغة المصدقية ينبع من مبدأ التكامل الذي يحقق مقاصد الشريعة في تحقيق قيمة مضافة.¹

¹ — سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 120. وشيرين محمد سالم أبو قعنونة، مرجع سابق، ص: 47.

رابعاً: مبدأ المناسبة : مصطلح "المناسبة" يستخدم في أصول الفقه للدلالة على تناسب الحكمة مع علة الحكم التكليفي، بحيث تترتب المصلحة المقصودة على الحكم إذا وجدت العلة المقتضية له، والمراد بالمناسبة هنا هو تناسب العقد مع الهدف المقصود منه بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة. وهذا يقتضي تناسب الشكل مع المضمون وتوافق الوسائل مع المقاصد، فالصورة لا تكفي وحدها لتقويم المنتج المالي، كما أن الهدف والغاية لا يكفي وحده أيضاً، فالغاية لا تبرر الوسيلة، كما أن الوسيلة لا تكفي لتبرير الغاية، بل لابد من جواز الغاية والوسيلة معاً.

فالصورة تعد مقبولة ما لم تتعارض مع الحقيقة، فإن وجد التعارض فالعبرة بالحقيقة وهذا هو مدلول القاعدة الفقهية: "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني". فالأصل أن الألفاظ دالة على المعاني ومتضمنة لها، لكن إن تبين أن المعنى ينافي اللفظ، وأن المقصود ينافي العقد، فالعبرة حينئذ بالمعنى والمقصود. وبناء على هذا المبدأ فإن تقويم المنتج المالي يجب أن يمر بمرحلتين:

1_ النظر في الهدف والغاية من المنتج: فإن كانت مقبولة، فينظر حينئذ في الإجراءات، وإن لم تكن مقبولة فالمنتج ابتداءً غير مقبول.

2_ النظر في الإجراءات التعاقدية، فإن كانت صحيحة كان المنتج مقبولاً، وإلا لزم مراجعة الإجراءات.¹

ومعنى ذلك أن تتوافق الوسائل والمناهج المتبعة في سبيل تطوير و إيجاد منتجات مالية إسلامية النشأة مع الغايات المبررة لذلك، كما تتطلب تحقيق الكفاءة فيها من خلال عملية القياس لمعرفة النتائج ومدى انعكاس ذلك مع ما تقدم دفعه من تكاليف، وينبغي أيضاً أن يكون الهدف المتوقع من وراء الابتكار المالي في صناعة الهندسة المالية الإسلامية هو تطوير الآليات وأدواتها، فيوجب هذا النظر في الوسائل والإمكانات

¹ - سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 123.

المستخدمة للوصول إلى هذا الهدف، فإذا كانت مشروعة ومقبولة ومصادق عليها من طرف المجامع الفقهية، فتكون هذه المنتجات ذات مصداقية شرعية تحقق حينئذ مشروعية الغاية والوسيلة معا، فيكون العقد صحيحا وسليما شكلا ومضمونا، صورة وحقيقة، أما إذا كان الهدف مشروعاً، لكن الوسيلة غير مشروعة، فالغاية لا تبرر الوسيلة، بل يجب تصحيح الإجراءات والبحث عن الأسلوب المناسب للوصول للغاية المشروعة، أما إذا كانت الغاية غير مشروعة ابتداءً، فمهما كانت الوسيلة فلن تجدي نفعاً في تصحيح هدف غير مشروع مسبقاً.¹

الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

الناظر إلى الهندسة المالية الإسلامية في مقابل الهندسة المالية التقليدية سرعان ما يلحظ عدم اختلاف مفهومها من حيث الجوهر، وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لإيجاد قنوات وأدوات جديدة، تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية. بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف فلا بد من شرعية الوسائل المستخدمة في عملية الابتكار، وتكون موجهة لتحقيق الأهداف والمصالح العامة وليس الشخصية فقط،² لذلك نجد أن الهندسة المالية الإسلامية تتميز عن نظيرتها التقليدية بعدة خصائص لعل أبرزها ما يلي:

— الابتكار الحقيقي بدل التقليدي: يقوم الابتكار الحقيقي على تطوير المنتجات المالية الإسلامية تطويراً حقيقياً وليس صورياً، مثلما يتضح في المنتجات التقليدية، ذلك أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر، الضمانات أو التسعير وهذا من منطلق أن المقصود من الهندسة المالية الإسلامية هو تحقيق مصلحة المتعاملين

¹ — حسناوي بلال، دور الهندسة المالية في تفعيل الوظيفة التنموية للسوق المالية الإسلامية: دراسة حالة التجربة

الماليزية، أطروحة دكتوراه، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2018/2017م، ص: 35.

² — شيرين محمد سالم أبو قنونة، مرجع سابق، ص: 70.

الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية؛ وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

_ التشريع الإسلامي بدل التشريعات الوضعية: تقوم ال هندسة المالية الإسلامية على التشريع الإسلامي والذي تستمد من خلاله المبادئ والأسس في تصميم المنتجات المالية، بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية والابتعاد قدر الإمكان عن الخلافات الفقهية، والتركيز على أهم أسس ال هندسة المالية الإسلامية والقائمة على مبدأ المشاركة في المخاطر وتجنب مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى.

_ التمويل بدل الاستثمار: تهدف ال هندسة المالية الإسلامية لإدارة السيولة؛ من خلال جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى أصحاب الفائض من المال والذين يرفضون التعامل بمنتجات ال هندسة المالية التقليدية، واستخدام هذه الأموال في عمليات التمويل بدل الاستثمار باعتبارها أقل مخاطرة.¹

_ كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية مستقلة عن غيرها من الأدوات؛ بمعنى أن لها طبيعة تعاقدية وخصائص تجعلها متميزة عن غيرها، فتتبعها هو تنوع حقيقي وليس صوريا كما هو الأمر في أدوات الهندسة المالية التقليدية التي تقوم على عقد واحد وهو القرض.²

_ المصادقية الشرعية: نعني بالمصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن؛ أي الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، باعتبار أن الصناعة المالية الإسلامية تهدف إلى التوصل لحلول مبتكرة خارج دائرة الخلاف الفقهي قدر الإمكان، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بينما تركز الشريعة الإسلامية على دائرة ما هو جائز شرعا، أي كل ما قد يكون نموذجا بمقياس العصر الحاضر وما ليس كذلك، وباعتبار أن ظروف المجتمعات تتفاوت وتتباين، فقد لا

¹ _ بلقيس دنيا زاد عياشي، مرجع سابق، ص:4.

² _ شيرين محمد سالم أبو قعنونة، مرجع سابق، ص:71.

تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام.

ويجب التأكيد على ضرورة الدمج بين مبادئ الاقتصاد الإسلامي من جهة وبين المنتجات المالية من جهة أخرى، باعتبار أنها ترجمة عملية فعّالة للقيم والمثل التي جاء بها الإسلام، وبدون هذه المنتجات تظل المبادئ حبرا على ورق ويظل الواقع رهنا للأطماع الشخصية والنزعات الأنانية، ليس لأن الناس لا يحبون الخير والفضيلة؛ ولكن لأنهم لا يملكون حلقة الوصل بين القيم الفطرية النبيلة وبين التحديات العملية.

_ الكفاءة الاقتصادية: المقصود بالكفاءة الاقتصادية هو تلبية احتياجات المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة، فتسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة والتقدم التقني في عالم الاتصالات والمعلومات يتطلب تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل حد ممكن من القيود والالتزامات.

ذلك أن المبتكرات المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية لا تكفيها أن تكون ذات مصداقية شرعية فقط، وإنما يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، لأن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرناً جداً، كذلك يجب أن تتجنب هذه المبتكرات زيادة الآثار الاقتصادية السلبية مثل التضخم، البطالة وسوء توزيع الثروة.¹

وحتى يحقق المنتج الإسلامي جانب الكفاءة الاقتصادية، يتوجب على المهندس المالي دراسة الاحتياجات التمويلية والاستثمارية بدقة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يربط

¹ _ سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية...، مرجع سابق، ص: 17. وعبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية...، مرجع سابق، ص: 163. ويلقيس دنيا زاد عياشي، مرجع سابق، ص: 05.

بين الاحتياج الحقيقي والتمويل النقدي ليؤدي في النهاية إلى الوصول إلى تشكيلة متنوعة من المنتجات التي تتيح إمكانية تلبية مختلف الرغبات وبالتالي حل المشكلات التمويلية.

المطلب الثالث: متطلبات ومعوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية

يتطلب تطبيق الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من العوامل الضرورية لنجاحها وفي نفس الوقت توجد العديد من العوائق التي تحول دون التطبيق المقبول للهندسة المالية الإسلامية. يتم التطرق لها على التوالي من خلال هذا المطلب كالتالي:

الفرع الأول: متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية

يتطلب تحقيق الهندسة المالية الإسلامية توافر عدة عناصر يمكن إجمالها فيما يلي:

أولاً_ الوعي بالسوق وأحواله

ويقصد بوعي السوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الهندسة المالية الإسلامية تهدف أساساً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين، مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

ثانياً_ الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها)

يقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها، أو حتى تطويرها وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشريعة الإسلامية، أو ما اصطلح على تسميته بالمصادقية الشرعية للهندسة المالية الإسلامية، وهو ما يشكل صمام أمان للمجتمع، كما أن الإفصاح يؤدي إلى تحقيق رضا جميع الأطراف.

ثالثاً_ المقدرة والالتزام (الالتزام بالشرعية الإسلامية في التعامل)

يقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، وكذا الالتزام بضوابط الشرعية الإسلامية. فلذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح فإن الالتزام بالشرعية الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالهندسة المالية الإسلامية كما أنه ميزة لها.¹

بالإضافة إلى هذه المتطلبات فإن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية يستدعي تدعيم إمكانات العمل المصرفي الإسلامي التي يمكن أن تسهم في تشكيل مستقبل البنوك الإسلامية، ولأن تكون هذه المصارف أقدر على تحقيق أهدافها، يجب أن ينطلق ذلك كله من الخطط الاستراتيجية الجادة التي يتم تبنيها لمواجهة تحديات البنوك الإسلامية في المرحلة القادمة و يمكن أن تشمل:

- استكمال عناصر البنية التحتية للأعمال المصرفية الإسلامية على المستويين المحلي والعالمي ولكن تحتاج إلى التفعيل من خلال ما يلي:²

- إعطاء دور أكبر للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
- التعجيل بمشروع السوق المالية الإسلامية العالمية ووضع موضع التنفيذ.
- استكمال مجلس الخدمات المالية الإسلامية ووضع المبادئ والإرشادات والمعايير التي تتم بموجبها الإشراف والرقابة على الأعمال المصرفية الإسلامية.
- رفع كفاءة الخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية المعروضة إذ أنها دون المستوى المطلوب، وهذا يوفر فرصة لاستكشاف مجالات أخرى للإبداع والابتكار والإفادة من التقنيات المعاصرة والتطورات الهائلة في مجال المعلومات.

¹ _ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص:175.

² _ تيغزة سهام، مرجع سابق، ص:108.

- العمل الجماعي لتكوين فريق مؤثر يهدف إلى تهيئة المناخ العام للاستثمار من خلال تحديث القوانين التشريعية لسد الفجوات التنظيمية والتشريعية التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي.

- تمثل المرجعية التشريعية ركيزة هامة من ركائز العمل المصرفي الإسلامي وذلك لضمان اتفاق الممارسة الفعلية مع أحكام الشريعة الإسلامية وفي ضوء تعدد الهيئات وتعدد المصادر وغياب جهة تعمل على توحيد مصادر الفتوى والتخريج الشرعي لها جعل الأمر يصل إلى حد التضارب في الفتوى الموضوع الواحد، لذا تبرز الحاجة إلى توحيد هذه الفتاوى؛ وذلك بعرضها على مجمع الفقه الإسلامي الدولي، أو تشكيل هيئة إسلامية للفتوى لا على أساس التمثيل السياسي، بل على أساس معايير موضوعية على أن تملك هذه الهيئة سلطة الإلزام بالنسبة للمعاملات المصرفية الإسلامية.

- على الرغم من أهمية التعليم والتدريب والبحوث في نمو وتقدم أي نظام إلا أننا نجد أن البنوك الإسلامية لا تولي هذا الأمر ما يستحق من عناية واهتمام.

- زيادة التنسيق والتوسع في الاستثمارات المشتركة بين كل من وحدات النظام المصرفي التقليدي والإسلامي، وذلك بهدف خلق مناخ ملائم للتعايش وإرساء أسس قوية لعلاقات التعاون بين النظام المصرفي الإسلامي و مثيله التقليدي، الأمر الذي سيعمل على مد جسور متينة وفتح قنوات قوية مع الهيئات والمؤسسات المنظمة الحاكمة للعمل المصرفي الإسلامي، وستجعل من السهل إقناع الجهات الرقابية على المستويين المحلي والدولي بالطبيعة الخاصة لأنشطة المصارف الإسلامية.

- نظرا لتحرر الأسواق وانفتاحها فإن الأسواق العالمية تتقارب بسرعة للتلاقي في سوق واحدة ويتيح ذلك فرصة للبنوك الإسلامية بقدر ما يمثل من تحديات لها، فمن ناحية ستنجح العولمة قدرة أكبر من تنوع المحافظ الاستثمارية مما يقلل من المخاطرة، وسيفتح ذلك فرصا للبنوك الإسلامية لزيادة عملياتها، وكذلك أن يسمح لها بفتح المزيد من الفروع

في البلدان الأخرى. وحتى تتمكن البنوك الإسلامية من الاستفادة من العولمة فهي بحاجة لإعادة هيكلتها وتوسيع قاعدة المساهمين والفصل بين الإدارة والملكية وتنفيذ خطة محكمة للاندماج الذي يحقق لها مزيد من الكفاءة والتطوير والمنافسة وتحسين نوعية خدماتها وتطوير مشاريعها.¹

الفرع الثاني: معوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية

بالرغم من الإنجازات التي حققتها الصناعة المالية الإسلامية بتبني ال مؤسسات المالية الإسلامية لمفهوم الهندسة المالية الإسلامية من خلال تطوير وابتكار منتجات مالية تضمن لها الديمومة والمنافسة في أسواق تشهد منافسة حادة بين الأ سواق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية، التي تسعى لجذب أموال المسلمين من خلال فتح نوافذ تقدم منتجات مالية إسلامية إلا أن مقدره ال مؤسسات المالية الإسلامية على الاستفادة القصوى من الهندسة المالية في مجال أعمالها مازالت متدنية ويرجع ذلك إلى مجموعة من التحديات والعقبات التي تواجهها نذكر منها ما يلي:²

أولاً_ الإطار المؤسسي السليم

حيث تحتاج البنوك الإسلامية على عدد من المؤسسات والترتيبات الداعمة حتى تتمكن من القيام بوظائفها المتعددة وتحاول مؤسسات العمل الإسلامي في كافة أرجاء العالم الاستفادة من الإطار المؤسسي الذي يدعم العمل المصرفي التقليدي لكنها تعاني من انعدام الدعم المؤسسي الذي يوظف خصوصا لخدمة احتياجاته ا، كما أن بناء كيان مؤسسي سليم يعتبر أخطر تحد يواجه التمويل الإسلامي، ولمواجهة هذا التحدي لابد من تطبيق منهج وظيفي لبناء هذا الكيان، ويجب فحص المهام التي تقوم بها المؤسسات

¹ _ صويلحي نور الدين، أساليب التحوط في البنوك الإسلامية دراسة تطبيقية لبنك البركة الجزائري، رسالة ماجستير،

جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010/2009م، ص:136.

² _ تيغزة سهام، مرجع سابق، ص:114.

الموجودة بطريقة تمكنها من توفير دعم أفضل، أو إنشاء مؤسسات جديدة حسب الحاجة.¹

ثانياً_ الافتقار إلى الموارد البشرية المؤهلة

هي واحدة من أكثر المسائل الإدارية المزعجة لمنتجات التمويل الإسلامي بسبب فقدان الخبرات المدربة والمؤهلة من حيث المعرفة الضرورية بالمؤسسات المالية الإسلامية والتوافق مع الشريعة، وقد أعاقت هذه المسألة الجهود الحثيثة الرامية لتطوير هذه المنتجات، ونتج عنها في مرات عدة خسائر تشغيلية، ويمكن النظر للموارد البشرية من جهة كمسألة مخاطر تشغيلية، ومن جهة أخرى كمنافسة جوهريّة للمصرف، ومما لا شك فيه أن القوة العاملة الضعيفة ستفرض تهديدًا من حيث المخاطر التشغيلية وتعيق في الوقت ذاته إمكانية نمو البنك.²

ثالثاً_ الافتقار إلى البحث والتطوير

تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية، حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع والتطوير فقد أثبتت التقارير السنوية لأكثر من 12 مؤسسة ماليّة إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية خاصة بالبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية في الوقت الذي أنفقت فيه تسع بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات البحث والتطوير.³

رابعاً_ تحديات تتعلق بالإطار القانوني المناسب والسياسات الداعمة

حيث وضعت معظم قوانين التجارة والمصارف والشركات في معظم البلدان الإسلامية على النمط الغربي مما يضيق على نشاطات العمل المصرفي الإسلامي

¹ _ صويلحي نور الدين، المرجع السابق، ص:137.

² _ تيغزة سهام، مرجع سابق، ص:114.

³ _ بوشلاغم نور الدين، الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية "دراسة نماذج مالية إسلامية مبتكرة"، أطروحة دكتوراه، جامعة وهران 2، الجزائر، 2018/2019م، ص:230.

وتحصره في حدود تقليدية، إذ أن معظم البنوك الإسلامية تتعامل في بيئة تسودها القوانين التقليدية التي تخضع البنوك الإسلامية لنفس القوانين الخاصة بالعمل المصرفي التقليدي ماعدا إيران، باكستان والسودان حيث عملت على أسلمت نظامها المصرفي بالكامل، وبعض الدول التي تراعي طبيعة عمل المصارف الإسلامية فأنشأت قوانين خاصة بها مثل تركيا، ماليزيا ودول الخليج العربي. كما يعاني التمويل الإسلامي من عدم وضوح الأحكام القانونية بمعظم اتفاقياته بالإضافة إلى افتقار هذه الاتفاقيات والعقود إلى الضبط والصياغة القانونية السليمة خاصة للمسائل الشرعية التي تنظم عمل المنتجات المالية الإسلامية الأمر الذي ينتج عنه لبس وغموض في علاقة التعاقد يمكن أن يعرض الأطراف المتعاقدة لمخاطر قانونية جدية، لذا كان على البلدان الإسلامية سن قوانين تراعي خصوصية العمل المصرفي الإسلامي.

خامسا_ الإطار الإشرافي

الإشراف على البنوك الإسلامية مهم جدا وفي الوقت الراهن فإن عدم وجود إطار إشرافي فعال يعتبر أحد نقاط الضعف للنظام القانوني ويستحق اهتماما جادا لتقوية الأدوار التي تضطلع بها كل هيئات الرقابة الشرعية للحد من مشاكل الاختلافات الفقهية التي تثير الشبهات حول مشروعية المنتجات المالية وتضرب المصادقية الشرعية، كما تعتبر رقابة البنوك المركزية جد مهمة لكن تثير الكثير من العوائق باعتبار معظم البنوك الإسلامية تنشط في ظل نظام مصرفي ربوي هذا يعتبر تحد جد هام بالنسبة للبنوك الإسلامية إذ عليها احترام سلطة البنك المركزي للبلد الذي تنشط فيه والتكيف معها.¹

¹ _ صويلحي نور الدين، مرجع سابق، ص: 138.

المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطوير أدواته

يعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية المهمة في الاقتصاديات المعاصرة؛ لأنها توفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية، وهو طموح أي مستثمر، ولهذا السبب اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق، وذلك باستحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين تحقيق مصالحهم الاقتصادية ضمن هذه الأسواق.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية وأهميتها

يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية في الفرع الأول ثم تناول أهمية إنشائها في الفرع الثاني

الفرع الأول: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية

إن الهدف الحقيقي والكامن خلف مشروع إنشاء سوق مالية إسلامية أو بورصة الأوراق المالية الإسلامية هو التزام هذه البورصة بالعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وأسس النظام الاقتصادي الإسلامي، وتجنب العمل المناقض لهما، وإذا لم يتحقق ذلك تعد عملية الإنشاء فاشلة أو مشوهة، وقد تسيء إلى الشريعة الإسلامية أكثر مما تحسن إليها. وقد ظهرت أول دعوة لإنشاء سوق مالية إسلامية منذ حوالي عقدين من الزمن، وطرح هذه الفكرة الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس عام 1984م، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي، تكون متخصصة في تمويل المرابحة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس محسوب تبعا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة. وتم فعلا ذلك في البحرين عام 1986م بتأسيس شركة مساهمة إسلامية، وعدة شركات استثمارية للأوراق المالية.

تواصلت التجارب بعد ذلك في إنشاء سوق مالية إسلامية والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبدأت المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية، تشكل أساساً لإقامة سوق مالية إسلامية.

كما أكد الدكتور "محمد سيد مناعي" هذه الفكرة في بحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا في أوت سنة 1988م وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، وهو ما أعيد التركيز عليه في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر والتي عُقدت في القاهرة في سبتمبر سنة 1988م، حيث جاء في توصيات الندوة ضرورة تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية انتقال واستثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية.

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو من بنوك إسلامية، وكذلك تأسيس سوق مالية إسلامية عالمية تمثلت في مركز السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين، وذلك بعد اتفاق وقعته مؤسسة نقد البحرين مع السلطات الرقابية في مركز ليوان المالي بماليزيا والبنك الإسلامي للتنمية بالسعودية في أكتوبر 1999م، وبدعم من حكومات إندونيسيا وسلطنة بروناي والسعودية والسودان، ثم بتعاون بين بنوك إسلامية خليجية.¹

وقد قامت بعد ذلك العديد من الدول والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار أوراق مالية إسلامية وطرحها للتداول، مثل سندات السلم، وسندات المقارضة في الأردن،

¹ سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية: كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، بحث مقدم في الدورة التدريبية حول: "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بسطيف في 25_28 ماي 2003م، ص: 05.

شهادات القرض الحسن بماليزيا، شهادات المشاركة في باكستان وشهادات صناديق التمويل في السودان...¹

الفرع الثاني: أهمية إنشاء السوق المالية الإسلامية

لقد أصبح وجود أسواق مالية إسلامية ضروريا من أجل تحقيق الأهداف المالية والاقتصادية المرجوة، والتي عجزت عن تحقيقها الأسواق المالية التقليدية، من توازنات مالية واقتصادية، وضمان الاستقرار المالي والاقتصادي، وحماية مصالح الأفراد والمؤسسات والمستثمرين في الأسواق المالية، ويمكن إظهار أهمية هذه الأسواق في النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

- ◀ المساهمة في تنشيط وتنمية التمويل الإسلامي للمشاريع الإسلامية المتوسطة وطويلة الأجل وذلك بتيسير وتنظيم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية وفقا للأسعار الجارية، وعلى المستوى الجزئي يتضمن تحقيق ذلك العمل بقاعدة رفع المشقة وجلب التيسير للمتعاملين في الأوراق المالية، كما يتضمن حمايتهم من عواقب الجهالة ومن الغبن والوقوع في أيدي بعض الوسطاء الاحتكاريين، أما على المستوى الكلي فيتضمن تحقيق هذا الهدف المساهمة في بناء الاقتصاد الإسلامي داخليا وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية التي تعاني منها الدول الإسلامية حاليا.
- ◀ حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق والنشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من المضاربات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية، وذلك من خلال نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة، أما حماية السوق والنشاط الاقتصادي الإسلامي من هذه المضاربات فيكون عن طريق منع جميع الأسباب المؤدية إليها.

¹ _ بوشلاغم نور الدين، مرجع سابق، ص: 110.

◀ تنمية السلوك الاستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية الحقيقية للمشاريع أو المؤسسات الإسلامية التي تتداول أوراقها في السوق، وتحقيق هذا الهدف الذي يركز على قاعدة الدين النسيحة، يساهم في تحقيق أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل.

◀ تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها بشكل أمثل نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة وذات المنفعة الشاملة، ورفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات على حد سواء، مما يساعد على توسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.

◀ استقطاب الاستثمارات الأجنبية مما يساهم في دعم التنمية المحلية وتقليص عملية الاقتراض، وإتاحة الفرصة لإقامة علاقات وقنوات اتصال مالية ودولية¹.
◀ تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية ؛ حيث تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتتزة².

◀ التخلص من التبعية المالية والاقتصادية للدول الرأسمالية وتوفير التمويل اللاربوي؛ إذ تساهم السوق المالية الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يمكن من خلاله التخلص والتحرر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية.

¹ _ العشناني خالد، مرجع سابق، ص:105.

² _ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص:236.

◀ توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية :
لعل المبرر الأساسي الذي يؤدي إلى قيام سوق مالية إسلامية، هو توفيرها على
الإطار الشرعي الأساسي الذي يلائم ويواكب طبيعة عمل المصارف والمؤسسات
المالية الإسلامية، وذلك في أعقاب التوسع الذي شهده العمل المصرفي
الإسلامي.¹

◀ تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف
التنموية والتوازن والتكامل للدول الإسلامية.

◀ تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، والتعريف
بالمنتجات المختلفة للتمويل الإسلامي الذي لا يتعامل بالربا أخذاً وعطاءً.

◀ دعم جهود الباحثين ومنظري الاقتصاد الإسلامي، والمهندسين الماليين لتطوير
قدراتهم وكفاءتهم في ميدان الصناعة المالية الإسلامية، وتنويع مخرجاتها.

◀ إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي
الإسلامي، ومدته بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي
إلى زيادة الكفاءة والعدالة ، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.²

◀ تكمن أهمية بورصة الأوراق المالية الإسلامية في كونها تمثل فرصة هامة لكل
مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع؛ حيث يتمكن من تقليل خسائره،
ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر
نجاحاً ومشروعية.³

¹ _ بوشلاغم نور الدين، مرجع سابق، ص: 111.

² _ حسناوي بلال، مرجع سابق، ص: 129.

³ _ قط سليم، مرجع سابق، ص: 137.

الفرع الثالث: المؤسسات الداعمة للسوق المالي الإسلامي

ارتبط تطور السوق المالي الإسلامي بتطور عدة مؤسسات من حيث التنظيم والتأسيس، ومن حيث الإشراف والمتابعة، لذلك ينبغي التعريف بهذه المؤسسات التي تدعم الصناعة المالية الإسلامية، وتعمل على تطوير الخدمات المالية في السوق المالي، من أجل تلبية حاجيات المتعاملين المتزايدة من جهة، وتطوير خدمات الصناعة المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي من جهة أخرى.

أولاً_ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

تأسست هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والتي كانت تسمى سابقاً ب: "هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامي، بتاريخ: 1 صفر 1410 هـ الموافق لـ: 26 فيفري 1990م في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في 11 رمضان 1411 هـ الموافق لـ: 27 مارس 1991م في دولة البحرين، بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة غير هادفة للربح.

تهدف الهيئة في إطار أحكام الشريعة الإسلامية والرؤية المقاصدية إلى توفير الأدلة الإرشادية اللازمة لعمل الأسواق المالية الإسلامية وإعداد التقارير المالية بصورة موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها، بالإضافة إلى وضع المعايير للمؤسسات المالية الإسلامية بما يدعم نمو الصناعة وتطورها.¹

ثانياً_ مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

مجلس الخدمات المالية الإسلامية هو هيئة دولية مقرها كوالالمبور، افتتحت رسمياً في 3 نوفمبر 2002م، وبدأت عملها في 10 مارس 2003م، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية بوصفه منظمة دولية في وضع المعايير الخاصة بعمل الهيئات الرقابية

¹ _ حسناوي بلال، مرجع سابق، ص:91.

والإشرافية التي لها مصلحة مباشرة في ضمان متانة واستقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية، والتي تظم بصفة عامة قطاع البنوك، أسواق رأس المال، والتأمين التكافلي وفي إطار تأدية مهمته، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية بصورة حيوية على دعم الاستقرار المالي في النظام المالي الإسلامي، من خلال إصدار المعايير التحوطية والمبادئ التوجيهية لهذه الصناعة على المستوى العالمي والتي يتم التعريف بها على نطاق واسع لتشمل قطاعات الخدمات المصرفية وأسواق رأس المال والتأمين.

تم إصدار 25 معياراً مبدئياً إرشادياً، وملاحظة فنية خاصة بصناعة الخدمات المالية الإسلامية، ملائمة للمعايير الدولية القائمة بصفة تتسق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، إذ يعقد المجلس ندوات وورش عمل وملتقيات دورية في مختلف الموضوعات ذات الصلة بالتمويل الإسلامي وحسب أولويات واهتمامات الأسواق، وتعمل هذه الأحداث كمنصات بالغة الأهمية بالنسبة للمجلس للانخراط مع المهتمين بهذه الصناعة من أجل نشر المعلومات الجديدة وتبادل نتائج آخر الأبحاث التي يقوم بها المجلس معهم حول التحديات والاحتياجات التي تطرأ على السوق.¹

ثالثاً_ السوق المالية الإسلامية الدولية:

تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية في عام 2002م من خلال الجهود الجماعية لمجموعة من المؤسسات المالية الإسلامية، وعلى رأسها البنك الإسلامي للتنمية، وزارة المالية بروناي دار السلام، بنك أندونيسيا، وبنك نيجارا ماليزيا (تفويض لهيئة الخدمات المالية في لابوان)، مصرف البحرين المركزي (مؤسسة النقد سابق)، وبنك السودان المركزي، كمنظمة محايدة وغير هادفة للربح.

السوق المالية الإسلامية الدولية هي هيئة وضع المعايير للخدمات المالية الإسلامية (الصناعة المالية الإسلامية) كما تركز على توحيد معايير العقود المالية

¹ _ خيرة مسعودي، متطلبات تطوير المنتجات المالية الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية دراسة مقارنة بين سوقى لندن وكوالالمبور، أطروحة دكتوراه، جامعة عمار تليجي بالأغواط، الجزائر، 2017/2018م، ص:79.

الإسلامية وقوالب المنتجات المتصلة برأس المال وسوق المال وتمويل الشركات والتمويل التجاري في قطاعات الصناعة المالية الإسلامية، ومن بين أهم أدوار السوق المالية الإسلامية الدولية:

_ توحيد السوق من خلال تطوير أفضل الممارسات على الصعيد العالمي وتحقيق المواءمة مع الشريعة الإسلامية من خلال جهودها، لإنشاء صناعة التمويل الإسلامي قوية وشفافة وفعالة.

_ تساهم السوق المالية الإسلامية الدولية أيضا في نشر الوعي بالصناعة من خلال تنظيم الندوات وورش العمل المتخصصة وكذلك نشر التقارير البحثية.

رابعا_ مركز إدارة السيولة المالية:

أنشئ هذا المركز في جويلية 2002م، يخضع لسلطة مصرف البحرين المركزي، لمد الدعم للنظام الإسلامي (السوق المالية والمؤسسات المالية الإسلامية)، بشكل عام بالسيولة الكافية لتطوير مراكزها المالية والاقتصادية، وتحقيق أهدافه المسطرة بوضوح وأنشئ خصيصا لدعم المبادرات وتلقي في الخبرات والتشارك في اتخاذ القرارات من أجل توفير أفضل التمويل والاستثمار للحلول الإسلامية، التي تساهم في نمو سوق رأس المال الإسلامي، تسهيل استثمار الأموال الفائضة لدى البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، من خلال جودة الأدوات المالية على المدى القصير والمتوسط، المنظمة وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.¹

خامسا_ الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف:

تم إنشاء الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف لتوفير تصنيفات مستقلة للمؤسسات المالية الإسلامية وأسواق الرأس مالية العالمية وتركز اهتمامها الخاص في أسواق الدول

¹ _ حسناوي بلال، مرجع سابق، ص:92.

الإسلامية، والتي تمتلك سلسلة التصنيفات، مثل مجموعة كاملة من المعاملات والمؤسسات المالية، كما تهدف الوكالة إلى:

_ تعزيز نمو سوق رأس المال الإسلامي، وتحقيق التصنيف للعقود والصفقات في إطار الشفافية والإنصاف والاستقلالية، كمبادئ لتحقيق العدالة في التمويل والمصادقية في تنفيذه. إضافة إلى ذلك تقوم الوكالة الإسلامية الدولية ببعض الورشات العامل التدريبية في الدول الإسلامية، وتهدف هذه الورشات إلى إدخال مفاهيم التمويل الإسلامي في الأسواق الجديدة وتعميق فهم التمويل الإسلامي لمراكز التمويل الإسلامي المتواجدة. تعد هذه المؤسسات بمثابة دعامة لتطوير السوق المالي الإسلامي الحديث الناشئة في الدول الإسلامية النامية سواء كان قيد الإنشاء أو توسيع الأسواق القائمة عن طريق فتح فروع ثانوية للسوق المالية وتكوينها كأجهزة تمكن من إصدار وتداول الأوراق المالية التشاركية، وهي أيضا بمثابة امتداد لل أسواق المالية الإسلامية وانتشارها والتعريف بمكانتها ومكانها بعد أن كانت مقتصرة على دولتين أو أكثر، أما في الوقت الحاضر فقد نمت هذه الأسواق، وشهدت تطورا كبيرا وتوسعا في نشاطها في السوق الأولي والثانوي، بفعل تطور البنية التحتية المحفزة التي ساهمت في تطورها وصياغة أهدافها وأفكارها، في شكل خطة استراتيجية تعمل على تحقيق أهدافها المالية والاقتصادية بكفاءة ومصادقية شرعية.¹

¹ _ حسناوي بلال، مرجع سابق، ص:93.

المطلب الثاني: مناهج واستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

أصبح تطوير وتنويع المنتجات المالية الإسلامية مطلباً هاماً وملحاً لكافة المؤسسات المالية الإسلامية، وأصبح التنافس بينها من أجل ابتكار وتقديم أكبر تشكيلة من تلك المنتجات أمراً ضرورياً لتلبية احتياجات المتعاملين.

الفرع الأول: مناهج تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

يمكن تصنيف مناهج التطوير بناءً على نقطة البداية؛ إذ يمكن أن تكون من منتج مالي (وهو جانب العرض)، أو تكون من احتياجات العميل (وهو جانب الطلب)، والمنتج إما أن يكون مشروعاً أو غير مشروع، وبذلك تكون مناهج التطوير إجمالاً ثلاثة، وهذا ما سيتم توضيحه من خلال هذا الفرع.

أولاً_ المحاكاة لمنتج غير مشروع:

المحاكاة هي الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة المالية الإسلامية، و التي تعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي. وإذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائدة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع، كما تمتاز أيضاً بالإدراك الفوري، حيث فهمها من أصحاب المهن التمويل التقليدي تمهيداً للوصول لفاعلية وتكامل الأسواق المالية الإسلامية، و يمكن استخدام هذه الطريقة لبيان شرعية منتج سيتم تقديمه أو تسويقه في أسواق تقليدية معينة، تفهمه من قبل السلطات المنظمة للبلاد المضيف مما يسهل الموافقة السريعة على المنتج المالي.¹

فالمحاكاة هي الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة الإسلامية اليوم. وفكرتها في غاية البساطة: فإذا كان البنك التقليدي يقدم القرض بفائدة، فالبنك الإسلامي يجب أن

¹ - سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 127.

يبحث عن بديل للقرض بفائدة من خلال الصيغ التي تنتهي إلى نقد حاضر بيد العميل مقابل أكثر منه في ذمته للمصرف. وإذا كان البنك التقليدي يقدم الوديعة لأجل فالبنك الإسلامي يجب أن يجد صيغة تحقق النتيجة نفسها، بحيث يسلم العميل نقدا للبنك ويضمن البنك للعميل أكثر منه بعد مدة محددة، وهكذا. هذا من الناحية الإيجابية أما من ناحية سلبياتها فإنها كثيرة منها:

_ تعتبر الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة لها ولا قيمة اقتصادية من ورائها، وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة ابتداء، والبعض الآخر ربما يظن أن الالتزام بالشرعية يقتضي تعطيل العقل والمنطق وعدم البحث عن الفروق الفعلية بين المنتجات الإسلامية والربوية؛ وهذا للأسف يناقض مناقضة صريحة نصوص القرآن والسنة، والتي تجعل محور الإيمان التفكير والتدبر وإعمال العقل.

_ في ظل المحاكاة تصبح الضوابط الشرعية عبئاً وعائقاً أمام الصناعة المالية الإسلامية، فهي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية يتحملها العميل لتكون المنتجات المالية الإسلامية المقلدة أكثر كلفة من المنتجات الربوية رغم أنها في النهاية تحقق النتيجة نفسها.¹

_ تصميم منتجات الصناعة المالية التقليدية كان لمعالجة المشكلات والأزمات التي تتعرض لها، وبالتالي يؤدي أسلوب المحاكاة إلى النتائج نفسها؛ والأجدر أن تكون منتجات الصناعة المالية الإسلامية حلاً لها.

_ تبعية الصناعة المالية الإسلامية لنظيرتها التقليدية يفقدها شخصيتها وخصوصيتها وفلسفة عملها.

¹ — سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المرجع السابق، ص: 128. وخيرة مسعودي، مرجع سابق، ص: 89.

- تقليد جميع المنتجات الرائدة في السوق لن يكون بأي شكل من الأشكال في صالح الصناعة المالية الإسلامية، لذا عليها أن تقتبس تلك التي تتلاءم وفلسفة العمل المالي الإسلامي ومبادئه، فالحكمة ضالة المؤمن أنى وجدها فهو أحق بها.

ثانياً - منهج التحوير (الهندسة الابتكارية): يعتمد هذا المنهج بشكل كبير على منتجات مالية شرعية يتم تحويل بعض عناصره وأجزائه للوصول إلى منتجات جديدة، فيمكن الانطلاق من منتج واحد للحصول على منتج جديد، أو البدء بمنتجات أو أكثر للوصول إلى منتج واحد، كما في عقد الاستصناع؛ فهو عقد يمكن اعتباره مشتقاً من عقدين هما: الإجارة والسلم، لكنه يمتلك سماته التي ينفرد بها عن كل منهما . وبناء على ذلك استنبط مفهوم "الجمع بين العقود" أو ما يطلق عليه "العقود الهجينة" أو "العقود المركبة"؛ فبهذه الطريقة يمكن توليد ما لا حصر له من المنتجات، وبطبيعة الحال لن تكون كلها مقبولة شرعاً، رغم أن نقطة البداية كانت من منتجات مشروعة وكذا الأصل في المعاملات الحل، إلا أنه يجب إعادة النظر في جوانبها الشرعية لأنه ليس بالضرورة أن نصل إلى منتج يراعي ضوابط الشريعة الإسلامية. ومن هذا المنطلق يمكن القول بأن هذه الطريقة تتطلب فهماً عميقاً للنظام الاقتصادي الإسلامي ، فهذه الطريقة تمتاز بالشرعية بصورة أفضل من الطريقة الأولى، كما تعتبر حلاً طويلاً الأجل يتطلب الالتزام والبحث الواسع.¹

ثالثاً - منهج الأصالة والابتكار: يعتمد هذا الأسلوب على القيام بدراسة مستمرة لاحتياجات العملاء ثم العمل على تطوير وتصميم الأساليب الفنية والتقنية المناسبة لها لتطبيق تلك الأدوات على أرض الواقع، وذلك لاستقطاب أكبر نسبة من السوق. فمن شأن تلك الإجراءات أن تعمل على رفع الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية. وحرى بالذکر أن الهندسة المالية يُنَاط بها واجب البحث عن الخدمات أو المنتجات والاحتياجات الحقيقية

¹ - سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص:130. و خيرة مسعودي، المرجع السابق، ص:90.

الفصل الرابع: ————— الصناعة المالية الإسلامية والبدائل الشرعية للمشتقات المالية

التي تنطلق من أسس شرعية، وعلى إدارة الهندسة المالية أن تكيفها لتخدم أغراض الاقتصاد الكلي، أو البحث عن بدائل ملائمة. ويتوقف تحقيق تلك المهمة على:

_ توافر محفزات الإبداع.

_ الكوادر المؤهلة كي تحمل على عاتقها مهمة الابتكار (كفاءة العنصر البشري).

_ مدى تفهم المؤسسة المالية للإبداع.

_ إيجاد بيئة متطورة تخدم عمليات البحث والتطوير.

_ ضرورة إمام المبدعين بالحاجات البشرية التي تعزز عملية الإبداع.

_ دراسة الأسواق العالمية واستقراء المستقبل في مدى حاجة المنتجات والأدوات المالية الجديدة.

_ دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها.¹

تعتبر هذه الطريقة أكثر جدوى وإنتاجية رغم تكلفتها المرتفعة والتي تتجه إلى الانخفاض إلى مستوى التكلفة الحدية للمنتجات المالية من المهم على المؤسسة المالية الإسلامية أن تفرق بين الحاجة والوسيلة، هذه الأخيرة التي تعتبر سبب الوصول إلى الحاجة، فالسلع والخدمات تعتبر حاجة فيما تمثل النقود وسيلة لتلبيتها.

ومن ملامح الأصالة والابتكار ما يلي:

- صياغة المنتج حسب نوع الاحتياج التمويلي؛ فإذا كان الاحتياج تملك سلعة استهلاكية فالمنتج المباشر هو البيع، وإذا كان الاحتياج هو تملك المنفعة فقط فالمنتج المباشر هو الإجارة، وإذا كان الهدف الاستثمار وتنمية الأموال فالمنتج المباشر هو المشاركة، فصفة

¹ - شيرين محمد سالم أبو قنونة، مرجع سابق، ص: 51.

الأصالة في المنتج تعني ربط نوع الاحتياج بنوع الصيغة ، وصفة الابتكار في المنتج تعني سهولة إجراءاته وتميز شروطه دون إخلال بالحقوق والالتزامات.

- التصميم وهو أقصر الجسور لتلبية الاحتياج التمويلي، تتميز به الصيغ الشرعية كصفة خلقية فلا ينبغي تشويهاها بالتركيب والتعقيد.

- البعد عن التركيب والتعقيد، فمع زيادة التركيب والتعقيد يتم الابتعاد عن الأصالة والابتكار، وتزداد التكاليف والإجراءات، والأهم من ذلك كله هو أن التركيب والتعقيد مظنة الحيلة للتوصل إلى الممنوع.¹

الفرع الثاني: استراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

أولاً- **استراتيجية الخروج من الجدل الفقهي:** تعتبر استراتيجية الخروج من الجدل الفقهي إحدى أهم الاستراتيجيات التي يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أخذها بعين الاعتبار في ابتكار مختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والتي يتم طرحها لتلبية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للعملاء. وعلى الرغم من أن الخلاف الفقهي يعتبر من بين الظواهر الإيجابية في الفقه الإسلامي، لأنه وجد بسبب اختلاف الزمان والمكان والظروف؛ إلا أنه كذلك يعتبر من بين نقاط الضعف التي تحول دون وجود معايير موحدة للعمل المالي الإسلامي.²

ثانياً- **استراتيجية التميز في الكفاءة والمصداقية:** المبتكرات المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية لا يكفيها اليوم أن يكون لها تكييف فقهي معين، وإنما يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية لأن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرناً جداً، أي أن هذه المنتجات النمطية تتسم بمخاطر

¹ - خبرة مسعودي، مرجع سابق، ص:90.

² - آمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية -دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2011/2012م، ص:94.

السوق المالية لحساسيتها لأي تغير في السوق، كذلك يجب على المبتكرات المالية في المؤسسات المالية الإسلامية أن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية مثل التضخم والبطالة و سوء توزيع الثروة والآثار السلبية للعولمة.

ثالثاً - استراتيجية التوافق مع السياسات والتشريعات الحكومية: تعمل المؤسسات المالية الإسلامية في بيئة تحكمها القوانين والتشريعات والسياسات الحكومية التي تسعى إلى تحقيق الهدفين التاليين:

_ تحقيق مصلحة الفرد و المجتمع في شتى مجالات الحياة.

_ جعل مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد.

إن المؤسسات المالية الإسلامية ومن خلال عملها على تطوير واستحداث منتجات مالية تفي بالاحتياجات التمويلية والاستثمارية، عليها أن تحرص كل الحرص على مراعاة تحقيق الهدفين السابقين، وعدم الخروج عنهما، لأن الاقتصاد كل لا يتجزأ وأي خلل في جزء يظهر في الآخر، أي أن تحقيق مصلحة فردية دون النظر أو الاهتمام إلى أثرها على المجتمع، هو بحد ذاته تخطيط غير سليم ومضر، فمن واجبها العمل بالقاعدة الفقهية "لا ضرر ولا ضرار"¹.

رابعاً - استراتيجية التميز في خدمة المجتمع: يعتبر القطاع الخيري جزءاً لا يتجزأ من الاقتصاد الإسلامي، فالعمل الخيري خاصية تميز المؤسسات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية؛ لذا فقد كان لزاماً على المؤسسات المالية الإسلامية بمختلف أنواعها أن تراعي خدمة المجتمع في هذا الجانب لأن فيه تلبية لحاجاته الروحية وتعظيماً لمنفعته

¹ _ آمال لعمش، المرجع السابق، ص: 95.

الأخروية، وذلك من خلال تقديم منتجات مالية تلبى هذه الحاجة، والاستفادة من الأفكار الواردة في مباحث الزكاة والوقف والصدقات في المدونات الفقهية، وكيفية تطبيقها على أرض الواقع، مثل إدارة صناديق الزكاة والقيام بالنظارة على الوقف.¹

المبحث الثالث: البدائل الشرعية للمشتقات المالية

يتضح مما سبق أن المشتقات المالية ليست سوى أدوات للمجازفة والقمار وبالتالي فهي غير مشروعة، فالتعامل بها سبب الكثير من المشاكل وكان سببا في الأزمات المالية، الأمر الذي استلزم معه إيجاد بدائل شرعية لعلاج تلك الأزمات وهو ما ناد به كثير من الاقتصاديين والمفكرين الغربيين بعد أن أثبت النظام الرأسمالي فشله من خلال المشتقات المالية للتوجه نحو الاقتصاد الإسلامي لإيجاد الحلول الناجعة لكل ما سببته المشتقات المالية من مشاكل، وهذا ما سيتم عرضه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: عقد السلم كبديل شرعي لعقود الخيارات المالية

على الرغم من أن العديد من المعاملات والعقود التي كانت الحاجة إليها ضئيلة ومحدودة النطاق، إلا أنها اليوم وفي عصر المشاريع الصناعية والزراعية والتمويلات والائتمانات الضخمة أصبحت الحاجة إليها ملحة لتلبية احتياجات المؤسسات الإسلامية وتحقيق الكفاءة الاقتصادية دون تفريط في المصداقية الشرعية، ومن هذه العقود عقد السلم.

الفرع الأول: حقيقة عقد السلم وشروط صحته

1_ طبيعة عقد السلم:

السلم هو شراء مئمن أجل بثمن عاجل، وهو مظهر من مظاهر يسر الشريعة الإسلامية، واهتمامها بتنظيم معاملات الناس على النحو الذي يدفع الحرج عنهم، وسد باب الاقتراض بالربا لأن البائع قد يحتاج إلى ما ينفقه على زراعته، وقد لا يجد من

¹ _ بوشلاغم نور الدين، مرجع سابق، ص: 147.

يقرضه قرضاً حسناً، فيجوز له السلم ليأخذ رأس المال فتندفع به حاجته الحالية، بالإضافة إلى أنه يستفيد من تصريف إنتاجه بسهولة، إذ أن عملية تصريف الإنتاج وتسويقه عملية شاقة وتتطلب نفقات كثيرة للحفظ والتخزين والنقل، وتستلزم وقتاً إضافياً حتى يحصل البائع على الثمن، وفيه منفعة للمشتري لأنه يحتاج إلى الربح، وهو بالسلم أيسر لأن المبيع يكون منخفض القيمة مقارنة بثمنه عند التسليم، ولهذا السبب أطلق بعضهم على هذا النوع من البيوع "بيع المحاويج".¹ وحتى يستقيم أمر السلم لزم أركان ثلاثة:

الأول: العاقدان وهما رب السلم أو المُسَلِّمُ: وهو المشتري دافع الثمن، والمُسَلَّمُ إليه: وهو البائع دافع الثمن؛ ويشترط فيهما ما يشترط في البيع بصفة عامة.

الثاني: المعقود عليه ويتضمن: رأس المال "الثمن"، والمُسَلَّمُ فيه: وهو المثلث أي السلعة.

الثالث: الصيغة التي يتم بها العقد بحيث ينعقد السلم بكل ما يدل عليه من ألفاظ واضحة مثبتة، لأن العبرة في العقود الحقائق والمعاني وليس الألفاظ والمباني.²

2_ شروط صحة بيع السلم:

لا يصح السلم إلا فيما يمكن ضبطه وتعيينه قدراً ووصفاً؛ كالمكيلات، والموزونات، والمذروعات، والعديدات المتقاربة، أما ما لا يمكن ضبط صفته ومعرفة قدره لا يصح السلم فيه؛ لأنه يفضي إلى المنازعة.³ ويشترط في صحة بيع السلم زيادة على شروط البيع شروط سبعة، وهذه الزيادة لكونه رخصة فشدّد فيه، وهي كالتالي:

- يشترط في رأس المال تسليمه في مجلس العقد، ولا يصح تأجيله فوق ثلاثة أيام.

- ألا يكون رأس المال والمسلم فيه طعامين ولا نقدين ولا شيئاً في أكثر منه أو أجود أو أقل؛ ومعنى ذلك يشترط اختلاف جنس الثمن والمثلث تجنباً للربا.

¹ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، البدائل الإسلامية للفوائد المصرفية الربوية، دار الصحابة للتراث، مصر، ط1، 1992م، ص: 78.

² - بلال عماد أبو السعيد، المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية، دار أسامة، عمان، ط1، 2011م، ص: 74.

³ - أحمد إبراهيم بك، المعاملات الشرعية المالية، دون دار النشر، د.ب، د.ط، 1936م، ص: 145.

- أن يُؤجّل المسلم فيه بأجل معلوم؛ فهذا الشرط يتضمن أمرين: التأجيل، والعلم بالأجل، ودليل هذا الشرط قوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينِ الْإِحْوَاجِ مُسَمًّى فَاصْتَبُوهُ﴾ [سورة البقرة: الآية: 282]، ووجه الاستدلال بهذه الآية هو أنها أفادت وجوب التأجيل وتعيين الأجل، إذ أمرت بكتابة الدين إذا حصل التداين إلى أجل مسمى؛ أي أجل معين بنهايته والدين لا يكون إلا إلى أجل.

- أن يكون المسلم فيه في الذمة لا في معين؛ فقد كان أهل المدينة حين قدم عليهم النبي ﷺ يستلفون في ثمار نخيل بأعيانها، فنهاهم عن ذلك لما فيه من الغرر؛ إذ قد لا تثمر تلك الأشجار شيئاً، ولهذا لا يشترط أن يكون المسلم فيه موجوداً حين العقد ولا مملوكاً للمسلم إليه.

- أن يضبط المسلم فيه بعادته من كيل أو وزن أو عدد لينتقي الغرر بالجهل ويحصل العلم لكل من المتعاقدين.

- أن تُبيّن الأوصاف التي تختلف بها الأغراض عادة؛ فلا يجوز السلم فيما يتعذر حصره بالصفة لأنه غرر يؤدي إلى التنازع وضياع أموال العباد، وقد نهى النبي ﷺ عن بيع الغرر والجهالة¹.

- أن يوجد المسلم فيه عند حلول الأجل غالباً؛ فلا يصح السلم فيما هو نادر الوجود؛ لعدم وجوده في الغالب عند الأجل، فيلزم عليه بيع ما ليس عندك، وما لا قدرة لك على تسليمه.²

الفرع الثاني: مزايا التمويل بعقد السلم

يمكن للسلم أن يكون بديلاً شرعياً للمعاملات الربوية المحرمة وذلك لما يتمتع به من مزايا عديدة نحاول إيجازها في النقاط التالية:

¹ - سبق تخريجه في الصفحة: 172.

² - الحبيب بن الطاهر، **الفقه المالكي وأدلته**، مؤسسة المعارف، لبنان، ط1، 2009م، ج5، ص: 289.

- اتساع نطاقه؛ حيث يمكن لعقد السلم أن يدخل في مجالات واستثمارات لا حدود لها (كافة المنتجات الصناعية والزراعية والحيوانية والخدمية) ما دام من الممكن تقديرها وضبط صفاتها.
- المرونة في تلبية الاحتياجات التمويلية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، وتوفير السيولة المالية لأصحاب المهن والمنشآت بما يمكنهم من توفير المعدات والآلات والمواد الخام اللازمة للإنتاج، بالإضافة إلى أن هذا العقد يعمل كمحفز هام للإنتاج، لأن موضوعه سلع موصوفة في الذمة يتعين على المتمول تسليمها آجلاً مما يحتم عليه أن يبذل أقصى ما في وسعه لإنتاج المطلوب وإتمامه في الوقت المحدد في العقد، يزداد على ذلك الجودة العالية للمنتج؛ لأن المتمول إن لم يسلمه طبقاً للمواصفات المتفق عليها في العقد يعرض نفسه لمخاطر رد البضاعة وتحمل أعباء وتكاليف إضافية في تعديلها أو إيجاد البديل المناسب لها، وهكذا يحقق العقد كفاءة أعلى في الإنتاج والأداء، وهذا ما يمتاز به التمويل الإسلامي عن التمويل الربوي؛ فإن هذا الدافع لن تجده بنفس الدرجة لدى المقترض، لأن الواجب عليه هو تسديد القرض النقدي من أي مصدر كان بصرف النظر عن أوجه استخداماته حتى لو بالاقتراض من آخر لسداد القرض الأول، ولو طرأت ظروف أجبرت المقترض عن التخلف عن السداد لا يبالي المقرض بظروفه ويستوفي قرضه من خلال تصفية الضمانات التي في حوزته، وإذا قرر إمهاله إلى ميسرة يأخذ في مقابل المهلة الزمنية أو فترة السماح الممنوحة للمقترض فائدة تزداد كلما أمهله مدة إضافية عن المدة التي سبقتها، وأما السلم فإن العيب التمويلي يقتصر على التزام المتعاقد (البائع) بتسليم السلعة (محل العقد) في الموعد المحدد وفي حال الظروف الطارئة يمكن فسخ العقد وإنهاء الالتزام أو الانتظار المجاني لحين زوال الظرف الطارئ.
- وميزة أخرى يستفيد منها المشتري في عقد السلم وهي أنه بإمكانه تحديد الوقت الذي يتسلم فيه سلعة السلم بما يلاءم حاجاته الإنتاجية فيقلل بذلك من مصروفات التخزين.

- لا يلزم في عقد السلم أن يكون البائع متخصصاً في إنتاج وتصنيع السلع المطلوبة، وقد يكون غرضه من استتلاف النقود (رأسمال السلم) استهلاكياً، وليس له أدنى علاقة بعمله الإنتاجي والصناعي ولكنه يلتزم بتسليم المسلم فيه (السلع) عند حلول الأجل بشرائها من الأسواق.¹
- عدم التأثير بمشكلة التضخم: من أبرز المشكلات الاقتصادية المعاصرة التي لم يسلم من آثارها السلبية الأفراد والدول بين مقلِّ ومستكثر؛ مشكلة التضخم، ومن آثارها الخطيرة انخفاض القوة الشرائية للنقود مما يؤثر وبشكل رئيسي في كل الديون النقدية الآجلة، ويظهر ذلك فيما لو ثبت في ذمة المدين دين بمئة من عملة ما على أن تسدد هذه المئة بعد عام، فالمشكلة أن مئة اليوم لا يوازيها في قيمتها الشرائية إلا مئة وعشرون في يوم سداد الدين، وبذلك يخسر الدائن 20% من دينه بسبب التضخم، بينما عقد السلم يربط التمويل النقدي بالسلع حيث يحصل الدائن (المسلم) على سلع مقابل أمواله، ومع التضخم سترتفع أسعارها وبالتالي لن يخسر جزءاً من أمواله مقابل انخفاض القوة الشرائية للنقود، وفي المقابل فإن المدين (المسلم إليه) لن يتعرض لآثار التضخم، لأنه يستخدم رأس مال السلم في الإنتاج - غالباً - بشراء مواد ومستلزمات ترتفع أسعارها في ظل التضخم.²

الفرع الثالث: مخاطر عقود السلم وطرق معالجتها

1_ مخاطر عقود السلم:

تنشأ مخاطر عقود السلم في معظمها من السوق والتغيرات في الأسعار، وخاصة انخفاض سعر السلعة المتفق على تسليمها في الأجل والمدفوع والمحدد سعرها في العاجل، فانخفاض سعر السلعة في السوق يعني أن المصرف لن يكون قادراً على تحقيق أي أرباح من عقد السلم كون السعر الذي دفعه عاجلاً سوف يكون أكثر من سعر بيعها

¹ - علي محمد أحمد أبو العز، الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، د.ب، د.ط، 2016م، ص: 65.

² - حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية)، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام بن سعود الإسلامية، السعودية، 2008/2009م، ص: 455.

عند تسلمه. وبهذا تكون مخاطرة المصرف ليس فقط بمقدار الفرق بين سعر البيع الأقل وسعر الشراء الأعلى، وإنما أيضا بمقدار ضياع الفرصة البديلة المتمثلة في مقدار الربح المتوقع من عقد السلم.

وكذلك تنشأ مخاطر عقود السلم عند عدم قدرة البائع على الوفاء بالتزاماته، أي بتسليم السلعة المتفق عليها في عقد السلم لأسباب خارجة عن إرادته بالنسبة لنوع السلعة وجودتها وكميتها.¹

2_ طرق معالجة مخاطر عقد السلم

أ_ معالجة مخاطر السيولة في صيغة السلم: مخاطر السيولة تنشأ بسبب الخلاف في جواز بيع دين السلم قبل قبضه فالجمهور على المنع والمالكية يرون الجواز فيما عدا الطعام، أما شيخ الإسلام ابن تيمية فيرى جواز بيع دين السلم قبل قبضه بشرط عدم الربح لئلا يكون قد ربح ما لم يضمن.

لكن من الممكن الخروج من الخلاف من خلال السلم الموازي؛ وهو أن يدخل المسلم إليه في عقد سلم مستقل مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاتها مطابقة للسلعة المتعاقد على تسليمها في السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزامه، كأن تشتري المؤسسة كمية محددة من القطن من المزارعين، ثم تقوم بعدها بإنشاء عقد سلم جديد مع مصانع الغزل والنسيج، فتبيع لهم عن طريق عقد السلم قنطارا بذات مواصفات المبيع في العقد الأول دون أن يعلق العقد الثاني على نفاذ العقد الأول.²

ب_ معالجة مخاطر رأس المال في صيغة السلم: إن المشكلة الحقيقية تظهر في مخاطر رأس المال؛ فالسلعة المسلم فيها قد يختلف سعرها وقت التسليم عن السعر المتوقع بما يمكن أن يسبب الضرر لأحد الطرفين لكن هناك صيغة في الفقه الإسلامي نص على جوازها شيخ الإسلام ابن تيمية وأقرها تلميذه العلامة ابن مفلح -رحمة الله عليهم جميعا- وهي السلم بسعر السوق وقت التسليم³ ولتوضيح الأمر يمكن القول: إن صورة هذه

¹ - التجاني الطيب محمد، التحوط في المعاملات المالية، بحث مقدم لمنندى فقه الاقتصاد الإسلامي في دورته الثانية المنعقد خلال الفترة من 26-27 أبريل 2016م، ص:10.

² - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (10)، ص:165.

³ - التجاني الطيب محمد، المرجع نفسه، ص:26.

الصيغة: أن يسلم المشتري مقداراً معلوماً من المال (الثلث) في سلعة موصوفة في الذمة لكن لا يعين مقدارها وقت العقد، وإنما يربط تحديد كمية المسلم فيه بسعر السلعة أو أنقص منه بنسبة معلومة يوم التسليم. فإذا علم السعر وقت التسليم احتسب الثمن المدفوع وقت العقد وفق سعر الوحدة من البضاعة المسلم فيها، فتخرج الكمية ومثال ذلك: تعاقد أنس وياسر على أن يدفع ياسر مبلغ من المال (500000 دج) كرأس مال سلم مقابل كمية إجمالية غير محددة المقدار من أرز بمواصفات محددة، على أن تسلم السلعة بعد ستة أشهر، وتم الاتفاق على أن يكون تحديد كمية الأرز حسب سعر القنطار في السوق يوم التسليم مع حسم ما قيمته (5%) من السعر السوقي في ذلك اليوم، ولنفرض أنه حان موعد التسليم وكان سعر القنطار في السوق هو (4200 دج) فيحسم منه (5%) فيصبح سعر القنطار (4000 دج) وبذلك تُستخرج الكمية المطلوب تسليمها من خلال قسمة رأس المال المدفوع وهو (500000 دج) على سعر القنطار بعد الحسم وهو (4000 دج) فتكون الكمية الواجب تسليمها من الأرز هي 125 قنطاراً.

وقد اختلف العلماء المعاصرون في حكم هذه الصيغة؛ فذهب إلى تحريمها كل من: الصديق الضرير، ونزیه حماد، ورفیق یونس المصري، وعبد الباري مشعل وغيرهم ودليلهم أن هذه الصيغة ذريعة يتوصل بها إلى القرض بفائدة وإلى الربا المحرم شرعاً، وفيها مخالفة واضحة للحديث المروي عن ابن عباس رضي الله عنهما قال: قدم رسول الله ﷺ المدينة وهم يسلفون في الثمار السنة والسنتين فقال: "من أسلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم".¹

وممن اختار القول بجواز السلم بسعر السوق يوم التسليم: علي القرّة داغي، وعبد الله بن موسى العمار، وسامي السويلم وغيرهم؛ وهم يرون أن السلم بسعر السوق يوم التسليم لا يتضمن الربا لأنه في نهاية الأمر معاوضة بين نقد وسلعة، وينتهي العقد بتسليم المسلم فيه للمشتري، وليس بتسليم نقد مقابل نقد وهذه مبادلة حقيقية مشروعة لا محذور فيها. الأمر الثاني أن المشتري أو رب السلم لا يربح ما لم يضمن؛ لأنه لا بد أن

¹ _ سبق تخريجه في الصفحة: 203.

يقبض المسلم فيه أولاً ويدخل في ضمانه قبل أن يبيعه في السوق بربح، وإذا كان كذلك لم تكن صيغة السلم بالسعر من الربا من حيث المعنى.

أما ما يتعلق بكمية المسلم فيه فاشتراط العلم فيها معل بمنع وقوع النزاع بين الطرفين؛ فالنص في الحديث على الأجل لا ينافي ما ورد في الأحاديث الأخرى من التأجيل إلى الميسرة وإلى العطاء ونحوها، لأن هذا لا يؤدي إلى النزاع، فكذلك القول في تحديد المقدار، إذا أمكن الاستغناء عنه بصيغة لا تؤدي للنزاع لم يكن ذلك محذور، فسعر الوحدة يعلم من السوق عند حلول الأجل ومنه يتم حساب الكمية الواجب تسليمها للمشتري؛ والواقع شاهد على أنه في ظل التغير الفاحش في الأسعار، فإن الاقتصار على تحديد المقدار هو الذي يؤدي للنزاع بين الطرفين؛ فانخفاض الثمن بدرجة كبيرة يحقق مصلحة المدين لكنه يضر بمصلحة الدائن لأنه يشتري بثمن أكبر بكثير من ثمن المثل وقت التسليم، والعكس صحيح إذ أن ارتفاع السعر بدرجة عالية يحقق مصلحة الدائن لكنه يضر بمصلحة المدين لأنه باع بثمن أقل بكثير من ثمن السوق الحاضرة وقت التسليم، أما تحديد السعر حين حلول الأجل لا يتضرر منه أي من الطرفين؛ فزيادة السعر يجبرها نقصان مقدار المبيع ونقصان السعر يجبره زيادة مقدار المبيع فينتفي الغرر حينئذ، بخلاف ما إذا تحدد المقدار مسبقاً ثم أضيف السعر إلى المستقبل فأبي تغير في السعر حينئذ لا يمكن جبره بتغير مقدار المبيع، فيلزم من ذلك تضرر أحد الطرفين ولا بد، وهذا هو الغرر الممنوع شرعاً.

فالتعامل المذكور تعامل بما يؤول إلى العلم، وما يؤول إلى العلم ليس مجهولاً فهو موافق لما دل عليه النص باشتراط العلم، وليس فيه مخالفة له بل إن مآله في هذه الحالة أقرب إلى العدل في حق العاقدين.¹

من خلال ما تم عرضه يمكن القول بأن عقد السلم بجميع صورته يمكن أن يساهم بشكل كبير في حماية الأسواق المالية الإسلامية من المخاطر المستقبلية، وحل الكثير من

¹ - سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص: 156. وحامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص: 483. ولمزيد من المعلومات يمكن الإطلاع على: بحوث الملتقى الفقهي الثاني الذي قدمته أمانة الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية بعنوان "السلم بسعر السوق يوم التسليم".

إشكالات التمويل بهذه المؤسسات وتحقيق الكفاءة الاقتصادية دون تفريط في المصادقية الشرعية، وخاصة أنه يتمتع بقابلية التطبيق في مختلف القطاعات (الزراعية، والصناعية، والخدمية)، وهذا يتطلب تضافر الجهود العلمية والمهنية لتطوير هذه الصيغة بما يتناسب مع تعقيدات الواقع اليوم، ولتكون بديلا شرعيا عن أدوات المقامرة والرهان (المشتقات المالية).

المطلب الثاني: عقد الاستصناع كبديل شرعي لعقود المستقبلات

الفرع الأول: حقيقة عقد الاستصناع

عُرّف عقد الاستصناع بأنه: "عقد على مبيع في الذمة يشترط فيه العمل على وجه مخصوص، ولا يُشترط له تسليم الثمن في مجلس العقد".¹ وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحا بها من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخر تسلم الثمن نقدا، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهضة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا: "ستبقى دوما في كل عصر بعض سلع لا يتيسر أبدا أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتري معين ملتزم بشرائها، ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعا أن يتولى هو تمويل البائع" وقد قرر مجتمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1412 هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.

وقد اختلف الفقهاء حول عقد الاستصناع هل هو وعد أم عقد، ثم هل هو من قبيل الإجارة أم البيع؟ والراجح أنه عقد بيع فطالب الصنع يأتي وليس لديه شيء، ويطلب صنع ثوب أو بيت أو سيارة... الخ وقد يقدم جزءا من الثمن.

وقد تطور عقد الاستصناع في الوقت الحاضر إلى عقد المقاوله والذي أصبحت له مواصفات وشروط ربما لم يكن يُسمح بها في عقد الاستصناع سابقا، كاشتراط البراءة من العيوب بعد ثلاث أو عشر سنوات في حالة العقارات، ومثل إضافة الشرط الجزائي لهذه

¹ - حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص: 437.

العقود. وربما يكون عقد الاستصناع من أقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي، والتي تسمح بتأخير تسلم الثمن والمبيع (المستصنع) في مجلس العقد، جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (7/3/67) "يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة"، ويعني ذلك أنه يمكن إصدار سندات استصناع من قبل الشركات أو البنوك، وتكون هذه السندات أشبه بالعقود المستقبلية، حيث يتم شراء هذه السندات من قبل الأفراد أو المؤسسات، فمثلاً إذا كان استصناع عقاري يشتري المكنتبون ما يرغبون به من هذه السندات وتتعهد الشركات المصدرة بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه كما يمكن لشركات الملاحة والطيران استصناع حاجاتها اللازمة من طائرات وسفن وفق احتياجات معينة وذلك بإصدار سندات استصناع مخصصة لتمويل البناء ضمن المواصفات ومن تسليمها للمستصنع، وتكون هذه السندات من جملة فئات الأدوات التمويلية الحلال.¹

فعقد الاستصناع جاء ليحل مشكلة وجود العقود عليه وجهالة العمل، وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد عقد الاستصناع إلا بوجود أركانه، ولا يتم إلا عند توافرها وهي:

_ المستصنع: وهو طالب الصنعة وقد يكون فرداً أو مؤسسة.

_ الصانع: وهو من يقوم بتحضير المادة الخام ويقوم بالعمل، إذا باشر الصنع هو أو من يقوم مقامه كالصانع الذي يعمل عنده، أو يعطيه العملية بكاملها ويكون الصانع المتعاقد مسؤولاً عن كل شيء.

_ المال المصنوع: وهو محل العقد، فعند تحويل المادة الخام إلى شيء آخر متفق عليه يسمى هذا المحول ب: "المال المصنوع، أو المستصنع، أو المستصنع فيه"، وذلك حسب تعابير الفقهاء.

¹ _ كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: 24.

_ الثمن: وهو المال الذي يدفعه المستصنع نظير المطلوب صنعه، وهو قيمة المادة الخام مع عمل الصانع.¹

الفرع الثاني: التطبيق المعاصر لعقد الاستصناع ودوره في تنمية الاقتصاد الحقيقي

تعد الصناعة من القطاعات المهمة والحساسة، حتى أنها تعتبر حجر الزاوية في الاقتصاد الحقيقي، وذلك لما تحققه من تنمية اقتصادية واجتماعية وسياسية، حيث يتم استغلال الموارد الطبيعية الاستغلال الأمثل وهو من أهم سمات الاقتصاد الحقيقي، فلاشك أن تصنيع السلع يحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة قد يصعب على الأفراد توفير التمويل اللازم للقيام بذلك، لذلك دخل عقد الاستصناع في مجال الصيرفة الإسلامية كأسلوب للتمويل والاستثمار حيث أثبت صلاحيته وقدرته على تمويل العديد من المشروعات الكبرى التي يعجز الأفراد العاديون على تمويلها بأنفسهم.

إن المصارف الإسلامية تسعى من خلال التمويل بعقد الاستصناع إلى تنمية الاقتصاد الحقيقي من خلال سد حاجات كثير من طالبي التمويل ممن يرغبون في تطوير إنتاجهم وذلك من خلال استصناع معدات جديدة والقيام ببناء المستشفيات والمدارس والمطارات وأيضا تمويل الدول من خلال أسلوب الاستصناع العقاري أو من خلال ما يعرف الآن بالاستصناع الموازي.²

يعد عقد الاستصناع من عقود البيع الملائمة للاستثمار في الاقتصاد الإسلامي وهو وسيلة لحث صغار المنتجين والصناع على الإنتاج حيث يتم تمويل الصناعة المطلوبة من جانب رب المال، وقد يقوم المصرف الإسلامي بتحديد مواصفاتها وبحقق هذا العقد منافع للطرفين إلى جانب ما ينتج عنه من إشباع حاجات المجتمع من السلع

¹ _ كاسب بن عبد الكريم البدران، عقد الاستصناع أو عقد المقاوله في الفقه الإسلامي دراسة مقارنة، دون دار النشر، د.ب، ط2، 1984م، ص:62.

² _ أحمد عمر صوان، التحوط في عقود السلم والاستصناع وتأثيرها على الاقتصاد الحقيقي: المشاكل والحلول، مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، جامعة مصراتة، ليبيا، المجلد:04، العدد:02، ماي 2019م، ص:128.

المنتجة ويمكن للمصرف القيام بدراسة السوق لمعرفة اتجاهات الطلب وتحديد أولويات الإنتاج وفقا لمقاصد الشريعة الإسلامية من دراسة إمكانيات المنتجين وكفاءتهم الإنتاجية وذلك للحد من المخاطر قبل الشروع في التمويل.

إن الأهمية الاقتصادية للقطاع الصناعي في وقتنا المعاصر تعطي لعقد الاستصناع فاعلية أكبر في أوساط المجتمع المدني الذي يكتظ بالأسواق المحلية والدولية المتخصصة والعامة. ولاشك أن تصنيع العديد من السلع ذات التكلفة العالية الثمن تكون بحاجة إلى سيولة نقدية ومن هنا يكون الدور الأهم للمصارف الإسلامية في توفير هذه السيولة أو من خلال عقد اتفاقيات مع المصانع لعمل سلع معينة بعدما يطلب العميل المستصنع من المصرف تصنيعها بمواصفات معينة وهذا الأمر يعني إمكانية معالجة جميع الإشكاليات التي قد تنشأ بين المحتاج للسلعة والصانع.

ولذلك فلا ريب أن الحاجة ماسة إلى وجود عقد الاستصناع في المصارف الإسلامية، فمن جانب المحتاج للسلعة يكون لديه المال ولكن ليست لديه الإمكانية على عقد صفقات أو عمل مشاريع لإنتاج السلع ذات كفاءة فيلجأ إلى المصارف الإسلامية لأجل ذلك. ومن جانب أصحاب المصانع الحديثة قد يحتاجون إلى السيولة النقدية للحصول على المواد الخام والمواد التي تدخل في صناعة السلع لاسيما المكلفة منها وهذا الأمر قد يصل إلى عقود استصناع ضخمة كصناعة الطائرات والسفن والعمارات... الخ. وهذا الأمر يعني أن المصارف الإسلامية تكون أحد طرفي العقد؛ فهي إما صانع أو مستصنع، فإذا كانت في العقد هي الطرف الصانع، فمجالات الصناعة كثيرة منها: السلع الغذائية والملابس ووسائل النقل والسلع المنتجة والاستهلاكية، ومنها أيضا بناء المجمعات السكنية والمؤسسات الخدمية وذلك بالاستعانة بشركات المقاولات التي تمتلك الخبرة والكفاءة في هذا المجال. وإذا كانت فيه هي الطرف المستصنع فإن هذا يعني أنها تتفق مع صانع معين سواء كان شخصا حرفيا أم مصنعا لتصنيع سلعة معينة بمواصفات معينة، يتم تحديدها من قبل الطرفين.

ويمكن تنفيذ عقد الاستصناع من خلال مجموعة من الخطوات يمكن إيجازها على النحو التالي:

- 1_ يتقدم المستصنع إلى المصرف الإسلامي بطلب تصنيع سلعة معينة وبمواصفات محددة.
- 2_ يقوم المصرف بدراسة الطلب المقدم إليه، مع مراقبته بدراسة وافية عن السلعة وتقدير تكلفتها والسعر الذي يمكن دفعه للمصرف نظير السلعة ليقوم المصرف بتحديد السعر المناسب الذي يمكن البنك من التنفيذ بأفضل حال، وفي ضوء ذلك وبعد حصول الدراسة الوافية وتقديم الضمانات المطلوبة يقرر المصرف صلاحية العقد أو عدم صلاحيته حسبما تقتضيه مصلحة المصرف.
- 3_ يطلب المصرف من صاحب المصنع تقديم ميزانية تقديرية للتكلفة المتوقعة للسلع التي ينتجها خلال فترة زمنية محددة.
- 4_ ويمكن اتخاذ هذه الإجراءات في حال توجه المصرف نحو قطاع البناء والتعمير سواء كانت مجمعات سكنية أو مؤسسات خدمية أو غيرها.¹

الفرع الثالث: مخاطر التمويل بصيغة الاستصناع وطرق معالجتها

أولاً- مخاطر التمويل بصيغة الاستصناع

مخاطر التمويل بالاستصناع أشبه بمخاطر التمويل بالسلم، ويمكن بيان هذه المخاطر في النقاط التالية:

_ المخاطر المالية في صيغة الاستصناع: وتنشأ مخاطر سوقية من خلال المدة ما بين التعاقد والإنجاز، إذ يمكن أن يتعرض المصرف لتقلبات الأسعار بعد تحديدها في عقد

¹ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار ومؤسسة رسلان، سوريا، د.ط، 2009م، ص:152.

الاستصناع، إذ من المحتمل أن تتغير أسعار المواد الخام أو ندرة المواد، أو أي عائق يرفع تكاليف التصنيع.

_ المخاطر التشغيلية في صيغة الاستصناع: وتتمثل هذه المخاطر في مخاطر اختلاف المواصفات فالمستصنع يصبح بلا قيمة إذا لم تكن بنفس المواصفات المتفق عليها، حيث يحق لعميل المصرف حسب أحكام العقد بأن يرفض السلعة إذا لم تكن وفق ما هو مقرر وكذلك مخاطر التنفيذ وذلك في حالة فشل المقاول المكلف بتنفيذ العمل المطلوب منه.

_ مخاطر الأعمال في صيغة الاستصناع: وتنشأ في صيغة الاستصناع مخاطر قانونية بسبب عدم التزام الصانع بالمواصفات المطلوبة واحتمال عدم توفر بعض مفردات المستصنع فيه وبالتالي فمن حق المصرف رفض المستصنع لمخالفته للصفات المطلوبة وعليه تكون هناك مخاطر قانونية نتيجة لمخالفة المواصفات المتفق عليها.¹

_ مخاطر العجز عن السداد من المشتري (المستصنع الأول)، فحينما يعجز عن سداد الأقساط المتفق عليها، أو نكوله عن العقد، عند من يرى من الفقهاء أنه غير ملزم، وفي هذه الحالة فإن البنك سيتحمل تكلفة تخزين السلعة وتسويقها وبيعها، وربما يتعرض إلى مخاطر السوق العامة أو إلى خسارة عند بيعها إلى زبون آخر.

_ مخاطر عدم تمكن الصانع من تسليم السلعة في الوقت المتفق عليه، أو من تسليمها مطلقاً، وفي هذه الحالة يتعرض البنك إلى مخاطر عدم السداد.²

ثانياً_ طرق معالجة مخاطر الاستصناع

يمكن بيان بعض أدوات التحوط بالاستصناع وذلك كما يلي:

1_ الاستصناع الموازي: فهنا يدخل البنك مع عميله في عقد الاستصناع يكون البنك صانعا والعميل مستصنعا ويكون الثمن فيه مؤجلا فيتحقق التمويل للعمل، وفي المقابل

¹ _ أحمد عمر صوان، مرجع سابق، ص:137.

² _ صويلحي نور الدين، مرجع سابق، ص:154.

يدخل البنك مع مقاول منفذ في عقد الاستصناع يكون البنك مستصنعا وذلك المقاول المنفذ صانعا، ويكون العقد الثاني الوجه الآخر للعقد الأول مع استقلال كل عقد على حدة، وبهذه الطريقة يتم نقل المخاطر المتعلقة بالتنفيذ من البنك إلى المقاول المنفذ، واقتصر عمل البنك على الوساطة المالية وتخصص في المخاطر المالية.

2_ وجود نظام معلومات عن أنشطة السوق: ويتم ذلك من خلال مكاتب خاصة تساعد على إلقاء الضوء على ظروف السوق والعملاء مما يساعد على تجنب كثير من التعثر بسبب وضوح الرؤية الاقتصادية للسوق والعملاء قبل منحهم للتمويل عن طريق الاستصناع.

3_ الرقابة على المخاطر: ويتم ذلك من خلال استخدام بعض الوسائل الفنية للرقابة على المخاطر للتقليل منها وبالتالي يتم الاستعانة بأنظمة المعلومات المتقدمة ومحاولة مدير الاستثمار تجنب كافة المخاطر المتوقعة ومحاولة منع الخسارة أو التقليل منها والكشف المبكر للمخاطر.

4_ تطوير الاستعلام الائتماني: حيث يجب على المصارف الإسلامية التحقق من موقف الجدارة الائتمانية لعملائها وذلك عن طريق إنشاء قاعدة بيانات تشرف عليها إدارة البنك المركزي حيث تضم هذه القاعدة القوائم السوداء للعملاء المحظورين من التعامل المصرفي.¹

5_ تسديد الثمن على دفعات في عقد الاستصناع: تكون هذه الصيغة كاتفاق بين البنك الإسلامي وعميله طالب محل الاستصناع، ويمكن أن تسهم في التخفيف من المخاطر، فلقد جاء للهيئة الشرعية لمؤسسة الراجحي سؤال يتعلق بمسألة قيام المؤسسة ببناء مباني على أراضي طالبي هذه المباني على أن تتفق معهم على قيمة مقطوعة لإنهاء البناء

¹ — أحمد عمر صوان، مرجع سابق، ص: 143.

وتسليمه له جاهزا بحيث يدفع العميل 25% من هذه القيمة مقدما وقبل البدء بالأعمال، والباقي على أقساط شهرية أو سنوية قد تمتد إلى ثلاث سنوات.

وقد كانت إجابة الهيئة الشرعية كما يلي: "يجوز لبيت التمويل عقد مقاوله لإقامة بناء لشخص على أرض مملوكة له على نفقته بعد الاتفاق مع المالك على قيمة مقطوعة لهذا العمل، وعلى تسليم عربون والبيت أن يستعين بمن يشاء على سبيل المقاوله الثانية ويطبق على كل مقاوله شروط الاتفاق الخاصة بها، وهذا يعتبر من عقود الاستصناع ولا مانع شرعا من تأجيل دفع القيمة أو تقسيطها وتوصي اللجنة باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بحفظ حقوق بيت التمويل الكويتي سواء كان بالارتهان أو غيرها".¹

المطلب الثالث: مقترحات وحلول أخرى

يمكن إيجاد الكثير من البدائل للمشتقات المالية في الفقه الإسلامي، فهو فقه الواقع والمستجدات، فهناك العديد من أدوات التحوط التي يمكن للتمويل الإسلامي أن يعتمدها، وهي كفيلة بالحد من المخاطر المستقبلية، وتحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي وكذا تقديم الحلول الناجعة لتجنب الأزمات التي تسببها أدوات التمويل الرأسمالي، وذلك من خلال ما يلي:

الفرع الأول: التحوط باستخدام العربون

بيع العربون عُرف منذ القدم ومازال يتداول إلى الآن، وكثيرا ما يستخدم للتحوط للأحداث المستقبلية غير المتوقعة، والعربون في الاصطلاح أن يشتري (أو يستأجر) الشيء، ويدفع للبائع (أو للمؤجر) مبلغا من المال، على أنه إذا تم البيع (أو الإجارة) فما دفعه كان جزءا من الثمن (أو الأجرة)، وإن لم يتم البيع (أو الإجارة) كان ما دفعه ملكا للبائع (أو للمؤجر).²

¹ _ صويلحي نور الدين، مرجع سابق، ص:168.

² _ رفيق بونس المصري، بيع العربون وبعض المسائل المستحدثة فيه، دار المكتبي، سورية، ط2، 2009م، ص:8.

وصورة بيع العربون هي أن يشتري الرجل السلعة بـ: 5000000 دج مثلاً فيدفع للبائع 5000 دج على أنه إن أمضى البيع احتسب من الثمن، وإن ألغى البيع خسر العربون. ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع، أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فله الخيار خلال المدة المتفق عليه، وقد اختلف الفقهاء في بيع العربون فعده جمهور الفقهاء من أكل أموال الناس بالباطل، وأجازته الحنابلة، والراجح في المسألة أن العربون جائز أخذاً برأي مجمع الفقه الإسلامي،¹ فقد أفتى بجوازه في قراره رقم 1993/72م.²

فالعربون وثيقة ارتباط بين البائع والمشتري، فالبائع إنما يلجأ لأخذ العربون من أجل حفظ حقه حتى لا يقع ضحية نكول (عدول) المشتري عن تنفيذ عقد البيع وتسليم الثمن، الأمر الذي يؤدي إلى تفويت الفرص على البائع وهو مظنة إلحاق الضرر به، والمشتري أيضاً يريد أن يحتاط من سلوك البائع، لأن من شأن امتناعه عن تسليم المبيع إلحاق الضرر به.³ وعليه يمكن اعتبار العربون من المبادلات غير الصفريّة التي تسمح بانتفاع الطرفين سواء تم التنفيذ (استفادة المشتري من السلعة والبائع من بيعها)، أو لم يتم (انتفاع المشتري في عدم التنفيذ وانتفاع البائع من خلال الحصول على العربون)، حتى وإن كان انتفاع أحد ما على حساب الآخر، فإن ذلك يعد من الغرر اليسير المغتفر باعتبار أن احتمال انتفاع الطرفين هو الأرجح من حيث المقدار ومن حيث الحصول.⁴

¹ _ عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية من الحلول الجزئية إلى التأسيس، بحث مقدم إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، ما بين 31 ماي و3 جوان 2009م، ص: 27.

² _ قرارات مجمع الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه، قرار رقم: 72، 1993م، ص: 165.

³ _ محمد يونس البيرقدار، نحو تطوير عقود اختيارات في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الذي تنظمه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين، 18_19 ماي 2009م، ص: 31.

⁴ _ سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، ط1، 2013م، ص: 177.

فبيع العربون يمكن أن يحل مشكلة كبيرة ويكون حلاً تحوطياً للمخاطر غير المتوقعة مستقبلاً تلافياً لتغيرات الأسعار وتقلبات الأسواق، إذ يستطيع المشتري من خلاله — إذا ما رأى تقلبات الأسعار تجري ضد مصلحته — أن يتخلى عن المبلغ المدفوع والذي يسمى "عربوناً" فيكون قد تمتع بحق الخيار،¹ فبيع العربون يختلف عن عقد الخيار في وجوب تحقق جملة من الضوابط الشرعية التي يجب مراعاتها عند استخدام بيع العربون كأداة للتحوط والمتمثلة فيما يلي:

— يشترط لبيع العربون أن يكون الأصل محل العقد مما يجوز بيعه من السلع والأوراق المالية.

— أن يكون بيع العربون مقترناً بشراء سلعة، وأن تكون هذه السلعة مملوكة للبائع من حين العقد وحتى التنفيذ، وبذلك تتحقق مصلحتان: الأولى: موافقة رأي الجمهور في المنع من بيع الإنسان ما ليس عنده، والثانية: أن البائع يكون في مأمن من الاضطرار لشراء الورقة المالية من السوق بسعرها الجاري عند التنفيذ، والذي سيكون قطعاً أعلى من السعر المتفق عليه مع المشتري، وبذلك لا يرد كون العقد دائراً بين الغنم والغرم.

— لا يجوز إبرام عقد العربون في على السلع التي يجب فيها التقابض في المجلس كالذهب والفضة والعملات؛ لأن وجود الخيار يمنع من تحقيق التقابض.

— أن يكون بيع العربون لغرض الاستثمار؛ أي للتحوط من تقلبات الأسعار لا لأغراض المضاربة والمجازفة على تقلبات الأسعار؛ لأن ذلك يؤدي إلى أضرار اقتصادية جسيمة كما حدث في الأسواق المالية العالمية نتيجة التعامل بالمشتقات المالية.²

¹ عبد محمود هلال السميرات، التحوط في التمويل الإسلامي: دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، جامعة اليرموك، الأردن، 2009م، ص: 50.

² يوسف بن عبد الله صالح الشيبلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة، دار الميمان، السعودية، ط1، 2020م، المجلد: 01، ص: 444.

الفرع الثاني: مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة الإسلامية

إن المستقبلات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية هي عقود مصممة لبلوغ أهداف المستقبلات التقليدية، ومتوافقة مع التعاليم الإسلامية من حيث جوهرها وموضوعها، وهذا يتضمن تحريم الربا فيها، كما يتضمن أن تكون مستقبلات العملات وفق قواعد مبادلات العملة في الإسلام، وأن يكون الوضع المؤسسي معززا للقيم الإسلامية ومبتكرا لا قمار فيها في سوق المستقبلات الإسلامية.

لقد تمت مناقشة المستقبلات من عدد من المعلقين وقد رفضوا المستقبلات للأسباب التالية:¹

_ البيع القصير (المكشوف) في تداول المستقبلات مخالف للشريعة من حيث محل البيع، فالسلعة يجب أن تكون موجودة ومملوكة للبائع في وقت العقد.

_ المبادلة العكسية في أسواق المستقبلات مخالفة للشريعة، فلا يجوز للمشتري أن يبيع السلعة التي اشتراها حتى تكون ملكه.

_ في المستقبلات ينعقد على تأجيل الثمن والمثمن (السلعة)، وهذا يدخل في بيع الكالئ بالكالئ الذي يجمع العلماء على تحريمه.

والبديل الإسلامي المقترح هي عقود آجال إسلامية تبرم كعقد للتحوط الموافق لأحكام الشريعة، وهو تعهد من المشتري بالشراء ومن البائع بالبيع، لسلعة مثلية بكمية محددة في تاريخ محدد في المستقبل بثمن متفق عليه، وعند الاستحقاق يجب على المشتري أن يدفع الثمن المتفق عليه مسبقا، ويجب على البائع أن يسلم الأصل في المكان المحدد، وهو في جوهره شراء مؤجل لسلع موصوفة بثمن متفق عليه وفي الزمان

¹ _ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد:15، 2003م، ص:34.

الفصل الرابع: ————— الصناعة المالية الإسلامية والبدائل الشرعية للمشتقات المالية

والمكان المتفق عليهما للتسليم، والغاية هي حماية الأصول من التغير المتوقع وغير المرغوب، لكن ما يشترط هو:¹

- _ يجب تبادل السلعة والتمن في زمن الاستحقاق فقط.
- _ الثمن يمكن أن يكون حق انتفاع أو دين مستحق الأداء في يوم التسوية.
- _ السلعة يجب أن تكون مثلية لا قيمية.
- _ جميع المواصفات المؤثرة في ثمن السلعة يجب أن تكون معلومة ومتفقا عليها.
- _ كمية السلعة وثنمها يجب أن يكونا معلومين ومتفقا عليهما.
- _ ليس من الضروري أن يكون بائع السلعة منتجا لها ولا أن تكون السلعة مملوكة له عند عقد الصفقة.
- _ السلعة والتمن يجب أن يكونا غير ربويين.
- ويمكن تبرير التأجيل في هذا العقد كما يلي:
- _ في عقد السلم، أجاز المالكية تأجيل الثمن ثلاثة أيام أو أكثر في بعض الحالات.
- _ في عقد الإجارة، يجوز تأجيل دفع الأجرة مع عدم إمكان تسليم المنفعة على الفور في بدأ العقد، وبهذا يكون هناك تأجيل للأجرة والمنفعة.
- _ في عقد الاستصناع، يشتري أحد الطرفين المادة التي يقوم الطرف الآخر بتصنيعها، وتسليمها إليه في المستقبل، ويجيز الحنفية تأجيل الثمن في هذا العقد، وبهذا يتأجل البديلين.

¹ _ عبد الحميد عبد الرحيم الساعاتي، مرجع سابق، ص:36.

_ بالاستناد إلى حرية الشروط التعاقدية يرى ابن تيمية أن الشروط التي يتفق عليها الطرفان ملزمة لهما، ففي عقد التحوط يمكن للطرفين اشتراط تأجيل البدلين، وهذا الشرط صحيح لأنه متطلب سابق لتحقيق الغاية من التحوط.

_ يرى بعض الفقهاء جواز اشتراط تأجيل الثمن في عقد السلم إذا عقد على أنه بيع.

ويمكن تعديل المستقبلات المتوافقة للشريعة لتجنب بعض المحاذير على غرار مخاطر النكول في العقد. أو الإئتمان، ومشكلة التوافق تتعلق بإيجاد الشريك التجاري المناسب، وكذا مشكلات تصفية العقود، من خلال جعل الأصول أو السلع محل التداول عقودا ويجوز تداولها على أساس منظم وتكون الصفقة والعقد منظمين على مستويات مختلفة من جانب المؤسسات المختلفة للتأكد من صحة وعدالة الصفقة ولحماية مصداقية الطرفين والتزامهما.¹

الفرع الثالث: التحوط باستخدام بيع التوريد* مع خيار الشرط

يُطرح في هذا الاقتراح بعد أن تبين أن موقف العلماء المسلمين تجاه عدم وجود البدلين في عملية التمويل وهما السعر ومحل البيع في العقد قد بدأ يلين وذلك بسبب الحاجة وكذا حتمية هذه المعاملات في الحياة العملية، بحيث يكون الاتفاق على عقد التوريد الطويل الأجل على سلعة معينة وليكن الحليب من بئعه، وعند توقيع العقد يتفق الطرفان المشتري والبائع على كمية الحليب التي سيتم توريدها يوميا ومدة العقد وأوقات توريد الحليب والسعر، ولا يتوفر الحليب عند التعاقد وغالبا ما يتم سداد السعر دوريا وفي العادة على أساس شهري، والمنافع العامة تقدم نموذجا معاصرا لعقد التوريد، فهذه المنافع تستهلك ويكون سداد فاتورتها مستقبلا عند تقديمها، وبهذه الطريقة فإن السعر والخدمة غير حاضرين في بداية التعامل، وهناك أمثلة عديدة من الحياة العملية تثبت أن تأجيلهما

¹ _ عبد الحميد عبد الرحيم الساعاتي، مرجع سابق، ص:40.

* _ بيع التوريد: هو عقد على عين مباحة موجودة لا في مجلس العقد، مؤجلة التسليم، منضبطة بصفات معينة، بثمن مؤجل معلوم.

الإثنين معا يزيد حقيقة من كفاءة وانسياب العمل وفي الواقع فإن التأجيل يصبح أحيانا أمرا حتميا.

والمثال الذي تقدم لبائع الحليب يقدم أساسا مهما لتعميم مفهوم "تأجيل البدلين" وتطبيقه في الأعمال المصرفية وأي نوع من العقود المصرفية الإسلامية فيه تحديد مسبق للسعر والكمية ولأجل طويل، وفيه تأجيل الثمن والسلعة، فهي عقود يكون فيها الطرفان معرضان لمخاطر السعر، والمخاطرة هي أنه حالما يتفق الطرفان على العقد الذي تحدد فيه السعر والكمية، فقد يكتشفان تغييرا كبيرا في سعر السلعة بالسوق، وأن تراجع سعر السوق سيخسر المشتري إن بقي على التزامه المثبت في العقد، وإن زاد سعر السوق ستقع الخسارة على البائع. ولأجل ذلك وفي مثل هذه العقود المستمرة توريدا وشراء، فإن خيار الشرط الذي ينسخ العقد سيجعل العقد أكثر عدلا وسيقلل من المخاطرة التي قد تجابه الطرفين.¹

¹ طارق الله خان حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، ط1، 2003م، ص:176.

خلاصة الفصل الرابع

تم التوصل من خلال ما تناوله هذا الفصل إلى ما يلي:

_ قدمت الصناعة المالية الإسلامية للعالم صورة إيجابية عن مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وأن بإمكانها أن تكون عنصراً فعالاً في إعادة صياغة النظام العالمي، وذلك يعود إلى فلسفة عمل مؤسساتها ومنتجاتها المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي استطاعت إثبات استقرارها وصمودها خلال فترات التآزم، مما دفع الخبراء وصناع القرار بالغرب إلى دراسة إمكانية اعتماد هذه الصناعة ضمن اقتصادياتها.

_ من الأهمية بما كان وجود هندسة مالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، فمن غير المنطقي أن تكتفي هذه الأسواق بالأدوات التقليدية وتضيع الفرص الاستثمارية الأخرى على المستثمر المسلم، كما يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس المزايا، وتكون متوافقة وتوجيهات الشريعة الإسلامية.

_ تتمثل الأهمية الأساسية للسوق المالية الإسلامية في أنها جاءت لتغطية قصور السوق المالية التقليدية وتصحيح انحرافات وتلبية رغبات المستثمرين المسلمين.

_ للهندسة المالية الإسلامية دور كبير في ابتكار أنواع عديدة من الأدوات المالية الإسلامية، والتي تؤدي إلى إنتاجية حقيقية، لا تقبل الرمزية المالية على النحو الموجود في المشتقات المالية.

_ لم يحرم الإسلام أي أداة مالية إلا وأوجد لها البديل، غير أن الاقتصاد الإسلامي كعلم وكطبيق لا يزال بحاجة إلى مزيد من البحث والاجتهاد لإثبات صلاحيته في كل مكان وزمان، وأنه للناس كافة وليس للمسلمين فحسب.

الخاتمة

الخاتمة

بعد أن منَّ الله عليَّ بإتمام هذا البحث، توصلت إلى مجموعة من النتائج والتوصيات يمكن إجمالها فيما يلي:

أولاً: نتائج اختبار الفرضيات

1_ المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية غرضها الأساسي هو المتاجرة بالمخاطر بيعة وشراء، وكنتيجة لذلك انتشرت المقامرات بصورة مقننة.

2_ يتم تداول المشتقات المالية إما في الأسواق المنظمة؛ والتي تخضع للقوانين واللوائح التي تحكم تعاملاتها، وإما في الأسواق غير المنظمة؛ والتي تخضع للمفاوضة في تحديد كافة بنودها بشكل شخصي ومباشر، مما جعلها مصدراً للعديد من المخاطر. وهذا يدل

على صحة الفرضية الأولى

3_ أثبتت المشتقات المالية عدم نجاعتها في التحوط من المخاطر المستقبلية، ودليل ذلك ما حدث في العالم من كوارث وأزمات مالية واقتصادية.

4_ حرمت الشريعة الإسلامية التعامل بالمشتقات المالية لكونها مبنية على أسس النظام الرأسمالي الذي يعتمد على سعر الفائدة، والمتاجرة في الديون (الربا)، والمضاربات

الوهمية... وغيرها من الممارسات غير المشروعة. وهذا يدل على صحة الفرضية الثانية

5_ يتضمن الاقتصاد الإسلامي مجموعة من الأدوات المالية، والمناهج والآليات الوقائية، والضوابط الشرعية التي تغطي جميع الأنشطة الاقتصادية، وهو ما جعله يحقق استقرار

مالي واقتصادي بخلاف النظام الرأسمالي. وهذا يدل على صحة الفرضية الثالثة

6_ تمثل السوق المالية الإسلامية جزءاً رئيسياً من منظومة الاقتصاد الإسلامي؛ حيث أن وجودها أمر ضروري لحماية أموال المسلمين واستثمارها بعيداً عن الشبهات والمحرمات،

ولتحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي للدول الإسلامية وتحريرها من التبعية الاقتصادية للدول الغربية. وهذا يدل على صحة الفرضية الرابعة

ثانياً: التوصيات

بناءً على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من التوصيات التي نأمل الباحث أن تؤخذ بعين الاعتبار من قبل المسؤولين وصناع القرار، لكون كل بحث علمي

هدفه النهائي توفير الحلول المناسبة لمشكلة معينة، وتوصيف الخطوات الإجرائية التي توضح سبل العلاج وكيفية الحد من السمات والظواهر السلبية. تكون الاقتراحات كمايلي:

1_ تعتبر سوق الأوراق المالية (البورصة) ضرورة من ضرورات الحياة الاقتصادية المعاصرة، لذلك يتوجب على العالم الإسلامي أن يسعى لإنشاء بورصات إسلامية لتنشيط وتفعيل المنتجات والأدوات المالية الإسلامية، التي تتماشى مع المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، حتى تكون بديلا للمنتجات المالية التقليدية وليس تقليدا لها، وتستجيب لمطالب المسلمين الاقتصادية التي يفرضها الواقع المعاصر.

2_ توصي الباحثة بمواصلة البحث والاستقراء لأصول الاقتصاد الإسلامي ومبادئه وضوابطه للكشف عما يكتنف معاملات الأسواق المالية من شبهات ومحاولة إيجاد البدائل الشرعية المناسبة لها.

3_ ضرورة إقامة دورات تدريبية للمستثمرين بصفة عامة والمضاربين بصفة خاصة في الجامعات والمعاهد لكون ذلك يساهم بشكل فعال في تنمية قدرات وخبرات هذه الفئات التي تؤثر وتتأثر بأداء بورصة الأوراق المالية.

4_ ضرورة مراجعة كل القوانين واللوائح لإصلاحها وتوجيهها إلى الاقتصاد الحقيقي بعيدا عن التقليد والمحاكاة، وإلغاء كل ما هو مخالف للشريعة الإسلامية.

5_ نشر الوعي الاستثماري الإسلامي، الذي من شأنه أن يوطد ثقة المواطنين بالنظام الاقتصادي الإسلامي؛ باعتباره النظام الأمثل للتنمية الاقتصادية، والتحرر من جملة المشاكل والأزمات المختلفة التي باتت تعاني منها الدول الغربية والعربية على حد سواء.

6_ بذل المزيد من الجهود في مجال البحث من أجل الاستفادة مما يحتويه التراث الإسلامي الأصيل في مجال المعاملات المالية، وذلك لابتكار صيغ جديدة للتحوط وتطوير الصيغ القائمة بما يحقق الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية.

وفي الختام أسأل الله تعالى أن يرزقني العلم النافع والعمل الصالح، وأن يغفر لي ولوالدي وجميع المسلمين، وأن يحقق هذا العمل الهدف المنشود، وأن يستفيد منه القارئ أقصى فائدة ممكنة.

الفهارس

فهرس الآيات القرآنية

الصفحة	رقم الآية	الآية	السورة
208	275	﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِينَ يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ﴾	البقرة
205	280	﴿وَإِنْ كَانَتْ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَى مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ﴾	
203- 264	282	﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِيَدَيْنِ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاسْتُؤْتَبُوهُ وَيَكْتُبُ بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْمَكْدَلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِينَ عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا﴾	
211	130	﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾	آل عمران
163	29	﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ﴾	النساء
-30 168	01	﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾	المائدة
213	34	﴿وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ﴾	التوبة
202	-47	﴿قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا﴾	يوسف

48	﴿ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُنَّ مَا قَدَّمْتُمْ هُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَحْصِنُونَ﴾	
72	﴿وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ﴾	الفرقان
101	﴿فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ﴾	الصفات

فهرس الأحاديث الشريفة

الرقم	طرف الحديث	الصفحة
01	"لا يبيع بعضكم على بيع أخيه ولا تلتقوا السلع حتى يهبط بها إلى السوق"	72
02	"قاتل الله اليهود، إن الله عز وجل لما حرم عليهم شحومها جملوه ثم باعوه فأكلوا ثمنه"	151
03	"...المسلمون عند شروطهم..."	168
04	"لا تبع ما ليس عندك"	172
05	نهى رسول الله ﷺ عن الغرر	172
06	نهى النبي ﷺ أن تباع السلع حيث يتباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم	172
07	نهى النبي ﷺ عن بيع الكالئ بالكالئ	174
08	"الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر..."	190
09	"لا بأس بأن تأخذها بسعر يومها ما لم تفترقا وبينكما شيء"	191
10	"من باع بيعتين في بيعة فله أوكسهما أو الربا..."	191
11	"من أسلف في ثمر فليسلف في كيل معلوم...."	203
12	"ألا تجعل مالي في كبد رطبة...."	203
13	"لا تلتقوا الركبان ولا يبيع بعضكم على بيع بعض..."	207
14	"لا يبيع حاضر لباد، دعوا الناس يرزق الله بعضهم من بعض"	207
15	"الجالب مرزوق والمحترق ملعون"	212

225	"لا تفعل بع الجمع بالdraهم واشتر بالdraهم جنيبا"	16
-----	--	----

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
42	مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	01
49	أرباح وخسائر المشتري والبائع في عقد خيار الشراء	02
53	توضيح أرباح وخسائر المشتري والبائع في عقد خيار البيع	03
67	مقارنة بين أنواع المشتقات المالية	04
120	مقارنة بين الأسهم والسندات	05

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	أنواع المشتقات المالية	01
46	أنواع عقود الخيار	02
49	منحنى بياني يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار الشراء	03
50	منحنى بياني يوضح أرباح وخسائر بائع عقد خيار الشراء	04
53	منحنى يوضح أرباح وخسائر مشتري عقد خيار البيع	05
54	منحنى يوضح أرباح وخسائر محرر عقد خيار البيع	06
98	أقسام بورصة الأوراق المالية	07
108	أنواع الأسهم	08
116	أنواع السندات	09
129	إجراءات تنفيذ الصفقات	10

فهرس المصادر والمراجع

القرآن الكريم

أولاً: الكتب

1. أبو إسحاق الشاطبي، الموافقات في أصول الشريعة، تحقيق: عبد الله دراز، دار الفكر العربي، بيروت، د.ط، د.ت، ج2.
2. أبو الحسن علي بن عمر الدارقطني، سنن الدارقطني، تحقيق: شعيب الأرنؤوط وآخرون، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط1، 2004م، ج4.
3. أبو الوليد محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد ابن رشد القرطبي، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، تحقيق: ماجد الحموي، دار ابن حزم، لبنان، ط1، 1995م، ج3.
4. أبو داود، سليمان بن الأشعث السجستاني، سنن أبي داود، تحقيق: محمد محي الدين عبد الحميد، المكتبة العصرية، بيروت، ج3.
5. أبو عبد الله أحمد بن حنبل الشيباني، مسند الإمام أحمد، تحقيق: شعيب الأرنؤوط وآخرون، مؤسسة الرسالة، ط1، 2001م، ج10.
6. أبو محمد عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة، المغني لابن قدامة، تحقيق: طه محمد الزيني، مكتبة القاهرة، القاهرة، د.ط، 1969م، ج4.
7. أحمد إبراهيم بك، المعاملات الشرعية المالية، دون دار النشر، د.ب، د.ط، 1936م.
8. أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، ومحب الدين الخطيب، دار المعرفة، بيروت، 1379هـ، ج4.
9. أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، تحقيق: عبد السلام محمد هارون، دار الفكر، بيروت، د.ط، 1979م، ج:01، 03.

10. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، السعودية، ط1، 1464هـ.
11. أحمد فراس العوران، الأزمة الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، ط1، 2012م.
12. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2008م.
13. إخلاص باقر هاشم النجار، الهندسة المالية الإسلامية، دار الأيام، عمان، ط1، 2019م.
14. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2017م.
15. أشرف محمد دوابه، الهندسة المالية الإسلامية، دار السلام، القاهرة، ط1، 2017م.
16. أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، د.ط، 2008م.
17. بلال عماد أبو السعيد، المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية، دار أسامة، عمان، ط1، 2011م.
18. بن إبراهيم الغالي، وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، ط1، 2019م.
19. جامعة سانت كليمنتس العالمية، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، العراق، 2011م.
20. جلال الدين عبد الرحمن السيوطي، الأشباه والنظائر في قواعد وفروع فقه الشافعية، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1983م.

21. جليل كاظم مدلول العارضي وعلي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة مفاهيم نظرية وتطبيقية، الدار المنهجية، عمان، ط1، 2015م.
22. جليل كاظم مدلول العارضي، زينب متعب عباس العباسي، علي عبودي نعمة الجبوري، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري وتطبيقي متكامل)، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2015م.
23. حاكم محسن الربيعي، ميثاق هانف الفتلاوي، حيدر خيضر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011م.
24. الحبيب بن الطاهر، الفقه المالكي وأدلته، مؤسسة المعارف للطباعة والنشر، لبنان، ط1، 2009م، ج5.
25. حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة -، دار الكندي، الأردن، ط1، 2014م.
26. حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، د.ط، 1992م.
27. خالد غسان يوسف المقدادي، عالم الفقراء الجدد: كيف غيرت الأزمة المالية النظام الاقتصادي العالمي والإسلامي والعربي، دار النفائس، الأردن، ط1، 2011م.
28. ديبان بن محمد الديبان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، مكتبة الملك فهد، الرياض، ط2، 2012م، ج13.
29. رفيق يونس المصري، الأزمة المالية العالمية هل نجد لها في الإسلام حلاً؟، دار القلم، دمشق، ط1، 2010م.
30. رفيق يونس المصري، بيع العربون وبعض المسائل المستحدثة فيه، دار المكتبي، سورية، ط2، 2009م.

31. زكريا سلامة عيسى شط زلوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن، ط1، 2009م.
32. زكية الصالح بوستة، الهندسة المالية الإسلامية وأدوات التمويل، دار أسامة، الأردن، ط1، 2019م.
33. سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط1، 2007م.
34. سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، 2004م.
35. سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، ط1، 2013م.
36. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون، الأردن، ط1، 2018م.
37. سعيد سعد مرطان، مدخل للفكر الاقتصادي في الإسلام، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط2، 2004م.
38. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها (دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية)، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005م.
39. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 2009م.

40. سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية ، دار الكتب المصرية، القاهرة، د.ط، 1996م.
41. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1996م.
42. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر، عمان، ط1، 2010م.
43. شروق حسين الماحي، سوق المشتقات المالية المفهوم والآليات والتحديات (مع التطبيق على السوق المصرية)، دار النهضة العربية، القاهرة، د.ط، 2016م.
44. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، دمشق، ط1، 2002م.
45. شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، دار المسيرة، عمان، ط1، 2015م.
46. شمس الدين أبي عبد الله محمد بن أبي بكر المعروف ببلين قيم الجوزية، إعلام الموقعين عن رب العالمين ، تحقيق: محمد محي الدين عبد الحميد، المكتبة التجارية الكبرى، مصر، ط1، 1955م، ج3.
47. شوقي أحمد دنيا، التمويل والمؤسسات المالية الإسلامية ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2017م.
48. شيرين محمد سالم أبو قعنونة: الهندسة المالية الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية، دار النفائس، الأردن، ط1، 2016م.
49. صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، د.ط، 2014م.

50. طارق الله خان حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، ط1، 2003م.
51. طارق الله خان ، حبيب أحمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)، ترجمة عثمان بابكر أحمد، مراجعة رضا سعد الله، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003م.
52. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيمها - أنواعها، استخداماتها في إدارة المخاطر، المحاسبة عنها)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2010م.
53. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، البديل الإسلامي للفوائد المصرفية الربوية ، دار الصحابة للتراث، مصر، ط1، 1992م.
54. عبد الستار الخويلدي، الفروق الأساسية في المعاملات المالية الإسلامية (دراسة في ضبط الفروق في المصطلحات المالية والمصرفية المعاصرة) ، معهد دبي القضائي، ط1، 2015م.
55. عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية ، دار النهضة العربية، لبنان، ط1، 1986م.
56. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2014م.
57. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، ط1، 2008م.
58. عبد الملك بن محمد الجاسر، أصول المخالفات الشرعية في الأسواق المالية دراسة فقهية قانونية تطبيقية، مركز نماء للبحوث والدراسات، لبنان، ط1، 2017م.

59. عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الأيام، الأردن، ط1، 2017م.
60. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 2006م.
61. علي محمد أحمد أبو العز، الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، د.ب، د.ط، 2016م.
62. عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2017م.
63. فؤاد بن حدو، الاقتصاد الإسلامي وما بعد الأزمة المالية العالمية دراسة مقارنة مع الأنظمة الوضعية، ألفا للوثائق، الجزائر، ط1، 2018م.
64. فواز صالح حموي، ومحمد رمضان إسماعيل، إدارة المؤسسات والأسواق المالية، دار علاء الدين، سورية، ط1، 2011م.
65. قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان، سوريا، د.ط، 2009م.
66. كاسب بن عبد الكريم البدران، عقد الاستصناع أو عقد المقاوله في الفقه الإسلامي دراسة مقارنة، دون دار النشر، دون ذكر البلد، ط2، 1984م.
67. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، السعودية، ط1، 2005م.
68. مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، مصر، ط4، 2004م.
69. محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011م.

70. محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)، دار ابن حزم، لبنان، ط1، 2011م.
71. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006م.
72. محمد أمين ابن عابدين، رد المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود، وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الرياض، طبعة خاصة، 2003م، ج7.
73. محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي، مختار الصحاح، مكتبة لبنان، لبنان، د.ط، 1986م.
74. محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، تحقيق: م حمد زهير بن ناصر الناصر، دار طوق النجاة، د.ب، ط1، 1422هـ، ج3.
75. محمد بن مكرم بن علي بن منظور، لسان العرب، تحقيق: عبد الله علي الكبير وآخرون، دار المعارف، د.ط، د.ب، 1119م، المجلد: 04، 01، 06.
76. محمد تقي العثماني، بحوث في قضايا فقهية معاصرة، دار القلم، دمشق، طبعة خاصة، 2013م، ج2، ج1.
77. محمد حسن يوسف، الأزمة المالية العالمية لماذا تستعصي على الحل؟، الدار العربية للعلوم ناشرون، بيروت، ط1، 2013م.
78. محمد خميسي بن رجم، المشتقات المالية وتغطية المخاطر، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2017م.
79. محمد داود عثمان، وعز الدين عنانزة، المشتقات المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر، الأردن، ط1، 2020م.

80. محمد رواس قلعه جي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة، دار النفائس، لبنان، ط2، 2002م.
81. محمد سامي علي الظهراوي، آليات التداول وإدارة مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، دار الأيام، عمان، ط1، 2020م.
82. محمد صالح حمدي، فقه المعاملات المالية، مركز التميز للبحوث والدراسات الاقتصادية، الجزائر، ط1، 2014م.
83. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، ط2، 2009م.
84. محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، ط6، 2007م.
85. محمد علي الصابوني، صفوة التفاسير، دار الصابوني، القاهرة، ط1، 2009م، المجلد:03.
86. محمد علي سويلم، الصكوك المالية دراسة مقارنة، دار المطبوعات الجامعية، مصر، ط1، 2014م.
87. محمد ناصر الدين الألباني، ضعيف الجامع الصغير وزيادته، المكتب الإسلامي، ط3، 1988م، ج1.
88. مسلم بن الحجاج النيسابوري، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، ج3.
89. مصطفى أحمد الزرقا، المدخل الفقهي العام، دار القلم، دمشق، ط2، 2004م، ج1.
90. مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، ألفا للوثائق، الجزائر، ط1، 2019م.

91. مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة ، الفا للوثائق، الجزائر، ط1، 2018م.
92. مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية ، دار مؤسسة رسلان، سوريا، د.ط، 2014م.
93. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، الإسكندرية، د.ت، ج1.
94. منير إبراهيم هندي، أساسيات عقود المشتقات العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار والمبادلة، دار المعرفة الجامعية، مصر، د.ط، 2015م.
95. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية، د.ط، 1993م.
96. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ط، 2015م، ج02.
97. مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012م.
98. نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء ، دار القلم، دمشق، ط1، 2008م.
99. هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، دار الوراق، الأردن، ط1، 2007م.
100. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008م.
101. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011م.

102. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003م.
103. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (10).
104. وليد بن هادي، أصول ضبط المعاملات المعاصرة، دون دار النشر، دون ذكر البلد، ط1، 2011م.
105. وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر، دمشق، ط2، 1985م.
106. ياسر عبد الكريم الحوراني، الاستثمار في عقود المشتقات المالية من منظور إسلامي، مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، الأردن، المجلد:30، العدد:04، 2015م.
107. يوسف بن عبد الله صالح الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة، دار الميمان للنشر والتوزيع، السعودية، ط1، 2020م، المجلد:1.

ثانيا: الرسائل العلمية

1. أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، أطروحة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1989م.
2. أسامة يوسف الجزائر، العقود الآجلة في الاقتصاد الإسلامي البديل، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009م.
3. أسماء مصطفى أحمد شاويش، الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، الأردن، 2007م.
4. أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2011/2012م.

5. بلقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية: دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والماليزي ، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2018/2017م.
6. بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010م، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011م.
7. بوشلاغم نور الدين، الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية - دراسة نماذج مالية إسلامية مبتكرة ، أطروحة دكتوراه، جامعة وهران 2، الجزائر، 2019/2018م.
8. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006/2005م.
9. تيغزة سهام، دور الهندسة المالية الإسلامية في وقاية البنوك الإسلامية من الأزمة المالية العالمية: دراسة حالة مجموعة البركة المصرفية ، رسالة ماجستير، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2015/2014م.
10. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية: دراسة تأصيلية تطبيقية ، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2011/2010م.
11. حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010/2009م.

12. حسناوي بلال، دور الهندسة المالية في تفعيل الوظيفة التنموية للسوق المالية الإسلامية: دراسة حالة التجربة الماليزية ، أطروحة دكتوراه، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2018/2017م.
13. حليمة بزاز، المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية ، أطروحة دكتوراه، جامعة الأمير عبد القادر، الجزائر، 2016/2015م.
14. خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة) ، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006م.
15. خيرة مسعودي، متطلبات تطوير المنتجات المالية الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية دراسة مقارنة بين سوقي لندن وكوالالمبور ، أطروحة دكتوراه، جامعة عمار ثلجي بالأغواط، الجزائر، 2018/2017م.
16. ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011م، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012/2011م.
17. رشيد درغال، التكامل الوظيفي بين المصارف الإسلامية وأسواق المال ودوره في التنمية، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2011/2010م.
18. زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة ، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03، 2016 /2015م.
19. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012م.

20. صويلحي نور الدين، أساليب التحوط في البنوك الإسلامية دراسة تطبيقية لبنك البركة الجزائري، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010/2009م.
21. طلال مزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية) ، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2014/2013م.
22. عبد الرحمن بن عبد الله بن إبراهيم الخميس، المخاطرة في المعاملات المالية المعاصرة، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2011م/2010م.
23. عبد الغاني بن علي، الاستقرار المالي والاستقرار النقدي وأثرهما على أداء السياسة النقدية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2015م.
24. عبد الناصر براني: إدارة الأزمات المالية العالمية مدخل مقارن بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، أطروحة دكتوراه، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، 2016/2015م.
25. عبد محمود هلال السميرات، التحوط في التمويل الإسلامي: دراسة مقارنة ، أطروحة دكتوراه، جامعة اليرموك، الأردن، 2009م.
26. العشناني خالد، فرص الاستفادة من التمويل الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2007_2008م، رسالة ماجستير، جامعة عمار ثلجي بالأغواط، الجزائر، 2015/2014م.
27. عقون عبد السلام، الأزمة المالية العالمية - 2008 - وآليات إدارتها ، رسالة ماجستير، جامعة المدية، 2009/2008م.
28. العموري، محمود فهد أحمد، عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي ، أطروحة دكتوراه، جامعة اليرموك، الأردن، 2008م.

29. عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015م.
30. فطوم معمر، فعالية أدوات التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات المالية للنظام المالي الدولي دراسة حالة، أطروحة دكتوراه، جامعة المدينة، الجزائر، 2016/2017م.
31. قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة مقارنة - أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015/2016م.
32. كبوط عبد الرزاق، تأثير سعر الفائدة على الاستقرار الاقتصادي، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2014/2015م.
33. مرداسي أحمد رشاد، دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية (دراسة حالة السوق المالية الماليزية)، أطروحة دكتوراه، جامعة عباس لغرور خنشلة، الجزائر، 2017/2018م.
34. مهداوي هند، الاستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان -، الجزائر، 2007/2008م.
35. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2014/2015م.
36. الوردي خدومة، دور الابتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2014/2015م.

ثالثاً: بحوث وملتقيات

1. أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، 19-20 ديسمبر 2009م، لبنان.
2. أحمد عمر صوان، التحوط في عقود السلم والاستصناع وتأثيرها على الاقتصاد الحقيقي: المشاكل والحلول، مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، جامعة مصراتة، ليبيا، المجلد:4، العدد:2، ماي 2019م.
3. أحمد مهدي بلوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد:21، العدد:2.
4. أحمد مهدي بلوافي، أزمة عقار... أم أزمة نظام؟، بحث مقدم لمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي حول الأزمة المالية العالمية (الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ط1، 2009م.
5. التجاني الطيب محمد، التحوط في المعاملات المالية، بحث مقدم لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي في دورته الثانية المنعقد خلال الفترة من 26_27 أبريل 2016م.
6. الجلي أبو زر محمد أحمد ، الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، مجلة المقصد، العدد:17، 2005م.
7. رضا فتحي علي المنسي، إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر عن الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة.

8. سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية: كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، بحث مقدم في الدورة التدريبية حول: "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بسطيف في 25_28 ماي 2003م.
9. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد: 15، 2003م.
10. عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية من الحلول الجزئية إلى التأميل، بحث مقدم إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، ما بين 31 ماي و 3 جوان 2009م.
11. علي محي الدين القرّة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، ج1.
12. عمر ياسين محمود خضيرات، الأزمة الاقتصادية العالمية المعاصرة ومصير النظام الرأسمالي، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، 1-2 ديسمبر 2010م، الأردن، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العلمي للفكر الإسلامي.
13. عمر ياسين محمود خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي"، 1-2 ديسمبر 2010م، عمان.

14. فاضل موسى حسن المالكي، وإسراء نظام الدين حسين الطائي، ضوابط الاستقرار المالي في المصارف الإسلامية، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، المجلد 5، العدد:20.
15. فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، العدد: 26، 2002/03/31م، بنك السودان المركزي، السودان.
16. قرارات مجمع الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه، قرار رقم:72، 1993م.
17. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، الدورات من 1 إلى 10، القرارات من 1 إلى 97.
18. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، العدد السابع، ج1.
19. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، 1990م، ج1.
20. كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث قدم في المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، 2005م.
21. كمال لدرع، النهي عن المعاملات المالية الفاسدة آلية شرعية لحماية الاقتصاد وضمان استقراره، المؤتمر الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 1_2 ديسمبر 2010م.
22. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، ج2، 1990م.
23. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، الجزء الأول.
24. محمد يونس البيرقدار، نحو تطوير عقود اختيارات في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية

الذي تنظمه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين،
19_18 ماي 2009م.

25. محمود الوادي، وإبراهيم خريس، وحسين سمحان، دور الاقتصاد الإسلامي في الحد من الأزمات الاقتصادية، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الدولي السابع: "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال _التحديات، الفرص، الآفاق_ 10_11 نوفمبر 2009م، جامعة الزرقاء الخاصة.

26. محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية العالمية: عقود الخيارات، بحث قدم في المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم العالمية الإسلامية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010م.

27. محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: "الواقع وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20_21 مارس 2010م.

فهرس الموضوعات

	الشكر
	الإهداء
01	المقدمة
الفصل الأول: المشتقات المالية: المفهوم والأنواع	
13	تمهيد
14	المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية
14	المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية وخصائصها
14	الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية
17	الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية
19	المطلب الثاني: ظروف نشأة المشتقات المالية وتطورها
19	الفرع الأول: ظروف نشأة المشتقات المالية
20	الفرع الثاني: التطور التاريخي للمشتقات المالية
22	المطلب الثالث: أهمية المشتقات المالية واستخداماتها
22	الفرع الأول: أهمية المشتقات المالية
25	الفرع الثاني: استخدامات المشتقات المالية
29	المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية
30	المطلب الأول: العقود الآجلة
30	الفرع الأول: تعريف العقود الآجلة
33	الفرع الثاني: أنواع العقود الآجلة في الاقتصاد المعاصر
35	المطلب الثاني: العقود المستقبلية
35	الفرع الأول: تعريف العقود المستقبلية
37	الفرع الثاني: أنواع العقود المستقبلية
40	الفرع الثالث: الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية
44	المطلب الثالث: عقود الخيارات

44	الفرع الأول: تعريف عقود الخيارات المالية.....
45	الفرع الثاني: أنواع عقود الخيارات.....
63	المطلب الرابع: عقود المبادلة.....
63	الفرع الأول: تعريف عقود المبادلات.....
64	الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلات.....
66	الفرع الثالث: مقارنة بين عقود المبادلات وعقود المشتقات الأخرى.....
68	خلاصة الفصل الأول.....

الفصل الثاني: أسواق المشتقات المالية وآليات التداول

70	تمهيد.....
71	المبحث الأول: ماهية أسواق المشتقات المالية.....
71	المطلب الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية.....
71	الفرع الأول: تعريف السوق المالي.....
75	الفرع الثاني: النشأة والتطور التاريخي للأسواق المالية.....
78	الفرع الثالث: أقسام الأسواق المالية.....
82	المطلب الثاني: الهيكل الإداري والتنظيمي لبورصة الأوراق المالية ووظائفها.....
82	الفرع الأول: لجان بورصة الأوراق المالية.....
86	الفرع الثاني: الوسطاء المتعاملون في بورصة الأوراق المالية.....
89	الفرع الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية.....
92	المطلب الثالث: أقسام بورصة الأوراق المالية وشروط إقامتها.....
92	الفرع الأول: السوق الأولية (سوق الإصدار).....
93	الفرع الثاني: السوق الثانوية (سوق التداول).....
98	الفرع الثالث: شروط قيام بورصة فعالة للأوراق المالية.....
100	المبحث الثاني: الأصول المتداولة في بورصة الأوراق المالية.....
100	المطلب الأول: الأصول المالية الممثلة في الأسهم.....
100	الفرع الأول: تعريف الأسهم وخصائصها.....

105.....	الفرع الثاني: أنواع الأسهم.....
109.....	الفرع الثالث: كيفية إصدار وتداول الأسهم.....
110.....	المطلب الثاني: الأصول المالية الممثلة في السندات.....
110.....	الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها.....
112.....	الفرع الثاني: أنواع السندات.....
117.....	الفرع الثالث: كيفية إصدار وتداول السندات.....
118.....	الفرع الرابع: الفرق بين السهم والسند.....
121.....	المبحث الثالث: طرق وآليات تداول المشتقات المالية ومخاطر التعامل بها.....
121.....	المطلب الأول: آليات تداول المشتقات المالية.....
121.....	الفرع الأول: أوامر بورصة الأوراق المالية.....
125.....	الفرع الثاني: التسعير في بورصة الأوراق المالية.....
127.....	الفرع الثالث: خطوات تداول المشتقات المالية.....
130.....	المطلب الثاني: مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات.....
130.....	الفرع الأول: المخاطر التقليدية.....
133.....	الفرع الثاني: المخاطر الخاصة.....
134.....	الفرع الثالث: دور عقود المشتقات المالية في خلق الأزمات.....
138.....	خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث: المنظور الاقتصادي الإسلامي للمشتقات المالية

140.....	تمهيد.....
141.....	المبحث الأول: الانتقادات الموجهة للمشتقات المالية وأسواقها من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي.....
141.....	المطلب الأول: الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية.....
141.....	الفرع الأول: استفحال المضاربات الوهمية في أسواق الأوراق المالية.....
149.....	الفرع الثاني: التحايل على الربا بالعقود الصورية.....
151.....	الفرع الثالث: انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي.....
156.....	الفرع الرابع: غياب الرقابة المالية الفعالة.....
157.....	المطلب الثاني: سمات التمويل الرأسمالي وهشاشة المرتكزات والفروض التي يقوم عليها.....

158.....	الفرع الأول: نظام تمويلي يقوم على أساس سعر الفائدة
160.....	الفرع الثاني: نظام تمويلي يقوم على أساس المدائنة والنظرة السلعية للنقود
160..	الفرع الثالث: طغيان المصالح المادية وغياب القيم والأخلاقي التمويل الرأسمالي
165.....	المبحث الثاني: الحكم الشرعي للتعامل بعقود المشتقات المالية
165.....	المطلب الأول: نظرة الاقتصاد الإسلامي لعقود الخيارات المالية
165.....	الفرع الأول: المجيزون للتعامل بعقود الخيارات المالية وأدلتهم
171.....	الفرع الثاني: المانعون للتعامل بعقود الخيارات المالية وأدلتهم
177.....	الفرع الثالث: الترجيح بين الآراء
180.....	المطلب الثاني: نظرة الاقتصاد الإسلامي للعقود الآجلة والعقود المستقبلية
180.....	الفرع الأول: العقود الآجلة من منظور الاقتصاد الإسلامي
182.....	الفرع الثاني: العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي
189.....	المطلب الثالث: نظرة الاقتصاد الإسلامي لعقود المبادلات
189.....	الفرع الأول: الحكم الشرعي لعقود مبادلة أسعار الفائدة
190.....	الفرع الثاني: الحكم الشرعي لعقود مبادلة العملات
194.....	المبحث الثالث: ضوابط ومحددات الاستقرار المالي في الاقتصاد الإسلامي
194.....	المطلب الأول: الاستقرار المالي والاقتصادي
194.....	الفرع الأول: مفهوم الاستقرار المالي والاقتصادي
197.....	الفرع الثاني: آثار الاضطرابات المالية على الاستقرار الاقتصادي
201.....	المطلب الثاني: التحوط من منظور الاقتصاد الإسلامي
201.....	الفرع الأول: موقف الشريعة الإسلامية من التحوط
204.....	الفرع الثاني: ضوابط التحوط في الشريعة الإسلامية
206.....	المطلب الثالث: آليات التحوط في الاقتصاد الإسلامي
206.....	الفرع الأول: آلية منع كثرة الوسائط والمضاربات
208.....	الفرع الثاني: آلية تحريم الفائدة (الربا)
211.....	الفرع الثالث: آلية التعامل مع القيم الحقيقية والنهي عن التعامل مع الوهمية منها

- الفرع الرابع: آلية تيسير تداول المال ورواجه بالنهاي عن الاحتكار والاكنتاز212
- الفرع الخامس: آلية عدم فصل الاقتصاد عن القيم والأخلاق الإسلامية214
- خلاصة الفصل الثالث.....216
- الفصل الرابع: الصناعة المالية الإسلامية والبدائل الشرعية للمشتقات المالية**
- تمهيد.....218
- المبحث الأول: ماهية الصناعة المالية الإسلامية219
- المطلب الأول: الهندسة المالية الإسلامية: مفهومها، تاريخها، وأهميتها219
- الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية.....219
- الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية الإسلامية وتطورها225
- الفرع الثالث: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ودوافع وجودها.....229
- المطلب الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية وخصائصها233
- الفرع الأول: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.....233
- الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.....238
- المطلب الثالث: متطلبات ومعوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية.....241
- الفرع الأول: متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية241
- الفرع الثاني: معوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية244
- المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطوير أدواته247
- المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية وأهميتها.....247
- الفرع الأول: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية247
- الفرع الثاني: أهمية إنشاء السوق المالية الإسلامية249
- الفرع الثالث: المؤسسات الداعمة للسوق المالي الإسلامي252
- المطلب الثاني: مناهج واستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية...256
- الفرع الأول: مناهج تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية256
- الفرع الثاني: استراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية260
- المبحث الثالث: البدائل الشرعية للمشتقات المالية262
- المطلب الأول: عقد السلم كبديل شرعي لعقود الخيارات المالية262

262.....	الفرع الأول: حقيقة عقد السلم وشروط صحته.....
264.....	الفرع الثاني: مزايا التمويل بعقد السلم.....
266.....	الفرع الثالث: مخاطر عقود السلم وطرق معالجتها.....
270.....	المطلب الثاني: عقد الاستصناع كبديل شرعي لعقود المستقبلات.....
270.....	الفرع الأول: حقيقة عقد الاستصناع.....
272.....	الفرع الثاني: التطبيق المعاصر لعقد الاستصناع ودوره في تنمية الاقتصاد الحقيقي.....
274.....	الفرع الثالث: مخاطر التمويل بصيغة الاستصناع وطرق معالجتها.....
277.....	المطلب الثالث: مقترحات وحلول أخرى.....
277.....	الفرع الأول: التحوط باستخدام العربون.....
280.....	الفرع الثاني: مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة الإسلامية.....
282.....	الفرع الثالث: التحوط باستخدام بيع التوريد مع خيار الشرط.....
284.....	خلاصة الفصل الرابع.....
285.....	الخاتمة.....
289.....	فهرس الآيات القرآنية.....
290.....	فهرس الأحاديث الشريفة.....
291.....	فهرس الجداول.....
291.....	فهرس الأشكال.....
292.....	فهرس المصادر والمراجع.....
311.....	فهرس الموضوعات.....

ملخص البحث

تعد المشتقات المالية على اختلاف أنواعها إحدى أهم الابتكارات المالية الحديثة الاستعمال في الأسواق المالية، وقد حظيت بقبول واسع، وأصبحت من أهم المجالات الاستثمارية في العقدين الأخيرين من القرن العشرين، حيث ساهم في انتشارها العديد من العوامل أهمها: العولمة، والتطور التكنولوجي والمعلوماتية، وكذا المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية والاستثمارية، وقد كان الهدف من استعمال المشتقات المالية تمكين المؤسسات المالية من إدارة المخاطر التي تواجهها، غير أن الواقع أثبت عكس ذلك؛ فهي تنطوي على مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العالمي بأكمله، وخير دليل على ذلك الأزمة المالية العالمية 2008م، التي لعبت المشتقات المالية دورا كبيرا في إحداثها؛ نتيجة لاعتمادها على التوقعات (القمار)، واستخدامها بهدف المضاربة غير المشروعة في الأسواق المالية من طرف مختلف المتعاملين، وبالأخص الصفقات التي تتم في الأسواق غير المنظمة، لعدم وجود هيئة مسؤولة عن تنظيم أعمالها، والرقابة على تداولاتها.

ومع سعي متخذي القرارات على مستوى العالم إلى البحث عن البدائل اللازمة، والحلول الناجعة لتجاوز المشاكل التي وقع فيها الاقتصاد العالمي عامة، والاقتصاديات الرأسمالية خاصة، يظهر جليا أن الاقتصاد الإسلامي بأدواته ومؤسساته وآلياته كفيل بإعادة الاقتصاديات القومية ثم الاقتصاد العالمي إلى المسار الصحيح، نظرا لقيامه على ضوابط وأسس شرعية محددة لا يمكن الإخلال بها.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأسواق المالية، المخاطر، التحوط، الاقتصاد الإسلامي، البدائل الشرعية. الهندسة المالية الإسلامية.

Abstract :

Financial derivatives of all kinds are one of the most important recent financial innovations in the financial markets, they have been widely accepted, and have become one of the most important areas of investment during the last two decades of the twentieth century. Many factors have contributed to its spread, the most important of which are: globalization, technological development and informatics, and the intense competition between financial and investment institutions, and the purpose of using financial derivatives was to enable financial institutions to manage the risks they face, but reality has proven otherwise; this involves great risks that would destroy the entire global financial system, and the best proof of this is the 2008 global financial crisis, where financial derivatives played a major role in its creation; due to its reliance on expectations (gambling), and its use for illegal speculation in financial markets by various brokers, especially transactions that take place in unregulated markets, as there is no body responsible for regulating its work and controlling its trade.

As policymakers around the world seek the necessary alternatives and effective solutions to overcome the problems facing the world economy in general, and capitalist economies in particular, it is evident that the Islamic economy, with its tools, its institutions and mechanisms, is able to put national economies and then the world economy back on track, given that it rests on specific controls and legal foundations that cannot be violated.

Keywords: financial derivatives, financial markets, risks, hedging, Islamic economics, Sharia alternatives. Islamic financial engineering.